



DROIT ET CROISSANCE
FAIRE DU DROIT UN VECTEUR DE CROISSANCE

NOTE DE POSITION

Réponse de Droit & Croissance à la consultation ciblée de la Commission Européenne « Listing Act »

Les travaux actuellement menés par la Commission Européenne (« CE ») dans le cadre de son [programme de travail 2022](#) visent à proposer des simplifications des exigences de cotation renforçant l'attractivité des marchés de capitaux publics pour les entreprises de l'UE. Dans ce contexte, la CE a lancé une [consultation ciblée](#) pour recueillir l'avis des différentes parties prenantes.

Le présent document synthétise les réponses apportées par Droit & Croissance (« D&C ») à la consultation sur les thèmes suivants : (I) Règlement Prospectus, (II) Règlement Abus de Marché, (III) SPACs et (IV) droits de vote multiples.

I. Règlement Prospectus

- Les **régimes répressifs actuels** prévus par le Règlement Prospectus (« RP ») et les droits internes des Etats-membres sont excessivement variables (du fait de critères d'application flous et d'une sévérité à géométrie variable d'un Etat membre à l'autre), ce qui pose problème à la fois en termes de **prévisibilité** des sanctions et d'**harmonisation** entre États-membres.
- Le régime actuel de **responsabilité civile** du RP est également trop dépendant des droits nationaux de ces États, et parfois de facto **inopérant** du fait des particularismes nationaux, mettant à mal l'harmonisation européenne recherchée. Par exemple, dans certains Etats dont la France est un exemple typique, les investisseurs ne bénéficient pas des incitations nécessaires pour engager la responsabilité de la société ou des administrateurs.

D&C est conscient de la complexité d'harmoniser le régime de responsabilité civile au niveau européen. Il est cependant important, a minima, que :

1. Le RP oblige les États membres à s'assurer que des **procédures appropriées** sont en place pour garantir que la responsabilité civile des personnes responsables du prospectus puisse être effectivement mise en œuvre ; et
2. Le droit européen exige l'application par tous les États membres de la **théorie de la fraude sur le marché**, proportionnant lorsque c'est possible le préjudice réparable des investisseurs à la baisse du cours du titre.

II. Règlement Abus de Marché

- La **définition de l'information privilégiée** par le Règlement Abus de Marché (« **MAR** ») et les **conditions gouvernant sa divulgation par les émetteurs** sont excessivement vagues et sources d'insécurité juridique, au risque de dissuader de nombreuses opérations de marché légitimes. Il conviendrait en particulier de clarifier ce qui est entendu par "intérêts légitimes" des émetteurs et rétentions d'information "non susceptibles d'induire le public en erreur" au sens de l'art. 17(4) de MAR (par exemple sous forme de guidelines de l'ESMA).
- Les **sanctions administratives pécuniaires prévues par MAR** sont extrêmement imprévisibles et variables d'un Etat-membre à l'autre.
 1. Le régime risque de **dissuader un certain nombre de transactions et de stratégies d'investissement** qui peuvent être bénéfiques pour les entreprises et les marchés financiers en général, par crainte d'être soumis à des sanctions extrêmement élevées même lorsque leur conduite est légitime et que la probabilité d'être sanctionné est très faible.
 2. Le simple fait d'obliger les autorités compétentes nationales à tenir compte de toutes les circonstances pertinentes lorsqu'elles déterminent le type et le niveau des sanctions administratives est clairement insuffisant pour **garantir la cohérence** des montants des sanctions entre les juridictions. Les sanctions devraient être rendues **plus prévisibles** en utilisant une échelle précise de peines (i) **en fonction de la gravité de l'infraction** (qui dépend elle-même de l'intentionnalité de l'infraction, du préjudice causé par l'infraction, etc.), et (ii) **de l'effet dissuasif de la sanction** (une sanction plus élevée étant justifiée lorsque le comportement illicite est plus difficile à détecter).
 3. L'application de **sanctions pénales apparaît excessive** dans le cas de violations non intentionnelles de MAR et d'autres obligations accessoires, telles que celles visées aux articles 17 à 19 de MAR.
- Le **régime des recommandations d'investissement est d'une portée trop large** et s'applique dans des circonstances où ses provisions n'ont aucun sens (exemple : obligation d'impartialité des vendeurs à découvert activistes dont les rapports sont nécessairement partiels).
- De manière générale, l'imprévisibilité et le montant potentiellement drastique des sanctions, d'une part, et la portée pratiquement illimitée des règles sur les abus de marché, d'autre part, rendent **MAR excessivement dissuasif**. Un meilleur équilibre

pourrait être trouvé en **excluant explicitement les activités qui n'ont rien à voir avec les abus de marché** et en **calibrant mieux les sanctions pécuniaires**.

III. Les règles relatives aux SPACs

- Le processus des SPACs peut être divisé en deux phases :
 - (i) une première phase où le SPAC fait son IPO et est encore une coquille vide ; et
 - (ii) une seconde phase où le SPAC acquiert une société.

Il paraît opportun de **réserver l'accès à la phase 1 aux investisseurs professionnels**, étant donné que les investisseurs particuliers peuvent avoir du mal, à ce stade, à comprendre à quoi serviront les fonds investis, tant en ce qui concerne (i) la rémunération des parties prenantes du SPAC que (ii) celle de la société dans laquelle le SPAC investira in fine le cas échéant.

- Concernant les warrants à effet dilutif émis par les SPACs, des mesures devraient être mises en place pour **garantir que les actionnaires post-IPO obtiennent une information claire sur les effets dilutifs de ces warrants**. En particulier, le **renforcement de la transparence** et l'exigence d'une **information complète** des investisseurs sont nécessaires afin que ces derniers comprennent dans quelles circonstances les SPACs sont susceptibles de profiter à ses promoteurs et à la direction au détriment des actionnaires « ordinaires ».

IV. La question des droits de vote multiples

- Les actions assorties de droits de vote multiples **aggravent les conflits d'agence**, par exemple en protégeant l'émetteur et son actionnaire de contrôle contre les menaces de prise de contrôle, du fait qu'ils dissocient le contrôle de la société des intérêts économiques des actionnaires.
- Les coûts associés aux actions à droits de vote multiples peuvent cependant être compensés par **la vision unique et les compétences de leadership de certains mandataires sociaux** (exemple : entrepreneurs du secteur des nouvelles technologies).
- La littérature économique existante tend à montrer que les entreprises utilisant des droits de vote multiples ont des **valorisations moyennes plus élevées** que les entreprises à droit de vote unique, en particulier durant les premières années suivant l'introduction en bourse. Lorsque les entreprises vieillissent, la prime de valorisation se dissipe, probablement en raison de l'aggravation des problèmes d'agence dans les entreprises à droits de vote multiples. Ainsi, à long terme, il se peut qu'il n'y ait aucune justification économique à la survie des droits de vote multiples.
- Au regard de cette analyse, nous proposons d'introduire les droits de vote multiples en droit européen, sous réserve de :

1. Créer un équilibre entre les parties prenantes par des ***sunset clauses*** qui peuvent permettre à la fois aux entrepreneurs de poursuivre leur vision et aux investisseurs de disposer d'un mécanisme garantissant la récupération du contrôle de la société une fois que la cause ayant justifié l'existence des droits de vote multiples (typiquement, la vision unique d'un dirigeant particulier) a disparu ; et
2. Imposer l'**inaccessibilité des droits de vote multiples** afin de préserver l'alignement de ces droits avec les compétences et talents spécifiques qui ont justifié leur émission.