

Bruxelles, le 30 mai 2018  
(OR. en)

---

---

**Dossier interinstitutionnel:  
2018/0165 (COD)**

---

---

9402/18  
ADD 2

EF 149  
ECOFIN 500  
CODEC 869

#### **NOTE DE TRANSMISSION**

---

Origine:	Pour le secrétaire général de la Commission européenne, Monsieur Jordi AYET PUIGARNAU, directeur
Date de réception:	25 mai 2018
Destinataire:	Monsieur Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, secrétaire général du Conseil de l'Union européenne
N° doc. Cion:	SWD(2018) 244 final
Objet:	DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION RÉSUMÉ DE L'ANALYSE D'IMPACT accompagnant le document: Proposition de RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant le règlement (UE) n° 596/2014 et le règlement (UE) 2017/1129 en ce qui concerne la promotion du recours aux marchés de croissance des PME

---

Les délégations trouveront ci-joint le document SWD(2018) 244 final.

---

p.j.: SWD(2018) 244 final



Bruxelles, le 24.5.2018  
SWD(2018) 244 final

**DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION**

**RÉSUMÉ DE L'ANALYSE D'IMPACT**

*accompagnant le document:*

**Proposition de RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL**

**modifiant le règlement (UE) n° 596/2014 et le règlement (UE) 2017/1129 en ce qui  
concerne la promotion du recours aux marchés de croissance des PME**

{COM(2018) 331 final} - {SEC(2018) 247 final} - {SWD(2018) 243 final}

## Résumé de l'analyse d'impact

Analyse d'impact concernant la proposition de la Commission en vue de stimuler et de promouvoir l'utilisation des marchés de croissance des PME

### A. Nécessité d'une action

#### Pourquoi? Quel est le problème abordé?

L'initiative occupe une place centrale dans le programme de travail pour l'union des marchés des capitaux (UMC) et vise à faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises (PME) aux marchés des capitaux. Plus précisément, elle vise à alléger les charges administratives excessives qui pèsent sur les PME lors de la cotation ou de l'émission d'actions et d'obligations, et à améliorer le niveau de liquidité sur les marchés de croissance des PME (une nouvelle catégorie de systèmes multilatéraux de négociation, créée par la directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers – MiFID II).

Le cadre réglementaire de l'Union ne prévoit actuellement que quelques allègements pour les émetteurs des marchés de croissance des PME et leur impose des coûts disproportionnés. C'est notamment le cas des approches «passe-partout» adoptées au titre du règlement (UE) n° 596/2014 sur les abus de marché (règlement MAR). Ces coûts réduisent l'attrait relatif des émissions publiques de titres de participation ou de créance. En outre, les actions des PME pâtissent d'une liquidité insuffisante. Les risques en matière de liquidité et de volatilité pour les investisseurs s'en trouvent augmentés, ce qui fait baisser la valorisation des actions. Par ailleurs, la définition actuelle des PME émettrices de titres de créance (aux fins des marchés de croissance des PME) et l'obligation de produire des rapports semestriels créent des obstacles non négligeables pour les opérateurs et empêchent ces PME de profiter des allègements déjà en place, ainsi que de ceux qui sont envisagés par cette initiative.

#### Quels objectifs cette initiative devrait-elle atteindre?

L'initiative devrait permettre de réduire les coûts administratifs pour les PME cotées en bourse et d'augmenter le niveau de liquidité sur les marchés de croissance des PME. Conjointement avec d'autres mesures réglementaires et non réglementaires prises dans le cadre du programme de travail pour l'UMC, l'initiative renforcera l'attrait relatif des marchés boursiers et améliorera l'accès des PME au financement. Cela rendra les PME moins dépendantes des financements bancaires, renforçant ainsi leur résilience face aux chocs économiques, dans l'intérêt de l'ensemble de l'économie.

#### Quelle est la valeur ajoutée d'une action à l'échelle de l'Union?

Étant donné qu'il n'existe pratiquement aucune marge de manœuvre permettant aux États membres d'adapter la directive MiFID II, le règlement sur les abus de marché ou le règlement (UE) 2017/1129 (règlement Prospectus) aux conditions locales, une action législative au niveau de l'Union européenne est absolument nécessaire afin de réduire les charges administratives découlant de ces actes qui pèsent sur les émetteurs des marchés de croissance des PME. En ce qui concerne les obstacles réglementaires à la fourniture de liquidité, la raison d'être de l'intervention de l'Union est différente. Les États membres peuvent adopter une pratique de marché admise en matière de contrats de liquidité, mais quatre d'entre eux seulement l'ont fait. Il s'ensuit que, dans beaucoup d'États membres, les PME émettrices potentielles n'ont pas le droit de conclure des contrats de liquidité. Cette situation crée une fragmentation du marché unique et une distorsion de la concurrence entre les émetteurs qui ont le droit de conclure un contrat de liquidité (et donc d'assurer la liquidité de leurs titres, de réduire le coût de leur capital, etc.) et ceux qui n'ont pas cette possibilité. Une limitation des échanges due à un flottant limité peut donner aux investisseurs une perception négative de la liquidité des titres cotés sur les marchés de croissance des PME et nuire à la crédibilité et à l'attrait de ces plates-formes de négociation nouvellement créées. Il est nécessaire d'intervenir au niveau de l'Union pour résoudre efficacement ces problèmes réglementaires dus à des règles de l'Union et permettre un renforcement de la liquidité sur ces marchés.

### B. Solutions

#### Quelles sont les options législatives et non législatives envisagées? Y a-t-il une option privilégiée? Pourquoi?

Dans tous les cas, l'option de base a été de ne pas proposer de modifications des règles applicables aux marchés de croissance des PME et aux émetteurs présents sur ces marchés. Si des options non législatives peuvent contribuer à renforcer l'environnement du marché et servir les objectifs de l'initiative, elles n'ont pas été jugées efficaces pour résoudre les problèmes concernés.

Les options privilégiées ont été retenues sur la base de leur efficacité et de leur efficacité s'agissant, respectivement, i) de réduire les coûts de mise en conformité supportés par les émetteurs opérant sur les marchés de croissance des PME et ii) d'accroître la liquidité sur les marchés de croissance des PME, mais en même temps iii) de préserver un niveau de protection élevé des investisseurs et l'intégrité du marché. Les ajustements réglementaires privilégiés en ce qui concerne la liquidité ont été choisis sur la base de leur capacité d'améliorer effectivement la liquidité, tout en laissant une marge de manœuvre suffisante pour les adapter aux marchés locaux. Cela devrait contribuer à améliorer leur efficacité. L'analyse a montré que la meilleure approche consisterait à mettre en œuvre un régime «opt-in» européen pour les contrats de liquidité et à charger les marchés de croissance des PME d'appliquer des exigences minimales en matière de flottant, sans autre précision.

Les mesures privilégiées pour la réduction des coûts de mise en conformité ont été sélectionnées en fonction de leur capacité de réduire les coûts tout en préservant un degré élevé d'intégrité du marché. L'analyse des options a conduit à proposer des modifications techniques qui apportent des allègements limités concernant le champ d'application, les délais de publication d'informations et les obligations d'enregistrement découlant en particulier du règlement MAR. Il a également été décidé de permettre aux PME de recourir à un «prospectus de transfert» allégé pour passer d'un marché de croissance des PME à un marché réglementé («marché principal»).

### **Qui soutient quelle option?**

La consultation des parties intéressées et les autres consultations préalables ont mis en évidence un large soutien en faveur d'ajustements réglementaires visant à améliorer l'accès des PME aux marchés des capitaux. Les parties intéressées ont notamment noté que l'approche «passe-partout» adoptée en application du règlement MAR imposait des charges disproportionnées aux petits émetteurs. Les émetteurs, les places boursières et les intermédiaires ont en général appelé de leurs vœux des allègements ciblés visant à réduire les coûts administratifs, surtout en ce qui concerne les transactions effectuées par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes, les listes d'initiés et la publication d'informations privilégiées. Les États membres se sont aussi prononcés en faveur d'une telle action, en notant cependant qu'il faudrait éviter que les ajustements éventuels aient des effets néfastes sur l'intégrité du marché. Les parties prenantes ont exprimé un appui similaire à la mise en place d'un «prospectus de transfert» allégé.

En ce qui concerne l'adaptation des définitions, les parties prenantes ont été largement favorables à une modification de la définition des PME émettrices de titres de créance. Les réponses ont été moins concluantes en ce qui concerne la définition générale des marchés de croissance des PME. Si de nombreuses parties intéressées se sont montrées favorables à un relèvement du seuil de capitalisation boursière, d'autres ont indiqué qu'une telle action serait prématurée. Sur la base de ces réponses et d'une analyse approfondie, l'option retenue est le statu quo actuel en ce qui concerne la définition des marchés de croissance des PME (à l'exception de la définition des PME émettrices de titres de créance).

En ce qui concerne les mesures visant à améliorer la liquidité, les acteurs du marché ont largement reconnu les avantages des contrats de liquidité. Parmi ceux qui se sont exprimés à ce sujet, la plupart ont admis l'intérêt de la mise en place d'un cadre au niveau de l'UE, même si beaucoup ont insisté sur la nécessité de conserver une certaine souplesse pour permettre l'adaptation de ces contrats aux conditions locales. Quelques autorités nationales compétentes craignent que de telles pratiques ne donnent lieu à des manipulations de prix. D'autres ANC, par contre, n'y voient aucun motif de préoccupation, du moment que le cadre est calibré pour empêcher les manipulations, comme c'est le cas des pratiques de marché actuellement admises. En ce qui concerne les exigences minimales en matière de flottant, les avis exprimés se divisaient à parts égales entre ceux qui étaient favorables à une telle mesure et ceux qui s'y opposaient.

## **C. Incidences de l'option privilégiée**

### **Quels sont les avantages de l'option privilégiée (ou, à défaut, des options principales)?**

Les options privilégiées concernant le règlement MAR permettent de trouver un équilibre entre la réduction des coûts administratifs liés à la cotation des PME et le maintien d'un niveau élevé d'intégrité du marché. Dans le même temps, elles évitent toute augmentation sensible des coûts pour les budgets nationaux et celui de l'Union. Les mesures relatives à la liquidité donneront aux émetteurs la possibilité d'améliorer la liquidité de leurs actions en concluant des contrats de liquidité. Elles laissent cependant aux autorités nationales compétentes une marge de manœuvre suffisante pour adapter les pratiques de marché aux conditions locales. L'exigence relative au flottant laisse aux opérateurs de marchés les mêmes possibilités de calibrage. Le «prospectus de transfert» envisagé permettra aux émetteurs qui souhaitent se tourner vers les marchés principaux de réaliser d'importantes économies, tout en garantissant aux investisseurs une information suffisante.

### **Quels sont les coûts de l'option privilégiée (ou, à défaut, des options principales)?**

Les modifications réglementaires proposées n'entraînent pas de coûts substantiels. Elles n'auront que des implications minimales en termes de coûts pour les autorités nationales compétentes (voir ci-dessous).

**Quelle sera l'incidence sur les entreprises, les PME et les micro-entreprises?**

Les PME qui souhaitent être cotées sur des marchés de croissance des PME bénéficieront de coûts de mise en conformité réduits et d'une liquidité accrue. En les aidant à diversifier leurs sources de financement en dehors des prêts bancaires et à renforcer de manière générale leur capacité à lever des fonds, cela facilitera leur développement et leur permettra d'investir davantage dans la R&D.

**Y aura-t-il une incidence notable sur les budgets nationaux et les administrations nationales?**

Il n'y aura aucune incidence notable sur les budgets nationaux. Les ajustements réglementaires proposés entraîneront des coûts ponctuels minimes pour les autorités nationales compétentes, du fait des modifications qu'elles devront apporter à leurs procédures internes. Les coûts récurrents devraient rester inchangés voire diminuer légèrement. Les allègements prévus dans le cadre du règlement MAR permettront de réduire la charge de travail des autorités nationales compétentes en ce qui concerne les listes d'initiés, les reports de publication d'informations privilégiées et les sondages de marché. Dans le même temps, ces autorités pourront juger nécessaire de renforcer d'autres mesures de surveillance (par exemple, le suivi de l'exécution de contrats de liquidité).

**Y aura-t-il d'autres incidences notables?**

Aucune autre incidence notable n'est attendue.

**D. Suivi**

**Quand la législation sera-t-elle réexaminée?**

Dans le cadre de leur projet général d'amélioration de l'accès des PME aux marchés boursiers, prévu lors de l'examen à mi-parcours du plan d'action pour l'UMC, les services de la Commission suivront l'évolution des marchés de croissance des PME et de l'accès des PME aux financements des marchés des capitaux et réexamineront l'efficacité des mesures prises, conformément à l'approche «mieux légiférer».