

# Consultation publique sur la création d'un environnement réglementaire proportionné pour faciliter l'entrée en bourse des PME

Les champs marqués d'un \* sont obligatoires.

## Introduction

---

### 1. Contexte de cette consultation publique

Les petites et moyennes entreprises (PME) nouvellement cotées en bourse constituent un moteur important de nouveaux investissements et de création d'emplois. Les sociétés récemment cotées surpassent leurs homologues privés du point de vue de la croissance annuelle et de l'augmentation des effectifs<sup>1</sup>. L'entrée en bourse présente plusieurs avantages, parmi lesquels la réduction de la dépendance à l'égard des financements bancaires, une plus grande diversification des investisseurs, un accès plus aisé à un financement supplémentaire par fonds propres et par l'emprunt (dans le cadre d'offres secondaires) et l'accroissement de la visibilité publique et de la reconnaissance de la marque. Lorsqu'elle étudie la possibilité de s'introduire en bourse, une entreprise doit mettre en balance les avantages économiques d'une cotation boursière avec les coûts initiaux et récurrents qui en découlent. Du point de vue des investisseurs, les petites capitalisations présentent un profil rendement/risque supérieur à celui des grandes entreprises et permettent une plus grande diversification du portefeuille.

Malgré les avantages considérables de la cotation en bourse, les marchés publics de l'UE pour les PME sont en difficulté. Depuis la crise financière, les introductions en bourse de PME ont diminué d'environ de moitié en Europe (300 en moyenne entre 2005 et 2007 contre 172 en 2016). De 2005 à 2007, 11 milliards d'euros destinés au système multilatéral de négociation (MTF) consacré aux PME européennes<sup>2</sup> ont été levés en moyenne chaque année par la voie d'offres publiques initiales (IPO). Ce chiffre est tombé à 2,8 milliards d'euros en moyenne entre 2008 et 2015<sup>3</sup>. La situation est particulièrement délicate dans certains États membres d'Europe centrale et orientale, où la capitalisation boursière de toutes les entreprises cotées représente parfois moins de 10 % du PIB et où le MTF réservé aux PME compte parfois une seule entreprise.

Le déficit de financement au stade de l'IPO a des répercussions plus larges sur la chaîne de financement («funding escalator») de l'UE. Par exemple, un accès aisé aux marchés publics est un aspect important et peut être une solution de «sortie» pour les investissements de capital-risque (CR) et les fonds de capital-

investissement qui soutiennent les sociétés à forte croissance à un stade précoce de leur développement. La faiblesse des marchés publics pour les PME dissuade les fonds de capital-risque d'investir en premier lieu dans les PME. Le faible nombre de PME cotées réduit également le nombre d'entreprises susceptibles de passer un jour aux principaux marchés (réglementés). Au-delà des marchés d'actions, les émissions obligataires sont encore loin d'être généralisées pour la grande majorité des PME, malgré un certain nombre de MTF obligataires spécialisés pour les petites entreprises établies ces dernières années [4](#).

## **2. La révision à mi-parcours de l'UMC et l'accent mis sur les marchés publics pour les PME**

Dès le départ, la facilitation de l'accès au financement pour les PME a été un objectif clé de l'union des marchés des capitaux (UMC) afin de soutenir l'emploi et la croissance dans l'UE. Depuis la publication du plan d'action pour l'union des marchés des capitaux en 2015, de nombreuses mesures ont été prises afin de développer des sources de financement adéquates pour les PME à tous les stades de leur développement. Par exemple, la Commission a mis en place un ensemble complet de mesures législatives et non législatives visant à renforcer le financement par capital-risque en Europe.

En juin 2017, l'examen à mi-parcours de l'UMC [5](#) a relevé le niveau d'ambition de la Commission et mis davantage l'accent sur la mobilisation de capitaux par les PME sur les marchés publics. La Commission met actuellement en œuvre plusieurs actions législatives et non législatives visant à relancer les marchés publics pour les PME à forte croissance. Ces mesures entendent s'appuyer sur la création du concept de «marché de croissance des PME», un nouveau type de MTF introduit par la directive sur les marchés d'instruments financiers II. [6](#) ([applicable à compter de janvier 2018](#)). [Le cadre du marché de croissance des PME a été mis au point pour prendre en compte les besoins spécifiques des PME accédant au marché des actions et des obligations pour la première fois. Plusieurs actes de l'UE se réfèrent déjà à cette nouvelle forme de plateforme de négociation afin d'alléger et de faciliter l'entrée en bourse des PME.](#)

La Commission s'est engagée à mener une analyse d'impact qui examinera si des modifications ciblées de la législation européenne pertinente pourraient créer un environnement réglementaire plus proportionné afin de soutenir l'inscription des PME sur les marchés publics. L'objectif de ce travail est d'alléger davantage la charge administrative pesant sur les PME cotées et de relancer les écosystèmes locaux entourant les marchés réservés aux PME, tout en préservant la protection des investisseurs et l'intégrité du marché. Ce volet vise également à améliorer les perspectives de succès des marchés de croissance des PME.

Dans le contexte de l'UMC, des progrès ont déjà été réalisés pour faciliter la mobilisation de capitaux par les PME sur les marchés publics. Le règlement sur les prospectus révisé [7](#) a créé un «Prospectus de croissance de l'UE» allégé. La Commission s'emploie actuellement avec le Parlement européen, les États membres et l'AEMF à mettre en place des mesures d'exécution en ce qui concerne le contenu et le format de cette nouvelle forme de prospectus.

Cependant, davantage d'efforts doivent être déployés en matière de réglementation pour faire en sorte que les PME puissent tirer pleinement parti de l'accès aux marchés publics, et en particulier aux marchés de croissance des PME. Dans une résolution adoptée le 19 janvier 2016, le Parlement européen a également invité la Commission et les États membres à «exploiter véritablement la catégorie du "marché de croissance des PME" dans les futurs règlements applicables aux services financiers». Le 29 juin 2017, le Conseil a souligné qu'il *«se félicite[ait] que la Commission soit déterminée à créer un environnement*

*réglementaire plus proportionné qui facilite l'entrée en bourse des PME, lequel - associé à des actions non législatives connexes - permettrait de promouvoir plus avant le développement de marchés des capitaux propres dans l'ensemble des États membres»<sup>8</sup>.*

La Commission s'est donc engagée à explorer les possibilités d'adapter et de compléter les dispositions applicables aux futurs «marchés de croissance des PME» et à leurs émetteurs. Alors que la MiFID II entrera en vigueur en janvier 2018, les dispositions du règlement relatif aux abus de marché<sup>9</sup> sont déjà applicables aux MTF, qui peuvent demander à être enregistrés en tant que marchés de croissance des PME. Nous pensons que l'on peut tirer de nombreux enseignements de l'expérience de ces émetteurs du MTF afin d'identifier des moyens d'améliorer et de compléter le cadre du marché de croissance des PME. Outre l'examen de la portée du concept de marché de croissance des PME et d'une disposition opérationnelle (sur les pas de cotation pour les marchés de croissance des PME), ce volet n'implique pas la révision de la législation MiFID II / MiFIR<sup>10</sup>.

### **3. Réponses à la présente consultation et suivi de la consultation**

Dans ce contexte et en accord avec les [principes d'une meilleure réglementation](#), la Commission a décidé de lancer une consultation publique ouverte visant à rassembler des preuves sur les obstacles réglementaires à l'entrée en bourse des PME.

Ce document de consultation contient **deux sections séparées**.

La **première section** vise à recueillir les points de vue de toutes les parties prenantes sur les principaux défis auxquels les marchés consacrés aux PME sont actuellement confrontés. Les réponses des parties prenantes aideront à identifier les principaux facteurs de la tendance à la baisse des offres publiques initiales et des émissions obligataires des PME et à estimer leur ampleur. Les réponses permettront également à la Commission de déterminer les priorités pour l'action des pouvoirs publics (y compris les actions réglementaires).

La **deuxième section** permettra à la Commission d'évaluer l'impact d'éventuelles modifications de la législation de l'UE sur la base de propositions déjà présentées par les parties prenantes dans le cadre de consultations publiques antérieures (la [consultation publique de l'UMC \(Livre vert sur la construction d'une union des marchés de capitaux\)](#), [l'appel à témoignages sur le cadre réglementaire de l'UE pour les services financiers](#), la [consultation publique sur l'examen à mi-parcours de l'union des marchés de capitaux 2017](#)) et d'ateliers techniques en 2016 et en 2017. Cette deuxième section est donc étroitement conçue autour d'un certain nombre de questions bien définies. Les parties intéressées sont également invitées à attirer l'attention de la Commission sur les obstacles réglementaires supplémentaires qui ne seraient pas mentionnés dans cette deuxième partie et qui pourraient être abordés dans le cadre de la présente initiative. Les résultats devraient servir de base à une action concrète et cohérente, au moyen d'une action législative si nécessaire.

Tout d'abord, cet examen des obstacles réglementaires à l'entrée en bourse des PME ne doit pas nuire à la protection des investisseurs et à l'intégrité du marché ou viser à modifier les principes fondamentaux des actes de l'Union qui ont été cruciaux pour rétablir la confiance dans les marchés financiers (par exemple l'extension des dispositions relatives aux abus de marché aux MTF au titre du règlement relatif aux abus de marché). Deuxièmement, cette consultation publique se concentre sur les «marchés de croissance des PME» créés par la MiFID II et sur les sociétés qui peuvent être cotées sur ces plateformes de négociation.

- 1 Par exemple, au cours de la période 2006-2012, le chiffre d'affaires annuel des sociétés cotées sur le marché du NASDAQ OMX First North - débutants - a augmenté de 25%, contre 10% pour les entreprises privées dans les pays nordiques.
- 2 Un système multilatéral de négociation (MTF) est une plateforme de négociation sur laquelle les entreprises peuvent établir une liste de leurs instruments financiers, en répondant à des exigences réglementaires moindres que sur les principaux marchés réglementés.
- 3 AFME, The shortage of Risk Capital for Europe's High Growth Businesses, 2017
- 4 OCDE, Opportunities and Constraints of Market-based financing for SMEs, 2015
- 5 [Communication de la Commission sur l'examen à mi-parcours du plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux](#) [SWD (2017) 224 final et SWD (2017) 225 final - 8 juin 2017]
- 6 [Directive n° 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers](#)
- 7 [Règlement \(UE\) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé](#)
- 8 [Conclusions du Conseil sur la communication de la Commission sur l'examen à mi-parcours de l'union des marchés des capitaux](#) (11 juillet 2017)
- 9 [Règlement \(UE\) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché \(règlement relatif aux abus de marché\)](#)
- 10 [Règlement \(UE\) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché \(règlement relatif aux abus de marché\)](#)

---

**Veillez noter:** Afin de garantir un processus de consultation transparent et équitable, **seules les réponses reçues par le biais de notre questionnaire en ligne seront prises en compte** et intégrées dans le rapport de synthèse. Si vous avez un problème pour remplir ce questionnaire ou si vous avez besoin d'une aide particulière, veuillez contacter [fisma-listing-smes@ec.euopra.eu](mailto:fisma-listing-smes@ec.euopra.eu).

Pour de plus amples informations:

- [sur cette consultation](#)
- [sur la protection des données à caractère personnel relative à cette consultation](#) 

## 1. Informations vous concernant

---

\* Vous participez à cette consultation en tant que:

- un particulier
- une organisation ou une entreprise

une autorité publique ou une organisation internationale

\* Prénom et nom:

\* Veuillez indiquer si vous répondez en tant que:

- citoyen (sauf investisseur de détail)  
 investisseur de détail

\* Nom de votre organisation:

\* Nom de l'autorité publique:

Adresse électronique:

Les informations que vous fournissez ici sont utilisées à des fins administratives seulement et ne seront pas publiées.

\* Votre organisation est-elle inscrite au registre de transparence?

(Si ce n'est pas le cas, [nous vous invitons à le faire ici](#). Toutefois, l'inscription n'est pas obligatoire pour participer à la consultation. [Pourquoi un registre de transparence?](#))

- Oui  
 Non

\* Dans l'affirmative, veuillez indiquer votre numéro d'inscription au registre:

\* Type d'organisation:

- |  |  |
|--|--|
| <input type="radio"/> Université ou établissement d'enseignement supérieur       | <input type="radio"/> Médias                           |
| <input type="radio"/> Entreprise, PME, micro-entreprise, entrepreneur individuel | <input type="radio"/> Organisation non gouvernementale |
| <input type="radio"/> Société de conseil, cabinet d'avocats                      | <input type="radio"/> Laboratoire d'idées              |
| <input type="radio"/> Organisation de consommateurs                              | <input type="radio"/> Syndicat                         |
| <input type="radio"/> Association professionnelle                                | <input type="radio"/> Autre                            |

\* Veuillez préciser le type d'organisation:

\* Si vous avez répondu que vous êtes une entreprise, une PME, une micro-entreprise ou un entrepreneur individuel, veuillez préciser si vous êtes:

- Un établissement financier
- Une entreprise non financière

Veillez fournir une estimation de votre chiffre d'affaires annuel net

Veillez fournir une estimation du nombre de vos employés

Veillez fournir une estimation de votre bilan total

\* Votre entreprise est-elle cotée sur un marché réglementé de l'Union européenne?

- Oui
- Non

\* Est-elle cotée sur un système multilatéral de négociation (MTF)?

- Oui
- Non

\* Êtes-vous une entreprise privée envisageant une cotation de ses actions ou obligations?

- Oui
- Non

\* Êtes-vous une entreprise privée qui n'envisage pas de cotation de ses actions ou obligations?

- Oui
- Non

Qualifieriez-vous votre entreprise privée d'une autre manière que celles énumérées ci-dessus? Veillez préciser:

\* Si vous avez répondu que vous êtes une entreprise non financière (que ce soit sur un marché réglementé ou junior), veuillez préciser votre capitalisation boursière actuelle:

- Moins de 10 millions d'euros
- Entre 10 et 50 millions d'euros
- Entre 50 et 100 millions d'euros
- Entre 100 et 200 millions d'euros
- Entre 200 et 500 millions d'euros
- Entre 500 millions et 1 milliard d'euros
- Plus de 1 milliard d'euros

\* Type d'autorité publique

- Organisation internationale ou européenne
- Autorité régionale ou locale
- Gouvernement ou ministère
- Autorité réglementaire, autorité de surveillance ou banque centrale
- Autre autorité publique

\* Veuillez préciser le type d'autorité publique:

\* Dans quel pays êtes-vous établi et/ou exercez-vous votre activité?

- Autriche
- Belgique
- Bulgarie
- Croatie
- Chypre
- République tchèque
- Danemark
- Estonie
- Finlande
- France
- Allemagne
- Grèce
- Hongrie
- Islande
- Irlande
- Italie
- Lettonie
- Liechtenstein
- Lituanie
- Luxembourg
- Malte
- Norvège
- Pologne
- Portugal

- Roumanie
- Slovaquie
- Slovénie
- Espagne
- Suède
- Suisse
- Pays-Bas
- Royaume-Uni
- Autre pays

\* Veuillez préciser le pays:

\* Domaine d'activité ou secteur (*le cas échéant*):

*au moins 1 choix*

- Comptabilité et audit
- Courtier/teneur de marché/fournisseur de liquidité
- Banque d'investissement
- Agences de notation de crédit
- Assurances
- Prévoyance retraite
- Gestion d'investissements (par ex., fonds spéculatifs, fonds de capital-investissement, fonds de capital-risque, fonds du marché monétaire, valeurs mobilières)
- Fonctionnement des infrastructures de marché (p. ex. contreparties centrales, dépositaires centraux de titres, bourses)
- Fournisseur de recherche dans le domaine financier
- Autre
- Sans objet

\* Veuillez préciser votre/vos domaine(s) d'activité ou secteur(s):



## Avis important sur la publication des réponses

\* Les contributions reçues sont destinées à être publiées sur le site internet de la Commission. Acceptez-vous que votre contribution soit publiée?

([voir la déclaration spécifique relative à la protection de la vie privée](#) )

- Oui, j'accepte que ma réponse soit publiée sous le nom indiqué (le *nom de votre organisation/entreprise /pouvoir public, ou sous votre nom si vous répondez en tant que particulier*)
- Non, je ne souhaite pas que ma réponse soit publiée



## 2. Votre avis

---

### I. Questions sur les défis rencontrés par les marchés publics pour les PME

Des recherches approfondies et des échanges avec les parties prenantes ont montré que trois principaux facteurs semblent expliquer l'atonie de l'activité des marchés publics de l'UE pour les PME.

*Premièrement, il existe une faible réserve d'entreprises qui recherchent à entrer en bourse.* Beaucoup de PME continuent de considérer que les charges liées à la cotation (tels que l'admission et les coûts de mise en conformité) l'emportent sur les avantages et, par conséquent, ne prennent même pas en compte cette possibilité. Le manque de formation aux affaires et de connaissance des sources de financement alternatives limite également le nombre d'entreprises cherchant à entrer en bourse. De plus, certains propriétaires sont réticents à mobiliser des fonds propres sur les marchés publics par crainte de céder le contrôle de leur entreprise à de nouveaux actionnaires.

*Deuxièmement, les écosystèmes locaux qui peuvent appuyer les sociétés lors de la phase de l'IPO (c'est-à-dire le réseau des spécialistes de PME entourant les échanges locaux) sont mis à rude épreuve dans de nombreux États membres.* Les introductions en bourse et les offres de dette sur les marchés publics sont le résultat d'efforts conjoints entre PME et banques d'investissement, analystes de recherche, courtiers, teneurs de marché, investisseurs, agences de notation de crédit, avocats et comptables spécialisés dans les PME qui soutiennent ces entreprises lors de la phase de l'IPO et tout au long du processus de flottement. Le déclin des écosystèmes semble être particulièrement prononcé pour les courtiers sur les actions spécialisés dans les PME. En raison de l'évolution réglementaire et technologique, la négociation d'actions se concentre sur les grandes capitalisations, ce qui entraîne une baisse de la liquidité des actions des PME. Ce manque de liquidité peut décourager les investisseurs d'investir dans des actions de PME en premier lieu et augmente le coût du capital pour les PME. Étant donné que la liquidité est faible, les courtiers spécialisés dans les PME sont aussi confrontés à une baisse de leurs frais de courtage. L'une des conséquences de ce déclin des écosystèmes locaux est la hausse des coûts d'introduction en bourse des PME, qui sont contraintes de s'appuyer sur des acteurs du marché plus importants lors de leur entrée en bourse.

*Troisièmement, il existe un manque d'investisseurs institutionnels et privés pour les instruments financiers des PME.* Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette situation, tels que les obstacles réglementaires aux investissements dans les PME, le manque de visibilité des PME vis-à-vis des investisseurs, la moindre confiance des investisseurs dans cette classe d'actifs et le manque d'incitations fiscales. Étant donné qu'une petite partie des investissements est effectivement orientée vers des actions de PME, les petites entreprises ne sont guère incitées à coter leurs actions ou obligations sur un marché boursier.

Afin de recueillir d'autres éléments probants, la Commission cherche à obtenir des points de vue généraux sur les principales raisons de la faiblesse des marchés publics de l'UE pour les PME.

**Question 1. Selon vous, quelle est l'importance de chacun de ces facteurs pour expliquer la faiblesse des marchés européens dédiés aux PME?**

Veillez évaluer chaque proposition de 1 à 5, 1 pour «facteur sans importance» et 5 pour «facteur très important».

	1 (facteur sans importance)	2	3	4	5 (facteur très important)	Ne sais pas / sans opinion / non pertinent
Faible nombre de sociétés arrivant sur les marchés publics	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Déclin des écosystèmes locaux	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Manque d'investisseurs particuliers et institutionnels	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Autres (veuillez préciser ci-dessous)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Veillez préciser quel(s) autre(s) facteur(s) peuvent expliquer la faiblesse des marchés européens destinés aux PME:

Question 1.2 Veillez expliquer et décrire la situation actuelle des marchés destinés aux PME dans votre juridiction ou dans les pays où vous opérez:

**Question 2. Quels sont les principaux facteurs pouvant expliquer le faible nombre de PME sollicitant l'admission à la négociation de leurs parts ou titres sur les marchés publics de l'UE?**

Veillez évaluer chaque proposition par niveau de pertinence de 1 à 5, 1 pour «complètement hors de propos» et 5 pour «très pertinent».

	1 (complètement hors de propos)	2	3	4	5 (très pertinent)	Ne sais pas / sans opinion / non pertinent
Disponibilité de sources de financement alternatives pour les PME (y compris le financement bancaire) <b>en matière d'actions</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Disponibilité de sources de financement alternatives pour les PME (y compris le financement bancaire) <b>en matière d'obligations</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Manque de sensibilisation des PME sur les avantages des marchés publics <b>en matière d'actions</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Manque de sensibilisation des PME sur les avantages des marchés publics <b>en matière d'obligations</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Coûts de conformité élevés (admission et poursuite) en raison de contraintes réglementaires <b>en matière d'actions</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Coûts de conformité élevés (admission et poursuite) en raison de contraintes réglementaires <b>en matière d'obligations</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Manque de préparation de la part des dirigeants des entreprises quant à l'implication d'une entrée en bourse <b>en matière d'actions</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Manque de préparation de la part des dirigeants des entreprises quant à l'implication d'une inscription <b>en matière d'obligations</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Réticence des propriétaires des PME à renoncer à une participation au capital de leur entreprise	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Autres (veuillez préciser ci-dessous)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Veillez préciser quel(s) autre(s) facteur(s) peuvent expliquer le faible nombre de PME sollicitant l'admission à la négociation de leurs parts ou titres sur des marchés publics de l'UE:

2.1 Veillez donner des exemples en fournissant des preuves provenant de votre juridiction:

**Question 3. Quels sont les principaux facteurs qui inhibent les investissements institutionnels et de détail dans les actions et les obligations des PME?**

Veillez évaluer chaque proposition par niveau de pertinence de 1 à 5, 1 pour «complètement hors de propos» et 5 pour «très pertinent».

	1 (complètement hors de propos)	2	3	4	5 (très pertinent)	Ne sais pas / sans opinion / non pertinent
Manque de visibilité des PME (y compris le manque de recherche financière et d'informations sur le crédit) à l'égard des investisseurs <b>en matière d'actions</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Manque de visibilité des PME (y compris le manque de recherche financière et d'informations sur le crédit) à l'égard des investisseurs <b>en matière d'obligations</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Différences entre les normes comptables locales qui empêchent les investissements transfrontaliers	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Contraintes réglementaires rencontrées par les investisseurs en						

ce qui concerne les investissements dans les PME	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Manque de liquidités sur les marchés d'obligations et d'actions de PME <b>en matière d'actions</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Manque de liquidités sur les marchés d'obligations et d'actions de PME <b>en matière d'obligations</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Manque de confiance des investisseurs dans les PME cotées	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Manque d'incitations fiscales	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Autres (veuillez préciser ci-dessous)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Veuillez préciser quel(s) autre(s) facteur(s) freinent les investissements de détail et institutionnels dans les actions et les obligations de PME:

3.1 Veuillez donner des exemples en fournissant des preuves provenant de votre juridiction:

**Question 4. Selon vous, quels sont les participants des écosystèmes entourant les échanges locaux pour les PME qui sont les plus en déclin?**

Veuillez évaluer chaque proposition par niveau de pertinence de 1 à 5, 1 pour «complètement hors de propos» et 5 pour «très pertinent». Certaines options peuvent ne pas s'exclure mutuellement.

	1 (complètement hors de propos)	2	3	4	5 (très pertinent)	Ne sais pas / sans opinion / non pertinent

Courtiers, teneurs de marché, fournisseurs de liquidité	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Prestataires d'analyse financière	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Agences de notation de crédit	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Base d'investisseurs	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Banques d'investissement	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Boutiques spécialisées dans les PME offrant plusieurs services (courtage, analyse, souscription, etc.)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Conseillers fiscaux et juridiques	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Comptables	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Autres (veuillez préciser ci-dessous)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Selon vous, quels sont les autres participants des écosystèmes entourant les échanges locaux pour les PME qui sont les plus en déclin:

4.1 Veuillez donner des exemples en fournissant des preuves provenant de votre juridiction:

**Question 5. Quelles sont les principales raisons expliquant le déclin des écosystèmes qui entourent les échanges locaux?**

Veuillez évaluer chaque proposition par niveau de pertinence de 1 à 5, 1 pour «complètement hors de propos» et 5 pour «très pertinent».

	1					5 (très pertinent)	Ne sais pas / sans opinion /
		2	3	4			

	(complètement hors de propos)					non pertinent
Incidence du faible niveau de liquidité sur les modèles d'activité des courtiers <b>en matière d'actions</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Incidence du faible niveau de liquidité sur les modèles d'activité des courtiers <b>en matière d'obligations</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Incidence du faible appétit des investisseurs pour les instruments consacrés aux PME <b>en matière d'actions</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Incidence du faible appétit des investisseurs pour les instruments consacrés aux PME <b>en matière d'obligations</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Contraintes réglementaires rencontrées par les prestataires de services d'investissement spécialisés dans les PME	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Manque de rentabilité du segment des PME <b>en matière d'actions</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Manque de rentabilité du segment des PME <b>en matière d'obligations</b>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Autres (veuillez préciser ci-dessous)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Veuillez préciser quels sont les autres raisons expliquant le déclin des écosystèmes qui entourent les échanges locaux:

5.1 Veuillez donner des exemples en fournissant des preuves provenant de votre juridiction:

## II. Questions sur les obstacles réglementaires spécifiques

La deuxième partie de la consultation publique est divisée en trois sous-sections. La première sous-section définit les dispositions susceptibles d'être modifiées afin d'encourager les MTF dédiés aux PME à demander un enregistrement en tant que «marché de croissance des PME» (A.). La deuxième sous-section examine les dispositions susceptibles d'être modifiées afin d'alléger la charge administrative pesant sur les petits émetteurs d'obligations et d'actions, rendant ainsi plus attrayante la cotation des sociétés sur les marchés de croissance des PME (B.). La dernière sous-section explore les obstacles susceptibles de mettre sous pression les écosystèmes locaux entourant les marchés dédiés aux PME (notamment l'écosystème du courtage) (C.).

### A. Réussir le concept de «marché de croissance des PME»

Les critères et exigences relatifs au «marché de croissance des PME» devraient être définis de manière à rendre ce segment attractif pour les émetteurs, les investisseurs et les marchés boursiers, tout en assurant la protection des investisseurs et l'intégrité du marché. La Commission souhaite recueillir des avis en vue d'évaluer si les règles MiFID II relatives aux marchés de croissance des PME en l'état actuel sont suffisamment bien calibrées pour atteindre les objectifs fixés.

#### A1. Définition d'un marché de croissance des PME et d'un émetteur du marché de croissance des PME (MiFID II - articles 4 et 33)

Les critères définissant un marché de croissance des PME devraient être bien calibrés afin de faciliter l'enregistrement des MTF dédiés aux PME en tant que marchés de croissance des PME. À son tour, si le cadre du marché de croissance des PME est largement utilisé, cela permettra à de nombreuses PME de l'UE de bénéficier des incitations réglementaires prévues par la législation de l'UE pour ces émetteurs ainsi que des allègements potentiels envisagés dans ce document (voir sous-section B. ci-dessous).

Un «marché de croissance des PME» est actuellement défini comme un MTF lorsque 50% au moins des émetteurs dont les instruments financiers sont négociés sur le MTF sont des PME. La MiFID définit une PME comme une société «ayant une capitalisation boursière moyenne inférieure à 200 millions d'euros sur la base des cotations de fin d'année pour les trois années civiles précédentes».

En ce qui concerne le seuil de taille (soit 200 millions d'euros de capitalisation boursière), il convient de noter que certains actes de l'Union européenne accordent actuellement des incitations réglementaires aux entreprises disposant d'une capitalisation boursière supérieure<sup>11</sup>. De plus, la définition d'une PME dans la MiFID II ne correspond pas à la définition des entreprises à capitalisation faible ou moyenne utilisée par les gestionnaires de fonds d'actions<sup>12</sup> et dans les indices<sup>13</sup>. Si le seuil de capitalisation boursière est fixé à un niveau trop bas, les marchés de croissance des PME risquent d'englober uniquement les petites entreprises, ce qui pourrait diminuer l'intérêt des investisseurs institutionnels pour les actions négociées sur les plateformes de négociation. Si, au contraire, le seuil est fixé à un niveau trop élevé, cela pourrait créer des possibilités d'arbitrage réglementaire pour les grandes entreprises.

En ce qui concerne l'obligation qu'au moins 50% des émetteurs soient des PME, il peut être important de veiller à ce qu'une partie des grandes entreprises puissent être admises aux négociations sur les



marchés de croissance des PME, afin d'assurer un niveau suffisant de liquidité et de rentabilité de ces plateformes. Cela permet aux entreprises performantes qui étaient des PME au moment de l'introduction en bourse mais dont la capitalisation boursière a dépassé le seuil de 200 millions d'euros de rester cotées sur un marché de croissance des PME. Toutefois, si le seuil de capitalisation boursière (à savoir 200 millions d'euros) a été sensiblement augmenté, la question se poserait de savoir si la proportion des PME (au moins 50%) doit également être augmentée pour éviter tout arbitrage réglementaire de la part des émetteurs non-PME.

11 Par exemple, le prospectus de croissance de l'Union «allégé» issu de la révision du règlement «prospectus» est disponible (au-delà des PME) aux sociétés cotées sur un marché de croissance des PME dont la capitalisation boursière peut atteindre 500 millions d'euros.

12 [Voir classification des fonds d'actions par l'EFAMA](#)

13 À titre d'exemple, la capitalisation médiane des sociétés de l'indice MSCI (Morgan Stanley Capital International) des sociétés à micro-capitalisation est de 100 millions d'euros; Un milliard d'euros pour les entreprises incluses dans l'indice des petites capitalisations et 6,4 milliards d'euros pour les entreprises incluses dans l'indice des capitalisations moyennes (source: MiddleNext, The 2017 Small & Mid Cap Outlook).

### **Question 6. Compte tenu des considérations susmentionnées, estimez-vous que les critères utilisés pour définir un marché de croissance des PME devraient être modifiés?**

Un marché de croissance des PME est défini comme un MTF lorsque 50% au moins des émetteurs dont les instruments financiers sont négociés sont des PME dont la capitalisation boursière est inférieure à 200 millions d'euros.

- Oui
- Non
- Je ne sais pas / sans avis / sans objet

6.1 Veuillez expliquer votre point de vue:

### **Question 7. Le seuil de capitalisation boursière de 200 millions d'euros définissant les PME dans le cadre de la MiFID II devrait-il être:**

- augmenté (veuillez indiquer un seuil approprié de la capitalisation boursière)
- diminué (veuillez indiquer un seuil approprié de la capitalisation boursière)
- inchangé
- remplacé par un autre critère (veuillez préciser ci-dessous - par exemple, le chiffre d'affaires, le nombre d'employés, etc.)

- Autres (veuillez préciser ci-dessous)
- Je ne sais pas / sans avis / sans objet

Veuillez préciser quelle autre proposition vous auriez concernant le seuil de capitalisation boursière de 200 millions d'euros définissant les PME dans le cadre de la MiFID II:

7.1 Veuillez expliquer votre point de vue.

Le cas échéant, veuillez préciser les seuils de capitalisation boursière ou les critères appropriés pour définir une PME aux fins des marchés de croissance des PME:

**Question 8. En gardant à l'esprit votre réponse à la question précédente, la proportion des PME sur les marchés de croissance des PME (actuellement 50%) devrait être:**

- Inférieure à 25%
- Entre 25%-49%
- Inchangée (50%)
- Entre 51%-74%
- Égale ou supérieure à 75%
- Je ne sais pas / sans avis / sans objet

8.1 Veuillez expliquer votre point de vue:

**A2. Définition d'un émetteur de dette de PME sur un marché de croissance des PME (MiFID II - article 4)**

Il existe plusieurs marchés dans l'UE spécialisés dans les obligations des PME<sup>14</sup>. Les PME qui exploitent les marchés obligataires réalisent un chiffre d'affaires annuel compris entre 19 et 400 millions d'euros et la taille d'émission minimum typique est d'environ 17 millions d'euros<sup>15</sup>.

Un émetteur dont aucun instrument d'actions n'est négocié sur une plateforme de négociation est réputé être une PME conformément au niveau 2 de la MiFID II<sup>16</sup> s'il répond à au moins deux des trois critères suivants selon ses derniers comptes annuels ou consolidés: (i) le nombre moyen de salariés au cours de l'exercice est inférieur à 250; (ii), le bilan total ne dépasse pas 43 millions d'euros, et (iii) le chiffre d'affaires net annuel ne dépasse pas 50 millions d'euros. Compte tenu de ces dispositions, les marchés obligataires des PME pourraient avoir des difficultés à s'inscrire en tant que marchés de croissance des PME, car leurs émetteurs ne pourraient très probablement pas satisfaire aux critères fixés au niveau 2 de la MiFID II, en dépit de leur taille relativement réduite.

<sup>14</sup> Guide de financement des PME, Association pour les marchés financiers en Europe (AFME), 2015

<sup>15</sup> Article 77 du règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission

<sup>16</sup> Un marché de croissance des PME est défini comme un MTF lorsque 50% au moins des émetteurs dont les instruments financiers sont négociés sont des PME dont la capitalisation boursière est inférieure à 200 millions d'euros.

### **Question 9. Faut-il modifier les critères utilisés pour définir un émetteur autre que d'actions sur le marché de croissance des PME?**

- Oui
- Non
- Je ne sais pas / sans avis / sans objet

9.1 Veuillez expliquer votre point de vue.

Si vous avez répondu par l'affirmative, veuillez fournir les critères (chiffre d'affaires, émissions en circulation de titres de dette, taille de l'émission obligataire, etc.) et les seuils appropriés pour définir un émetteur de dette sur le marché de croissance des PME:

### **A3. Exigences relatives au conseiller principal**

La grande majorité des MTF dédiés aux PME dans l'UE exigent que leurs émetteurs soient assistés par un conseiller principal<sup>17</sup>, c'est-à-dire un professionnel du marché agréé par la bourse. Le conseiller principal joue un rôle de premier plan en évaluant la pertinence de l'entreprise pour le marché, en comblant l'écart d'information entre les PME et les investisseurs cotés et en confirmant la réputation et l'

intégrité du marché. Un «conseiller principal» sur les marchés de croissance des PME peut renforcer la confiance des investisseurs dans les titres cotés sur les plateformes de négociation qui n'ont pas de telles exigences à l'heure actuelle.

Cependant, le rôle d'un conseiller principal peut fortement varier d'un MTF dédié aux PME à l'autre. Par exemple, certains marchés n'exigent pas que les émetteurs aient un conseiller principal pour l'inscription des PME (en raison du coût de ces conseillers pour les PME).

<sup>17</sup> Le nom de ce conseiller principal peut varier d'un MTF à l'autre: conseiller désigné ou NOMAD, conseiller certifié, conseiller agréé, promoteur d'inscription...

**Question 10. Veuillez indiquer si vous êtes d'accord ou non avec les énoncés suivants concernant les exigences et les obligations minimales des conseillers principaux pour les entreprises cotées sur les marchés de croissance des PME:**

Veuillez évaluer chaque proposition de 1 à 5, 1 pour «pas du tout d'accord», et 5 pour «tout à fait d'accord».

	1 (pas du tout d'accord)	2	3	4	5 (complètement d'accord)	Ne sais pas / sans opinion / non pertinent
Un conseiller principal ne devrait pas être imposé aux émetteurs d'actions sur les marchés de croissance des PME	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Un conseiller principal devrait être imposé aux émetteurs d'obligations sur les marchés de croissance des PME	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Un conseiller principal devrait être obligatoire pendant toute la période de cotation d'une PME	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Un conseiller principal ne devrait être obligatoire que pendant une période limitée après la première entrée en bourse d'une entreprise (veuillez préciser la période pertinente (3 an, 1 ans,...))	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Les exigences minimales concernant la mission et les obligations des conseillers principaux sur les marchés de croissance des PME devraient être	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

imposées à l'échelle de l'UE (veuillez préciser)						
Les exigences minimales concernant la mission et les obligations des conseillers principaux sur les marchés de croissance des PME devraient être instituées par chaque bourse	●	●	●	●	●	●

10.1 Veuillez expliquer votre point de vue et fournir des éléments probants sur les coûts liés à la désignation d'un conseiller principal. Le cas échéant, veuillez préciser la mission et les obligations qui devraient incomber aux conseillers principaux à l'échelle de l'UE:

#### A4. Règles de radiation sur les marchés de croissance des PME

La radiation désigne l'annulation de l'autorisation d'une société d'être cotée en bourse. La radiation peut être obligatoire ou volontaire. Une radiation obligatoire fait suite à une décision de la bourse lorsque les conditions de cotation ne sont plus remplies par une société. Une radiation volontaire peut être décidée par un actionnaire majoritaire, soit après l'amélioration du contrôle par une partie prenante «historique», soit par un nouveau propriétaire après une offre d'achat<sup>18</sup> ou une fusion. En règle générale, ces décisions de radiation entraînent une procédure de «retrait obligatoire»<sup>19</sup>. La radiation volontaire peut également être décidée par la direction de la société, et se traduit par la continuation de la société en tant que société non cotée avec le même registre des actionnaires.

La radiation volontaire peut constituer un élément important du paysage réglementaire pour les investisseurs et les PME. Les règles de radiation pouvant varier d'un pays à l'autre ou d'un marché à l'autre, les investisseurs peuvent être dissuadés d'investir (en particulier dans un contexte transfrontalier) s'ils anticipent les difficultés auxquels ils seront confrontés pour obtenir le contrôle total d'une PME inscrite et pour radier ses actions. De même, certaines entreprises peuvent être dissuadées de devenir publiques parce qu'elles considèrent que l'inscription de leurs actions est un «billet aller simple» et qu'elles ne peuvent pas revenir à leur situation antérieure (non cotée). Cependant, même si la décision de radiation prise par la direction de l'entreprise est justifiée, cela soulève des problèmes fondamentaux en matière de protection des investisseurs.

<sup>18</sup> Il convient de noter que la [directive sur les offres publiques d'achat \(directive 2004/25/CE\)](#) ne s'applique pas aux instruments financiers négociés sur des systèmes de négociation multilatéraux, y compris les marchés de croissance des PME.

<sup>19</sup> Les clauses de retrait obligatoire peuvent être décrites comme des opérations dans lesquelles l'actionnaire majoritaire exerce un droit légal de rachat des actions de la minorité.

**Question 11.À votre avis, y a-t-il des avantages à imposer des exigences minimales à l'échelle de l'UE pour la radiation des émetteurs du marché de croissance des PME?**

- Pas du tout d'accord
- Plutôt pas d'accord
- Neutre
- Plutôt d'accord
- Entièrement d'accord
- Je ne sais pas / sans avis / sans objet

11.1 Veuillez expliquer votre point de vue.

Si vous avez répondu par l'affirmative, veuillez indiquer le champ d'application (radiation obligatoire et radiation volontaire à l'initiative de la direction et/ou des actionnaires majoritaires) et les caractéristiques de ces exigences minimales:

#### **A5.Transfert des cotations**

Les petites capitalisations cotées sur des marchés réglementés peuvent avoir de plus en plus de difficultés à se conformer à certaines exigences réglementaires (telles que la directive sur la transparence<sup>20</sup>, la directive sur les droits des actionnaires<sup>21</sup>). En outre, de nombreuses entreprises de capitalisation moyenne sur les marchés réglementés peuvent avoir l'impression que leur capitalisation boursière en fait des candidats aux marchés de croissance des PME. Dans un tel cas, les PME cotées peuvent envisager un transfert volontaire de leurs actions d'un marché réglementé à un marché assorti d'une charge réglementaire plus légère (c'est-à-dire les futurs marchés de croissance des PME). Cependant, de tels transferts peuvent impliquer des problèmes de protection des investisseurs<sup>22</sup> et peuvent être difficiles à organiser pour les PME. En outre, le cadre juridique de ces transferts peut varier d'un État membre à l'autre.

<sup>20</sup> [Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé](#)

<sup>21</sup> [Directive 2007/36/CE en ce qui concerne l'encouragement de l'engagement à long terme des actionnaires](#)

<sup>22</sup> Par exemple, il peut être interdit à certains investisseurs institutionnels de détenir des actions cotées sur des MTF.

**Question 12. Selon vous, y a-t-il des avantages à introduire des règles harmonisées à l'échelle de l'UE sur le transfert volontaire de l'inscription d'un marché réglementé vers un marché de croissance des PME?**

- Pas du tout d'accord
- Plutôt pas d'accord
- Neutre
- Plutôt d'accord
- Entièrement d'accord
- Je ne sais pas / sans avis / sans objet

12.1 Veuillez expliquer votre point de vue.

Si vous avez répondu par l'affirmative, veuillez donner des exemples de règles et de leur finalité:

En revanche, les marchés de croissance des PME ne devraient être qu'une étape de la croissance des PME. Lorsque leur capitalisation a augmenté, les émetteurs des marchés de croissance des PME devraient être encouragés à accéder à un marché principal / réglementé afin de bénéficier d'une plus grande liquidité, d'un bassin d'investisseurs plus large et d'une meilleure crédibilité. Cela permettrait également d'éviter les situations d'arbitrage réglementaire lorsque de grandes entreprises restent inscrites sur des bourses dédiées aux PME dans le but de bénéficier d'exonérations. La question se pose de savoir si le transfert des émetteurs des marchés de croissance des PME vers les marchés réglementés devrait être exigé ou encouragé (au moyen de mesures réglementaires) lorsque ces émetteurs ont atteint une certaine taille.

**Question 13. Selon vous, le transfert d'émetteurs d'un marché de croissance des PME à un marché réglementé devrait-il se faire ainsi:**

Veuillez évaluer chaque proposition de 1 à 5, 1 pour «pas du tout d'accord», et 5 pour «tout à fait d'accord».

	1 (pas du tout d'accord)	2	3	4	5 (complètement d'accord)	Ne sais pas / sans opinion / non pertinent
lorsque l'émetteur dépasse certains seuils (comme par exemple la capitalisation boursière)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

en étant encouragé par des mesures réglementaires lorsqu'il dépasse certains seuils (comme par exemple la capitalisation boursière)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
en étant toujours laissé à l'appréciation des émetteurs sans être exigé ou encouragé par des mesures réglementaires	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Autres (veuillez préciser ci-dessous)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Je ne sais pas / sans avis / sans objet	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Veuillez préciser quelle autre possibilité vous envisagez pour le transfert d'émetteurs d'un marché de croissance des PME vers un marché réglementé:

13.1 Veuillez expliquer votre point de vue et fournir des arguments ou des éléments probants. Le cas échéant, veuillez indiquer les seuils appropriés ou les incitations possibles pour les émetteurs du marché de croissance des PME à migrer vers un marché réglementé:

## **B. Alléger la charge administrative pesant sur les émetteurs du marché de croissance des PME**

Les règles de divulgation et de transparence sont les caractéristiques d'un marché sain et équitable. Du point de vue des PME, ces règles peuvent être considérées comme lourdes et coûteuses. Il est essentiel de veiller à ce que les avantages de la cotation l'emportent sur les coûts. Si les normes sont trop strictes, les coûts de mise en conformité peuvent décourager les entrées en bourse des PME. Au contraire, si les normes sont trop laxistes, la protection et la confiance des investisseurs pourraient être compromises et certains investisseurs pourraient choisir de ne pas investir dans des titres de PME. L'objectif de cette sous-section B est d'identifier la possibilité de réduire les obligations imposées aux futurs émetteurs des marchés de croissance des PME tout en maintenant un niveau élevé de protection des investisseurs et d'intégrité du marché sur ces marchés.



**Question 14. Veuillez indiquer si vous êtes d'accord avec les affirmations ci-dessous:**

**Les allègements réglementaires devraient être limités**

Veuillez évaluer chaque proposition de 1 à 5, 1 pour «pas du tout d'accord», et 5 pour «tout à fait d'accord».

	1 (pas du tout d'accord)	2	3	4	5 (complètement d'accord)	Ne sais pas / sans opinion / non pertinent
aux PME cotées sur les marchés de croissance des PME	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
tous les émetteurs sur les marchés de croissance des PME	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Aucun allègement réglementaire ne devrait être accordé à quelque type d'entreprise que ce soit	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

14.1 Veuillez expliquer votre point de vue:

**Question 15. Pour chacune des dispositions énumérées ci-dessous, veuillez indiquer à quel point la réglementation de l'UE associée aux cotations d'actions et d'obligations sur les marchés spécialisés des PME est lourde:**

Veuillez évaluer chaque proposition de 1 à 5, 1 pour «pas lourde du tout» et 5 pour «très lourde».

	1 (pas lourde du tout)	2	3	4	5 (très lourde)	Ne sais pas / sans opinion / non pertinent
Transactions effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Listes d'initiés	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Justification du retard dans la communication d'informations privilégiées	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sondages de marché	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Divulgaration d'informations privilégiées par des émetteurs autres que d'actions	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Rapports semestriels pour les émetteurs du marché de croissance des PME	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Autres (veuillez préciser ci-dessous)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Je ne sais pas / sans avis / sans objet	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Veuillez préciser en quoi les autres dispositions du règlement de l'UE associées aux inscriptions des actions et des obligations sur les marchés destinés aux PME sont quelque peu fastidieuses:

15.1 Veuillez expliquer votre point de vue:

**Pour chacune des questions suivantes de la sous-section B, il vous sera demandé de fournir des estimations de coûts pour les mesures que vous avez identifiées comme étant onéreuses, ainsi que d'estimer la réduction des coûts pour les allègements que vous avez identifiés comme significatifs.**

### **B1. Transactions effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes (règlement relatif aux abus de marché - art. 19)**

Dans le cadre du règlement relatif aux abus de marché, la personne chargée de la gestion des responsabilités (PDMR) ou une personne associée doit informer l'émetteur (soit sur un marché réglementé, soit sur un marché de croissance des PME) et l'autorité compétente de chaque transaction effectuée pour son propre compte sur ces instruments financiers, au plus tard trois jours ouvrables après la transaction. L'obligation de divulguer une transaction effectuée par un dirigeant ne s'applique qu'une fois que les transactions de la PDMR ont atteint un total cumulé de 5 000 euros au cours d'une année

civile (sans compensation). Une autorité nationale compétente peut décider de porter le seuil à 20 000 euros.

Les émetteurs doivent s'assurer que les transactions effectuées par les PDMR et les personnes étroitement associées sont rendues publiques rapidement et au plus tard trois jours ouvrables après la transaction. À titre subsidiaire, le droit national peut prévoir qu'une autorité compétente peut publier elle-même ces informations.

**Question 16. Le régime des transactions de la direction représente-t-il un fardeau administratif important pour les émetteurs des marchés de croissance des PME et leurs gestionnaires?**

- Pas du tout d'accord
- Plutôt pas d'accord
- Neutre
- Plutôt d'accord
- Entièrement d'accord
- Je ne sais pas / sans avis / sans objet

16.1 Veuillez expliquer votre point de vue et fournir des éléments probants, notamment du point de vue des coûts (coûts ponctuels et récurrents) / du temps passé (en nombre d'heures) / du nombre de personnes nécessaires (en équivalent temps plein):

En 2011, une étude de l'EIM ([Effects of possible changes to the Market Abuse Directive, p.39](#)) estimait que pour une PME, le coût annuel moyen lié aux rapports sur les transactions des dirigeants était de 135 euros (et de trois heures par émetteur et par an). En 2015, une étude d'Europe Economics ([Data gathering and Cost Analysis on Daft Technical standards relating to MAR, p.59-60](#)) a estimé les coûts de mise en conformité uniques pour les normes techniques sur les transactions de la direction à un montant situé entre 300 euros et 500 euros pour un petit émetteur et entre 3 400 euros et 4 900 euros pour un émetteur de taille moyenne. Les coûts de mise en conformité permanents annuels étaient estimés à 0 euros pour un petit émetteur et à 200 euros par an pour un émetteur de taille moyenne.

**Question 17. Veuillez indiquer si vous souhaitez apporter les modifications ou clarifications suivantes au régime de transactions de la direction pour les marchés de croissance des PME:**

17 bis) Le délai (soit actuellement 3 jours) pour les PDMR et les personnes étroitement associées pour notifier leurs transactions à l'émetteur devrait être prolongé

- Je suis d'accord
- Je ne suis pas d'accord
- Je ne sais pas / sans avis / sans objet

Veillez indiquer le délai de notification approprié pour la proposition 17 a)

Veillez expliquer votre point de vue concernant la proposition 17 a) et fournir à l'appui des arguments ou des éléments probants, en particulier du point de vue des économies et de la réduction des coûts, ou des frais supplémentaires, que toute modification des règles actuellement applicables peut entraîner:

17 b) Le seuil (soit 5 000 euros) au-dessus duquel les gestionnaires d'émetteurs des marchés de croissance des PME devraient déclarer leurs transactions doit être relevé

- Je suis d'accord
- Je ne suis pas d'accord
- Je ne sais pas / sans avis / sans objet

Veillez indiquer le seuil approprié pour la proposition 17 b)

Veillez expliquer votre point de vue concernant la proposition 17 b) et fournir à l'appui les arguments ou des éléments probants, en particulier du point de vue des économies et de la réduction des coûts, ou des frais supplémentaires, que toute modification des règles actuellement applicables peut entraîner:

17 d) Les autorités nationales compétentes (ANC) doivent être chargées de rendre publiques les transactions des dirigeants

- Je suis d'accord
- Je ne suis pas d'accord
- Je ne sais pas / sans avis / sans objet

Veillez expliquer votre point de vue concernant la proposition 17 c) et fournir à l'appui des arguments ou des éléments probants, en particulier du point de vue des économies

et de la réduction des coûts, ou des frais supplémentaires, que toute modification des règles actuellement applicables peut entraîner:

17 d) La plateforme de négociation devrait être chargée de rendre publiques les transactions des dirigeants

- Je suis d'accord
- Je ne suis pas d'accord
- Je ne sais pas / sans avis / sans objet

Veillez expliquer votre point de vue concernant la proposition 17 d) et fournir à l'appui des arguments ou des éléments probants, en particulier du point de vue des économies et de la réduction des coûts, ou des frais supplémentaires, que toute modification des règles actuellement applicables peut entraîner:

17 e) Le délai imparti aux émetteurs pour rendre publiques les transactions de la direction (ou pour notifier l'ANC lorsque celle-ci est chargée de rendre publique la transaction du dirigeant) doit débuter à la date à laquelle les transactions ont été notifiées aux émetteurs (et non à la date des transactions)

- Je suis d'accord
- Je ne suis pas d'accord
- Je ne sais pas / sans avis / sans objet

Veillez indiquer la période de temps appropriée pour la proposition 17 e)

Veillez expliquer votre point de vue concernant la proposition 17 e) et fournir à l'appui des arguments ou des éléments probants, en particulier du point de vue des économies et de la réduction des coûts, ou des frais supplémentaires, que toute modification des règles actuellement applicables peut entraîner:

17 f) Y a-t-il d'autres changements ou clarifications au régime des transactions de la direction pour les marchés de croissance des PME que vous appuieriez? Veuillez expliquer votre point de vue et fournir à l'appui des arguments ou des éléments probants, en particulier du point de vue des économies et de la réduction des coûts, ou des frais supplémentaires, que toute modification des règles actuellement applicables peut entraîner:

## B2.Listes d'initiés (règlement relatif aux abus de marché - art. 18)

Les émetteurs établissent une liste de toutes les personnes qui ont accès à des informations privilégiées. La «liste d'initiés» doit être régulièrement mise à jour et transmise à l'autorité nationale compétente (ANC) chaque fois que cela est demandé. Les listes doivent être conservés pendant au moins cinq ans.

Le règlement relatif aux abus de marché prévoit déjà des dispenses pour les émetteurs des marchés de croissance des PME (article 18, paragraphe 6, du règlement relatif aux abus de marché). Ces émetteurs sont dispensés de tenir des listes d'initiés de façon continue tant que i) l'émetteur prend toutes les mesures raisonnables pour s'assurer que toute personne ayant accès à l'information reconnaît les obligations légales et réglementaires qui s'y rattachent et connaît les sanctions applicables; ii) l'émetteur est en mesure de fournir à l'ANC, sur demande, la liste des initiés.

**Question 18. Quel est l'impact de la réduction apportée par le règlement relatif aux abus de marché sur les émetteurs des marchés de croissance des PME en ce qui concerne les listes d'initiés? Veuillez illustrer et quantifier l'impact, notamment du point de vue de la réduction des coûts (ponctuels et récurrents) / de la durée (nombre d'heures) / du nombre de personnes nécessaires (en équivalent plein temps) résultant de l'allègement:**

En 2011, une étude de l'EIM ([Effects of possible changes to the Market Abuse Directive, p.39](#)) estimait que pour une PME, le coût annuel moyen lié aux listes d'initiés était de 945 euros (et de 21 heures par émetteur et par an). En 2015, une étude d'Europe Economics ([Data gathering and Cost Analysis on Draft Technical standards relating to MAR, p.59-60](#)) a estimé les coûts de conformité uniques pour les normes techniques relatives aux listes d'initiés à un montant situé entre 300 et 600 euros pour un petit émetteur et entre 3 300 et 5 800 euros pour un émetteur de taille moyenne. Les coûts de mise en conformité permanents annuels sont estimés à un montant compris entre 600 et 800 euros pour un petit émetteur et entre 3 300 et 5 500 euros pour un émetteur de taille moyenne.

**Question 19. Veuillez indiquer si vous êtes d'accord avec les affirmations ci-dessous:**

**Les émetteurs du marché de croissance des PME devraient être:**

Veuillez évaluer chaque proposition de 1 à 5, 1 pour «pas du tout d'accord», et 5 pour «tout à fait d'accord».

	1 (pas du tout d'accord)	2	3	4	5 (complètement d'accord)	Ne sais pas / sans opinion / non pertinent
tenus de conserver des listes d'initiés, sur une base continue	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
tenus de soumettre les listes d'initiés à la demande de l'ANC (comme prévu par le règlement relatif aux abus de marché)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
tenus de conserver une liste des «initiés permanents» (c'est-à-dire des personnes qui ont un «accès régulier à des informations privilégiées»)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
exemptés de l'obligation de tenir des listes d'initiés	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Avez-vous d'autres propositions en ce qui concerne les listes d'initiés destinées aux émetteurs du marché de croissance des PME?

19.1 Veuillez expliquer votre point de vue et fournir à l'appui des arguments ou des éléments probants, en particulier du point de vue des économies et de la réduction des coûts, ou des frais supplémentaires, que toute modification des règles actuellement applicables peut entraîner:

**B3. Justification du retard dans la divulgation d'informations privilégiées (règlement relatif aux abus de marché - art. 17)**

Un émetteur doit communiquer l'information privilégiée concernant ses instruments financiers dans les meilleurs délais. L'émetteur peut différer la publication de ces informations dans certains cas pour ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes. Toutefois, dès lors qu'il fournit une information privilégiée, il doit informer son ANC et justifier le retard. Selon l'option choisie par l'État membre, cette explication écrite justifiant le retard devrait être fournie: i) en toutes circonstances, ou ii) uniquement lorsque l'autorité nationale compétente en fait la demande.

La [législation de mise en œuvre du règlement relatif aux abus de marché](#) (Règlement d'exécution (UE) 2016/1055 de la Commission) exige que les émetteurs qui décident de retarder l'annonce des informations privilégiées établissent par écrit une liste d'informations («dossier d'information»), y compris - parmi de nombreux autres faits et chiffres - l'heure et la date où une telle information a été établie, où la décision a été prise de retarder sa divulgation, l'identité des personnes qui ont adopté la décision et sont responsables de surveiller en permanence les conditions du retard, et la manière dont les conditions préalables à un tel retard ont été réunies.

**Question 20. Veuillez indiquer si vous êtes ou n'êtes pas d'accord avec les affirmations ci-après:**

Veuillez évaluer chaque proposition de 1 à 5, 1 pour «pas du tout d'accord», et 5 pour «tout à fait d'accord».

	1 (pas du tout d'accord)	2	3	4	5 (complètement d'accord)	Ne sais pas / sans opinion / non pertinent
L'explication écrite justifiant le retard dans la communication des informations privilégiées par les émetteurs du marché de croissance des PME ne doit être présentée qu'à la demande de l'autorité nationale compétente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>



Les émetteurs du marché de croissance des PME devraient être exemptés de l'obligation de tenir un «dossier d'information»



20.1 Veuillez expliquer votre point de vue en illustrant l'impact du point de vue des coûts (coûts ponctuels et récurrents) / du temps passé (en nombre d'heures) / du nombre de personnes nécessaires (en équivalent temps plein):

En 2011, une étude de l'EIM ([Effects of possible changes to the Market Abuse Directive, p.39](#)) a estimé que, pour une PME, les coûts annuels moyens ayant trait aux charges administratives liées à la notification de la décision de communication différée étaient estimés à 1 755 euros (et à 39 heures dépensées par émetteur et par an). Pour une autre estimation des coûts, voir également: [Europe Economics, Data gathering and Cost Analysis on Daft Technical standards relating to MAR, p.51](#).

#### B4.Sondages de marché (règlement relatif aux abus de marché - article 11)

Les sondages de marché sont une communication d'informations, avant l'annonce d'une transaction, afin de mesurer l'intérêt des investisseurs potentiels pour une transaction éventuelle et les conditions y afférentes telles que sa taille ou son prix potentiel, à un ou plusieurs investisseurs potentiels<sup>23</sup>.

Le sondage de marché peut soulever des questions pour les émetteurs qui sont des PME, en particulier lorsqu'elles émettent certaines obligations privées. Les opérations de placement privé d'instruments de dette peuvent parfois prendre la forme d'obligations cotées. C'est le cas notamment en France («Euro-PP» émis sous format obligataire coté), en Italie (marchés dits de «mini-obligations») et en Espagne (sur le marché alternatif de Renta Fija - «MARF»). En règle générale, ces opérations ne sont pas soumises à une obligation de prospectus car elles reposent sur les exonérations des «investisseurs qualifiés» ou des obligations à forte valeur nominale. Cependant, ils tombent dans le champ d'application des règles de sondage du marché, car les obligations placées à titre privé sont admises à la négociation sur un MTF.

Lorsqu'une transaction obligataire placée en privé est préparée, l'objectif n'est pas de contacter quelques investisseurs sélectionnés pour identifier certaines conditions spécifiques d'une transaction en vue de maximiser ses chances de succès, mais plutôt d'identifier les investisseurs potentiels avec lesquels toutes les conditions de la transaction d'obligations placées à titre privé (y compris les termes contractuels) seront négociées. Par le passé, certains États membres ont établi une «pratique de marché acceptée» (en application de la directive relative aux abus de marché) reconnaissant que les placements privés d'obligations ne relevaient pas des règles de sondage du marché.<sup>24</sup>

23 L'article 11 ne s'applique qu'aux discussions relatives aux transactions visées à l'article 2.1 du règlement relatif aux abus de marché, qui prévoient que le règlement relatif aux abus de marché s'applique aux instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé, un MTF ou un OTF ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation a été faite.

24 Voir «Norme professionnelle AMAFI relative aux sondages de marché et aux tests investisseur» en France.

**Question 21. Le placement privé d'obligations sur les marchés de croissance des PME devrait-il être exempté des règles de sondage lorsque des investisseurs sont impliqués dans les négociations de l'émission?**

- Pas du tout d'accord
- Plutôt pas d'accord
- Neutre
- Plutôt d'accord
- Entièrement d'accord
- Je ne sais pas / sans avis / sans objet

21.1 Veuillez expliquer et illustrer votre point de vue, notamment du point de vue des coûts (coûts ponctuels et récurrents) / du temps passé (en nombre d'heures) / du nombre de personnes nécessaires (en équivalent temps plein):

**B5. Divulgarion d'informations privilégiées pour les émetteurs d'obligations sur les marchés de croissance des PME**

Le règlement relatif aux abus de marché a étendu la portée du régime d'abus de marché aux MTF, y compris ceux dans lesquels des titres de créance sont négociés. Certains acteurs du marché soulignent que les obligations «plain vanilla»<sup>25</sup> sont moins exposées aux risques d'abus de marché en raison de la nature de l'instrument. Alors que les prix des instruments financiers actions peuvent être influencés par la publication d'informations privilégiées (négatives ou positives) sur l'entreprise, les variables clés qui influent sur le prix des obligations «plain vanilla» seraient le risque de marché, le risque de liquidité et le risque de crédit. Les détenteurs d'obligations ne seraient pas en mesure d'agir sur ces variables alors que le seul facteur qui pourrait être influencé par l'émetteur est la probabilité de défaut. En conséquence, certaines parties prenantes ont fait valoir que la divulgation de l'ensemble des informations privilégiées (positives ou négatives) des émetteurs de dette ne serait contraignante et ne se justifie pas.

25 Une obligation «plain vanilla» est une obligation sans caractéristiques inhabituelles;c'est l'une des formes les plus simples d'obligations à coupon à taux fixe et une échéance définie et est généralement délivrée et rachetée à la valeur nominale.Elle est également connue comme une obligation ordinaire ou «bullet bond».

**Question 22.Veuillez indiquer si vous êtes ou n'êtes pas d'accord avec les affirmations ci-après:**

**Les émetteurs des marchés de croissance des PME qui émettent seulement des obligations «plain vanilla» devraient:**

Veuillez évaluer chaque proposition de 1 à 5, 1 pour «pas du tout d'accord», et 5 pour «tout à fait d'accord».

	1 (pas du tout d'accord)	2	3	4	5 (complètement d'accord)	Ne sais pas / sans opinion / non pertinent
disposer du même niveau d'information que les émetteurs d'actions sur les marchés de croissance des PME	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
ne divulguer que des informations susceptibles de compromettre leur capacité de rembourser leur dette	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

22.1 Veuillez expliquer votre point de vue et fournir à l'appui des arguments ou des éléments probants, en particulier du point de vue des économies et de la réduction des coûts, ou des frais supplémentaires, que toute modification des règles actuellement applicables peut entraîner:

Voir les estimations de coûts sur les moyens techniques de divulgation pour la divulgation publique des informations privilégiées et des retards ([Europe Economics, Data gathering and Cost Analysis on Daft Technical standards relating to MAR, p.51](#)).

**B6.Rapports semestriels pour les émetteurs du marché de croissance des PME**

Le niveau 2 de la MiFID II (règlement (UE) 2017/565, article 78, paragraphe 2, point g.) prévoit que les émetteurs des marchés de croissance des PME publient des rapports financiers annuels dans les six mois suivant la fin de chaque exercice, et des rapports financiers semestriels dans les quatre mois suivant la fin du premier semestre de chaque exercice. La MiFID II ne prescrit pas la forme que doit prendre cette information financière. Les rapports financiers fournis semestriellement sont généralement bien accueillis par les investisseurs et contribuent à susciter de l'intérêt pour l'entreprise. Dans la pratique, la grande majorité des marchés dédiés aux PME demandent déjà la publication de rapports annuels et semestriels. Toutefois, certains acteurs du marché ont indiqué que la publication de ces informations semestrielles représentait une obligation coûteuse et longue pour les PME.

### **Question 23. L'obligation des émetteurs du marché de croissance des PME de publier le rapport semestriel devrait-elle être:**

Vous pouvez sélectionner plusieurs réponses.

- Obligatoire pour les émetteurs d'actions sur les marchés de croissance des PME
- Obligatoire pour les émetteurs de dette sur les marchés de croissance des PME
- Laissée à la discrétion de la plateforme de négociation (par le biais des règles d'inscription) pour les émetteurs d'actions sur les marchés de croissance des PME
- Laissée à la discrétion de la plateforme de négociation (par le biais des règles d'inscription) pour les émetteurs de dette sur les marchés de croissance des PME
- Supprimée pour tous les émetteurs d'actions sur le marché de croissance des PME
- Supprimée pour tous les émetteurs de dette sur le marché de croissance des PME
- Autres (veuillez préciser ci-dessous)
- Je ne sais pas / sans avis / sans objet

Veuillez préciser quelle autre possibilité vous pourriez imaginer concernant l'obligation des émetteurs du marché de croissance des PME de publier le rapport semestriel:

23.1 Veuillez expliquer et illustrer votre point de vue, notamment du point de vue des coûts / du temps passé (en nombre d'heures) / du nombre de personnes nécessaires (en équivalent temps plein):

## **C. Encourager les écosystèmes locaux pour les marchés de croissance des PME et renforcer la liquidité**

Les marchés publics pour les PME doivent être soutenus par un écosystème sain (réseau de courtiers, analystes financiers, agences de notation de crédit, investisseurs spécialisés dans les PME) pouvant amener les petites entreprises à lancer une inscription sur le marché et les soutenir après l'introduction en bourse. Le déclin des écosystèmes locaux pouvant répondre aux besoins spécifiques des PME entrave le fonctionnement et l'approfondissement des marchés publics et réduit la propension des PME à chercher à entrer en bourse. L'une des raisons de ce déclin des écosystèmes est souvent attribuée au faible niveau de liquidité sur les marchés dédiés aux PME qui peut dissuader les investisseurs institutionnels d'investir dans des actions de PME et affaiblir le modèle commercial des courtiers. En conséquence, la présente sous-section met l'accent sur les moyens de favoriser la liquidité sur les marchés de croissance des PME.

### **C1. Régime «pas de cotation» des marchés de croissance des PME (art. 49 - MiFID II)**

La MiFID II (article 49 de la MiFID II en combinaison avec l'article 18, paragraphe 5) exige que les plateformes de négociation (y compris les marchés de croissance des PME) adoptent des pas de cotation minimaux (c.-à-d. l'augmentation minimale selon laquelle un titre peut être échangé) concernant les actions et certains instruments assimilables à des actions, afin d'assurer le bon fonctionnement des marchés et d'atténuer le risque d'un pas de cotation toujours décroissant. Le niveau 2 de la directive MiFID II définit le régime de pas minimum de cotation qui s'applique à ces instruments en fonction de leur liquidité et de leur niveau de prix.

Tandis que des pas de cotation plus faibles contribueraient à la réduction des coûts de transaction, la taille des pas de cotation influe également sur l'écart entre les vendeurs et les acheteurs de titres et peut donc inciter les intermédiaires (courtiers) à négocier ces instruments et à tirer des revenus de leur activité. Aux États-Unis, la faible taille des pas de cotation est considérée comme une raison potentielle de l'érosion de l'écosystème pour l'inscription des PME, puisqu'elles auraient prétendument affaibli les modèles d'affaires des courtiers de moyenne capitalisation. C'est pourquoi un [un nouveau projet pilote de pas de cotation plus grands pour les petites capitalisations a été introduit aux États-Unis](#). Sur la base des résultats préliminaires de ce programme pilote, le Trésor américain a récemment recommandé que la Securities Exchange Commission évalue les émetteurs, en consultation avec leur bourse d'inscription, afin de déterminer la taille de la transaction pour leurs actions sur toutes les bourses.<sup>26</sup>

Dans l'UE, les marchés de croissance des PME peuvent décider d'établir des tailles de pas de cotation plus grandes que celles spécifiées par la MiFID II. Cependant, dans la pratique, il peut être difficile pour les marchés de croissance des PME de s'écarter des exigences minimales de l'UE et d'établir des normes de taille de pas de cotation plus élevées.<sup>27</sup>

<sup>26</sup> [US Treasury, A Financial System That Creates Economic Opportunities, octobre 2017](#)

<sup>27</sup> Si une plateforme de négociation adopte des pas de cotation plus élevés que ceux prévus par la législation de l'UE, cette décision ne s'applique qu'à la plateforme de négociation concernée et n'empêche pas d'autres plateformes de cotation d'adopter des pas de cotation plus petits (dans la limite

des tailles de pas minimaux de cotation prévues par la directive MiFID II). En outre, il peut être difficile pour les marchés de croissance des PME de justifier vis-à-vis de leurs clients un pas de cotation supérieur aux exigences minimales de l'UE.

**Question 24. Parmi les options suivantes, laquelle reflète mieux votre opinion sur l'impact que le régime de pas de cotation minimal prévu par la directive MiFID II pourrait avoir sur la liquidité et sur les écarts des actions négociées sur les marchés de croissance des PME:**

	Aucun impact	Légère augmentation	Augmentation sensible	Légère baisse	Diminution importante	Je ne sais pas / sans avis / sans objet
Impact du régime de pas de cotation minimal sur la liquidité des actions négociées sur les marchés de croissance des PME	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Impact du régime de pas de cotation minimal sur la liquidité des actions négociées sur	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

les marchés de croissance des PME						
---	--	--	--	--	--	--



24.1 Veuillez expliquer votre point de vue et fournir des éléments probants:

**Question 25. Veuillez indiquer si vous êtes ou n’êtes pas d’accord avec les affirmations ci-après:**

Veuillez évaluer chaque proposition de 1 à 5, 1 pour «pas du tout d’accord», et 5 pour «tout à fait d’accord».

	1 (pas du tout d'accord)	2	3	4	5 (complètement d'accord)	Ne sais pas / sans opinion / non pertinent
Les acteurs du marché devraient avoir la faculté de ne pas appliquer le régime de pas de cotation minimal de l'UE sur leurs marchés de croissance des PME	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Les acteurs du marché devraient disposer d'une autre forme de flexibilité en ce qui concerne le régime de pas de cotation minimal de l'UE sur leurs marchés de croissance des PME	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**C2.Création d'un contrat de fourniture de liquidité pour tous les émetteurs du marché de croissance des PME dans l'UE (règlement relatif aux abus de marché - Pratiques de marché admises - article 11)**

Le règlement relatif aux abus de marché interdit les manipulations de marché. Certaines pratiques ne sont pas qualifiées d'abus de marché lorsque la transaction, l'ordre ou le comportement a été effectué pour des raisons légitimes et conformément à une pratique de marché admise, formellement établie par un régulateur national.

Pour qu'une pratique de marché admise soit établie, un régulateur national doit en informer l'AEMF. L'AEMF émet ensuite un avis évaluant si la pratique de marché admise menacerait la confiance du marché dans le marché financier de l'UE. À l'heure actuelle, seuls cinq États membres ont tenté de faire reconnaître un contrat de provision de liquidité en tant que PMA dans le cadre du règlement relatif aux abus de marché. Cela signifie que les contrats de fourniture de liquidité peuvent toujours être qualifiés de pratiques de manipulation par certaines autorités compétentes d'autres États membres. En conséquence,

dans 23 États membres, certains émetteurs des marchés de croissance des PME sont privés de la possibilité d'établir un contrat de fourniture de liquidité avec une entreprise d'investissement. Cependant, ce mécanisme pourrait améliorer la liquidité des actions des PME et attirer l'intérêt de nouveaux investisseurs pour les actions des PME, tout en créant davantage d'opportunités d'affaires pour les courtiers des entreprises de capitalisation moyenne.

**Question 26. Sur la base de l'avis de l'AEMF («Points de convergence en ce qui concerne les pratiques de marché admises par le règlement relatif aux abus de marché sur les contrats de fourniture de liquidité», mai 2017), serait-il utile de créer un cadre européen pour les contrats de fourniture de liquidité qui serait mis à disposition de tous les émetteurs du marché de croissance des PME dans l'ensemble de l'UE?**

- Oui
- Non
- Je ne sais pas / sans avis / sans objet
- Autre

26.1 Veuillez expliquer votre point de vue et fournir des arguments ou des éléments probants. Si vous avez répondu par l'affirmative, veuillez décrire les conditions d'un tel cadre communautaire pour les contrats de fourniture de liquidité:

### **C3. Exigences en matière de flottant sur les marchés de croissance des PME**

Quand une PME entre en bourse, un faible niveau de flottant est probable (c'est-à-dire le pourcentage de parts qui peuvent être échangées librement)<sup>28</sup>. Un flottant limité peut contribuer au faible niveau de liquidité, car il peut limiter les opportunités de négociation au jour le jour. Pour atténuer ce risque, les règles de cotation de plusieurs marchés dédiés aux PME imposent aux entreprises de respecter les exigences de flottant (exprimées en pourcentage des actions ou en capital fixe, par exemple) et/ou un seuil de capitalisation minimum avant d'admettre les actions des PME à la négociation. D'autres marchés dédiés aux PME n'imposent pas de telles exigences étant donné que cela peut rendre l'inscription peu attrayante pour les propriétaires des entreprises. À l'heure actuelle, la directive MiFID II n'exige pas que les marchés de croissance des PME imposent un critère de flottant minimal (et/ou de capitalisation minimale).

<sup>28</sup> Cette situation peut s'expliquer par différents facteurs: i) la moindre capitalisation des PME limite le nombre total d'actions disponibles à la négociation, ii) une taille plus petite signifie également que les avoirs des investisseurs institutionnels tendent à être importants par rapport au nombre total d'actions émises et que la stratégie «buy and hold» généralement suivie par ces investisseurs réduit davantage

le flottant disponible, iii) le pourcentage d'actions détenues par le public peut également être limité par l'importance de la participation conservée par les fondateurs de la société.

**Question 27.Laquelle des options suivantes reflète le mieux votre opinion sur l'application d'une règle sur le flottant minimal:**

- Une règle sur le flottant minimal devrait être introduite dans la législation de l'UE avec des critères et des seuils déterminés à l'échelle de l'UE
- Une règle sur le flottant minimal devrait être introduite par la législation de l'UE avec des critères et des seuils laissés à la discrétion de l'opérateur de marché de croissance des PME (à travers ses règles de cotation)
- Aucune règle sur le flottant ne devrait être introduite dans la législation de l'UE
- Autres (veuillez préciser ci-dessous)
- Je ne sais pas / sans avis / sans objet

Veuillez préciser quelle(s) autre solution(s) reflètent le mieux votre avis concernant l'application d'une règle relative au flottant minimal:

27.1 Veuillez expliquer votre point de vue, notamment sur les avantages et les inconvénients de la mise en place, à l'échelle de l'UE, d'exigences minimales en matière de flottant. Précisez les critères et les seuils si vous estimez que cette règle de flottant minimal devrait être introduite et déterminée au niveau de l'UE:

**C4.La participation des investisseurs institutionnels dans les actions et les obligations de PME**

Il convient d'examiner ce qui pourrait être fait pour augmenter et diversifier la base d'investisseurs en actions de PME. La Commission a récemment adopté des initiatives réglementaires visant à améliorer la capacité des investisseurs institutionnels d'investir dans des actions de PME. Par exemple, le règlement révisé EuVECA<sup>29</sup> - récemment approuvé par les colégislateurs - permettra aux fonds EuVECA d'investir dans des PME cotées sur un marché de croissance des PME. Les fonds européens d'investissement à long terme (ELTIF) récemment créés doivent investir au moins 70% de leur argent dans certains types d'actifs parmi lesquels figurent les PME cotées sur des marchés réglementés ou des MTF et dont la capitalisation boursière est inférieure à 500 millions d'euros. Enfin, en ce qui concerne les investissements

réalisés par les compagnies d'assurance, une récente modification du règlement délégué Solvabilité II<sup>30</sup> (entré en vigueur en mars 2016) accorde le même traitement aux actions négociées sur des MTF (y compris les futurs marchés de croissance des PME) qu'aux actions négociées sur des marchés réglementés. Cependant, certains obstacles à l'investissement dans les PME peuvent encore exister.

29 [Règlement \(UE\) 2017/1991 du Parlement européen et du Conseil du 25 octobre 2017 modifiant le règlement \(UE\) n° 345/2013 relatif aux fonds européens de capital-risque et le règlement \(UE\) n° 346/2013 relatif aux fonds européens pour l'entrepreneuriat social](#)

30 [Règlement délégué \(UE\) 2016/467 de la Commission du 30 septembre 2015 modifiant le règlement délégué \(UE\) 2015/35 de la Commission concernant le calcul des exigences de fonds propres réglementaires pour plusieurs catégories d'actifs détenus par des entreprises d'assurance et de réassurance](#)

**Question 28. Veuillez décrire les obstacles réglementaires aux investissements institutionnels dans des actions ou des obligations de PME cotées sur les marchés de croissance des PME ou dans les MTF:**

### **C5. Évaluations de crédit et notations des émetteurs d'obligations de PME**

Les évaluations de crédit et les notations peuvent faciliter l'accès des PME aux marchés des obligations. Elles contiennent des informations précieuses pour les participants aux marchés des obligations d'entreprises et influencent profondément les décisions d'investissement. Elles aident les investisseurs à évaluer le risque de crédit et donc le prix dans la probabilité de défaut. Par conséquent, de nombreux investisseurs institutionnels ont des limites de concentration dans leurs portefeuilles basées sur les évaluations et les notations de crédit et exigent que les obligations soient notées, de préférence par une agence de notation de crédit (ANC), conformément au règlement sur les agences de notation de crédit.

Toutefois, de nombreuses PME cherchant à émettre des obligations ne sont pas notées par les agences de notation. Les coûts que les PME doivent supporter pour obtenir une notation d'une ANC peuvent être disproportionnés par rapport à la taille moyenne de l'émission. Par le passé, les banques d'investissement opérant dans certains États membres émettaient des «notations non sollicitées des PME». Cette pratique a augmenté la transparence et la visibilité des PME vis-à-vis de certains investisseurs institutionnels, mais n'était pas compatible avec le règlement sur les agences de notation de crédit, car ces banques d'investissement n'étaient pas enregistrées en tant qu'ANC. La Commission souhaite recueillir des avis sur la question de savoir si certains acteurs du marché devraient être autorisés à publier des «notations de

crédit non sollicitées» sur les émetteurs du marché de croissance des PME, à condition que ces notations ne soient pas utilisées par les investisseurs institutionnels (tels que les compagnies d'assurance et les établissements de crédit) à des fins de réglementation.

**Question 29. Quelles mesures pourraient être prises pour faciliter les émissions d'obligations des PME sur les marchés de croissance des PME sans encourir des coûts élevés pour évaluer la solvabilité des émetteurs?**

**Question 30. Quels seraient les risques associés à une approche plus souple des «notations de crédit non sollicitées» par les acteurs du marché autres que les agences de notation et que pourrait-on faire pour les atténuer?**

### Questions générales:

**Question 31. Veuillez indiquer les domaines et les dispositions dans lesquels une action politique serait la plus nécessaire et qui ont le plus d'impact pour encourager les PME à coter des actions et des obligations sur les marchés de croissance des PME:**

Veuillez évaluer chaque proposition de 1 à 5, 1 pour «aucun effet positif» et 5 pour «effet positif très important».

	1 (aucun effet positif)	2	3	4	5 (effet positif très important)	Ne sais pas / sans opinion / non pertinent
Critères pour définir un marché de croissance des PME	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Seuil de capitalisation boursière définissant un émetteur de dette de PME	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Exigences relatives au conseiller principal	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Règles de radiation sur les marchés de croissance des PME	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Transfert de cotations d'un marché réglementé à un marché de croissance des PME	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Transfert de cotations d'un marché de croissance des PME à un marché réglementé	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Transactions effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Listes d'initiés	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Justification du retard dans la communication d'informations privilégiées	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sondages de marché	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Divulgaration d'informations privilégiées pour les émetteurs d'obligations	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Rapports semestriels pour les émetteurs du marché de croissance des PME	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Régime de pas de cotation pour les marchés de croissance des PME	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Contrats de fourniture de liquidités	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Exigences en matière de flottant	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
La participation des investisseurs institutionnels dans les actions et les obligations de PME	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Évaluations de crédit et notations des émetteurs d'obligations de PME	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**Question 32. Nous vous invitons à faire part de vos éventuelles remarques sur le présent document de consultation si vous estimez que certains domaines n'ont pas été examinés ci-dessus. Veuillez fournir des exemples et des éléments probants:**

### 3. Informations supplémentaires

---

Si vous souhaitez fournir des informations complémentaires (par ex., un document de synthèse, un rapport) ou soulever des points particuliers non abordés dans le questionnaire, veuillez télécharger vos documents ici: