



Conseil de  
l'Union européenne

Bruxelles, le 30 mai 2018  
(OR. en)

9402/18

---

---

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

---

---

**EF 149  
ECOFIN 500  
CODEC 869**

## **PROPOSITION**

|                    |                                                                                                                                                                                                                           |
|--------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Origine:           | Pour le secrétaire général de la Commission européenne,<br>Monsieur Jordi AYET PUIGARNAU, directeur                                                                                                                       |
| Date de réception: | 25 mai 2018                                                                                                                                                                                                               |
| Destinataire:      | Monsieur Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, secrétaire général du Conseil<br>de l'Union européenne                                                                                                                                 |
| N° doc. Cion:      | COM(2018) 331 final                                                                                                                                                                                                       |
| Objet:             | Proposition de RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET<br>DU CONSEIL modifiant le règlement (UE) n° 596/2014 et le<br>règlement (UE) 2017/1129 en ce qui concerne la promotion du recours aux<br>marchés de croissance des PME |

Les délégations trouveront ci-joint le document COM(2018) 331 final.

p.j.: COM(2018) 331 final

Bruxelles, le 24.5.2018  
COM(2018) 331 final

2018/0165 (COD)

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**

(Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)

{SEC(2018) 247 final} - {SWD(2018) 243 final} - {SWD(2018) 244 final}

## EXPOSÉ DES MOTIFS

### 1. CONTEXTE DE LA PROPOSITION

#### • Justification et objectifs de la proposition

L'élargissement de l'accès des entreprises européennes aux sources de financement existant sur le marché, à chaque étape de leur développement, est une priorité centrale de l'union des marchés des capitaux (UMC). Depuis le lancement du plan d'action pour l'union des marchés des capitaux, l'UE a considérablement progressé pour ce qui est de développer les sources de financement vers lesquelles peuvent se tourner les entreprises au fur et à mesure de leur croissance et de rendre les marchés financiers plus largement accessibles dans toute l'Union. De nouvelles règles sont déjà en place pour stimuler l'investissement des fonds de capital-risque européens (EuVECA) dans les jeunes pousses (start-ups) et les entreprises de taille moyenne. La Commission européenne, en partenariat avec le Fonds européen d'investissement (FEI), a aussi lancé un programme de fonds de fonds paneuropéens de capital-risque (VentureEU) pour stimuler dans toute l'Europe l'investissement dans les start-up et les scale-up (entreprises en expansion) innovantes. De nouvelles règles concernant les prospectus ont déjà été adoptées pour permettre aux entreprises de se financer plus facilement par l'emprunt ou les capitaux propres sur les marchés publics. Pour les petites entreprises et les entreprises de moyenne capitalisation qui souhaitent lever des fonds dans toute l'UE, un «prospectus de croissance de l'Union» verra le jour. En outre, pour améliorer l'accès au financement des jeunes pousses et des entrepreneurs, la Commission a proposé la création d'un label européen pour les plates-formes de financement participatif par investissement ou prêt («services européens de financement participatif pour les entreprises»).

Mais il reste encore à mettre en place un cadre réglementaire qui facilite davantage l'accès des petites moyennes entreprises (PME) à l'épargne publique. Cela devrait notamment passer par la promotion du label «marché de croissance des PME» créé par la deuxième directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II)<sup>1</sup> et par un juste équilibre entre, d'une part, la protection des investisseurs et l'intégrité des marchés et, d'autre part, la nécessité d'éviter toute charge administrative inutile.

Lors de l'examen à mi-parcours du plan d'action concernant l'union des marchés des capitaux<sup>2</sup> de juin 2017, la Commission a renforcé l'accent mis sur l'accès des PME aux marchés boursiers. Dans ce contexte, la Commission s'est engagée *«à déterminer, au moyen d'une analyse d'impact, si des modifications ciblées de la législation pertinente de l'UE peuvent créer un environnement réglementaire plus proportionné qui facilite l'entrée en bourse des PME»*.

Les petites et moyennes entreprises (PME) nouvellement cotées constituent un moteur essentiel de l'investissement et de la création d'emplois. Les taux annuels de croissance et d'augmentation des effectifs de ces entreprises dépassent souvent ceux des sociétés à capitaux privés. Les entreprises cotées en bourse dépendent moins des financements bancaires et bénéficient d'une base d'investissement plus diversifiée, d'un accès plus aisé au financement par l'emprunt et l'apport de capitaux propres (dans le cadre d'offres secondaires), et d'autres atouts encore en termes de visibilité publique et de reconnaissance de la marque.

---

<sup>1</sup> Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE

<sup>2</sup> Communication de la Commission sur l'examen à mi-parcours du plan d'action concernant l'union des marchés des capitaux ({SWD(2017) 224 final} et {SWD(2017) 225 final} – 8 juin 2017)

Toutefois, malgré ces avantages, les marchés boursiers de l'UE destinés aux PME peinent à attirer de nouveaux émetteurs. Sous l'effet de la crise financière, le nombre d'introductions en bourse sur ces marchés a brutalement chuté dans l'Union européenne et n'a pas connu de remontée notable depuis. En conséquence, l'Europe n'atteint plus que la moitié des introductions de PME en bourse qu'elle enregistrait avant la crise (478 introductions en bourse par an en moyenne en 2006-2007, contre 218 entre 2009 et 2017, sur les systèmes multilatéraux de négociation (MTF) de l'UE destinés aux PME). Entre 2006 et 2007, les capitaux levés au moyen des introductions en bourse sur les MTF spécialisés dans les PME atteignaient en moyenne 13,8 milliards d'EUR par an. Ce montant a chuté à 2,55 milliards d'EUR en moyenne, de 2009 à 2017.

Il existe de nombreux facteurs qui influencent la décision des PME d'être cotées en bourse et celle des investisseurs d'investir dans des instruments financiers émis par des PME. L'analyse d'impact<sup>3</sup> montre que les bourses de PME sont confrontées à deux types de difficultés d'ordre réglementaire: i) du côté de l'offre, les émetteurs doivent supporter des coûts de mise en conformité élevés pour être cotés sur les marchés boursiers; ii) du côté de la demande, le manque de liquidité de ces marchés peut peser sur les émetteurs (en raison des coûts plus élevés du capital), sur les investisseurs (que cette faible liquidité et les risques de volatilité qu'elle entraîne peuvent d'emblée décourager d'investir dans des PME) et sur les intermédiaires (dont le modèle économique repose sur les flux d'ordres de clients sur des marchés liquides).

#### *Champ d'application de l'initiative: Marchés de croissance des PME*

Cette initiative est strictement limitée aux marchés de croissance des PME<sup>4</sup> et aux entreprises cotées sur ces plates-formes de négociation. Les marchés de croissance des PME constituent une nouvelle catégorie de plates-formes de négociation multilatérale (MTF) créée en janvier 2018 par la directive révisée concernant les marchés d'instruments financiers.

Quant à la question de savoir s'il convenait de faire bénéficier d'assouplissements réglementaires équivalents les PME émettrices admises à la négociation sur des marchés réglementés, il a été décidé de limiter les bénéficiaires aux émetteurs admis à la négociation sur des marchés de croissance des PME. Les exigences imposées aux émetteurs présents sur les marchés réglementés devraient s'appliquer de la même façon quelle que soit la taille de l'entreprise. Des exigences différentes pour les PME et les grandes capitalisations risquent de semer la confusion chez les parties prenantes (notamment les investisseurs).

#### *Cadre réglementaire actuel*

Les sociétés cotées sur un marché de croissance des PME sont tenues de se conformer à certaines règles de l'Union, en particulier le règlement sur les abus de marché<sup>5</sup> (règlement MAR) et le règlement sur les prospectus<sup>6</sup>.

---

<sup>3</sup> Analyse d'impact {SWD(2018)243} et {SWD(2018)244}

<sup>4</sup> Pour qu'une plate-forme puisse être considérée comme un marché de croissance des PME, il faut que 50 % au moins des émetteurs dont les instruments financiers y sont négociés soient des PME, lesquelles sont définies par la directive MiFID II comme des sociétés dont la capitalisation boursière moyenne a été inférieure à 200 millions d'EUR sur la base des cotations de fin d'exercice au cours des trois dernières années civiles.

<sup>5</sup> Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement sur les abus de marché)

<sup>6</sup> 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

Depuis son entrée en application, le 1<sup>er</sup> juillet 2016, le **règlement sur les abus de marché** a été étendu aux MTF, y compris aux marchés de croissance des PME. Ce règlement vise à renforcer l'intégrité des marchés et à accroître la confiance des investisseurs. Il interdit: i) d'effectuer ou de tenter d'effectuer des opérations d'initiés; ii) de recommander à une autre personne d'effectuer des opérations d'initiés ou de l'inciter à le faire; iii) de divulguer illicitement des informations privilégiées<sup>7</sup>; ou iv) d'effectuer ou de tenter d'effectuer des manipulations de marché. Les émetteurs doivent aussi se conformer à plusieurs obligations de communication d'informations et d'enregistrement en vertu du règlement. En particulier, les émetteurs sont soumis à l'obligation générale de rendre publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui les concernent. En renforçant l'intégrité du marché et en étendant aux MTF le régime applicable aux abus de marché, le règlement sur les abus de marché a joué un rôle crucial dans le rétablissement de la confiance des investisseurs dans les marchés financiers.

Toutefois, cet acte législatif est un règlement «passe-partout». La quasi-totalité de ses exigences s'appliquent de la même manière à tous les émetteurs, indépendamment de leur taille ou des plates-formes sur lesquelles leurs instruments financiers sont admis à la négociation. Le règlement ne prévoit que deux adaptations limitées pour les émetteurs cotés sur les marchés de croissance des PME. La première autorise les plates-formes de négociation exploitant un marché de croissance des PME à publier des informations privilégiées sur leur site internet (au lieu du site internet de l'émetteur). La seconde permet aux émetteurs cotés sur les marchés de croissance des PME de ne produire de listes d'initiés qu'à la demande d'une autorité nationale compétente (ANC). Cependant, l'effet de cet assouplissement est limité, puisque les entreprises restent tenues de recueillir et de conserver toutes les informations nécessaires pour pouvoir produire des listes d'initiés sur demande.

Un prospectus est un document juridiquement requis présentant des informations sur une entreprise dont les valeurs mobilières sont offertes au public ou admises à la négociation sur un marché réglementé. Dans le cadre du plan d'action concernant l'UMC, l'Union européenne a déjà facilité et rendu moins onéreux l'accès des petites entreprises aux marchés boursiers, notamment en créant un «prospectus de croissance de l'Union» allégé dans la version révisée du règlement sur les prospectus. Un émetteur peut demander à être admis à la négociation sur un marché réglementé après avoir offert ses actions sur un marché de croissance des PME pendant quelques années. Il peut décider de le faire afin de bénéficier d'un marché plus liquide et d'un vivier d'investisseurs plus important. Toutefois, s'il souhaite transférer ses actions d'un marché de croissance des PME à un marché réglementé, il doit tout de même produire un prospectus complet, car il n'existe pas de mécanisme de prospectus allégé pour les entreprises dans cette situation.

Le développement des marchés de croissance des PME pâtit du nombre restreint d'allègements actuellement envisagés dans la législation de l'Union pour les émetteurs cotés sur ce nouveau type de plates-formes de négociation. L'objectif général de la présente initiative est donc d'apporter des ajustements techniques au cadre réglementaire de l'Union afin: i) de réduire les charges administratives et les coûts de mise en conformité auxquels sont confrontées les PME dont les instruments financiers sont admis à la négociation sur un marché de croissance des PME, tout en garantissant un niveau de protection élevé des investisseurs et l'intégrité du marché; et ii) d'accroître la liquidité des instruments de capitaux propres cotés sur des marchés de croissance des PME.

---

<sup>7</sup> Le cas se présente si une personne physique ou morale divulgue des informations privilégiées dans une situation autre que le cadre normal de son travail, de sa profession ou de ses fonctions.

Les modifications réglementaires ciblées prévues dans la présente proposition ne suffiront pas, à elles seules, à redynamiser totalement l'accès des PME aux marchés boursiers. Néanmoins, elles aplanissent des obstacles réglementaires désignés par diverses parties prenantes comme autant d'entraves à la levée de capitaux par les PME sur les marchés boursiers, sans se départir des normes les plus exigeantes en matière de protection des investisseurs et d'intégrité du marché. Chaque modification proposée devrait donc être comprise comme un premier pas dans la bonne direction, et non comme une solution en soi. Par ailleurs, la présente proposition de règlement ne constitue pas une refonte du règlement sur les abus de marché (en application depuis moins de deux ans) ou du règlement sur les prospectus (qui a récemment été approuvé par les colégislateurs et entrera en application en juillet 2019). Cette proposition (ainsi que les modifications envisagées dans le règlement (UE) 2017/565) ne comporte que des modifications techniques destinées à rendre plus proportionné le cadre juridique de l'UE applicable aux PME cotées en bourse. Elle garantira l'utilisation dans toute l'UE, par les divers MTF qui s'adressent aux PME, du label «marché de croissance des PME» créé par la directive MiFID II en janvier 2018.

- **Cohérence avec les dispositions existantes dans le domaine d'action**

La présente initiative est cohérente avec le cadre réglementaire existant. La directive MiFID II prévoit que l'objectif des marchés de croissance des PME doit être de *«faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises (PME) aux capitaux»* et qu'*«[i]l convient de prêter particulièrement attention à la manière dont il y aura lieu de légiférer à l'avenir pour promouvoir et favoriser encore davantage le recours à ce marché, de façon à le rendre attractif pour les investisseurs, et d'alléger les contraintes administratives et d'inciter davantage les PME à accéder aux marchés de capitaux au travers des marchés de croissance des PME»*<sup>8</sup>. Les considérants 6 et 55 du règlement sur les abus de marché plaident expressément en faveur d'allègements des coûts administratifs pour les petits émetteurs cotés sur les marchés de croissance des PME.

Plusieurs actes de l'Union comportent déjà des dispositions spécifiques pour ce nouveau type de plates-formes de négociation, comme le récent règlement sur les prospectus<sup>9</sup> et le règlement sur les dépositaires centraux de titres<sup>10</sup>. Les objectifs de ces dispositions sont de réduire les charges administratives pesant sur les émetteurs des marchés de croissance des PME et d'améliorer la liquidité des instruments financiers négociés sur ces marchés.

Les coûts d'établissement d'un prospectus peuvent être exagérément élevés pour les PME. C'est pourquoi le règlement sur les prospectus a introduit un «prospectus de croissance de l'Union» allégé. Il est notamment mis à la disposition des PME présentes sur des marchés de croissance des PME et d'autres entreprises dont les valeurs mobilières sont négociées sur un marché de croissance des PME, à condition que leur capitalisation boursière soit inférieure à 500 millions d'EUR<sup>11</sup>. De plus, les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché de croissance des PME sans interruption depuis au moins 18 mois pourront bénéficier d'un régime d'information simplifié pour les émissions secondaires<sup>12</sup>.

---

<sup>8</sup> MiFID II, considérant 132

<sup>9</sup> 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

<sup>10</sup> Règlement (UE) n° 909/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres

<sup>11</sup> Article 15 du règlement sur les prospectus

<sup>12</sup> Article 14 du règlement sur les prospectus

Le règlement sur les dépositaires centraux de titres impose une procédure de rachat obligatoire pour tout instrument financier qui n'a pas été livré dans un délai déterminé à compter de la date de règlement convenue (soit deux jours après la négociation – règle «T + 2»). Il prévoit en même temps des dispositions adaptées aux spécificités des marchés de croissance des PME. La procédure de rachat d'office est déclenchée après une durée de 15 jours au maximum pour les transactions exécutées sur les marchés de croissance des PME, contre un maximum de quatre jours pour les titres liquides et de sept jours pour les autres titres illiquides. Ces règles spécifiques pour les instruments financiers négociés sur les marchés de croissance des PME ont été introduites afin de *«tenir compte de la liquidité de ces marchés, et de permettre, notamment, l'activité des teneurs de marché sur ces marchés moins liquides»*<sup>13</sup>.

La présente proposition de règlement est donc compatible avec les réglementations actuelles de l'Union qui viennent d'être citées, puisqu'elle vise à alléger la charge qui pèse sur les marchés de croissance des PME et à favoriser la liquidité des instruments de capitaux propres admis à la négociation sur ces plates-formes.

Elle est aussi cohérente avec certaines modifications envisagées pour le règlement délégué (UE) 2017/565 aux fins de la directive 2014/65/UE (MiFID II). Ces modifications, qui étaient également couvertes par la même analyse d'impact, visent à: i) modifier la définition d'une PME émettrice de titres autres que de capital sur un marché de croissance des PME; ii) rendre facultative l'obligation de produire un rapport semestriel pour les émetteurs de titres autres que de capital sur les marchés de croissance des PME; iii) imposer une exigence concernant le flottant aux émetteurs demandant à être admis à la négociation sur un marché de croissance des PME. Ces mesures: i) accroîtront le nombre d'émetteurs n'émettant que des titres de créance qui peuvent être considérés comme des PME, ce qui devrait permettre à davantage de MTF d'être enregistrés en tant que marchés de croissance des PME et aux émetteurs présents sur ces marchés de bénéficier d'exigences réglementaires allégées; ii) permettront aux opérateurs économiques de mieux adapter leurs règles de cotation aux conditions locales; et iii) garantiront que les actions cotées sur les marchés de croissance des PME ne sont pas trop illiquides au stade de leur admission.

#### • **Cohérence avec les autres politiques de l'Union**

La présente proposition législative vise à compléter les objectifs de l'union des marchés des capitaux afin de réduire une trop forte dépendance à l'égard du financement bancaire et de diversifier les sources de financement fondées sur le marché pour les entreprises européennes. Depuis la publication du plan d'action pour l'union des marchés des capitaux en 2015, la Commission a mis en œuvre un train complet de mesures législatives et non législatives visant à soutenir le capital-risque en Europe. Ces mesures comprenaient la création d'un fonds de fonds de capital-risque financé par le budget de l'Union et la révision des règlements relatifs aux fonds de capital-risque européens (EuVECA) et aux fonds d'entrepreneuriat social européens (EuSEF)<sup>14</sup>. Cette révision élargissait notamment les possibilités d'investissement des fonds EuVECA pour les étendre aux PME cotées sur des marchés de croissance des PME.

En mars 2018, dans le cadre de son plan d'action pour les technologies financières<sup>15</sup>, la Commission européenne a présenté une proposition de règlement relatif aux prestataires

---

<sup>13</sup> Considérant 18 du règlement sur les dépositaires centraux de titres

<sup>14</sup> Règlement (UE) 2017/1991, du 25 octobre 2017, modifiant le règlement (UE) n° 345/2013 relatif aux fonds de capital-risque européens et le règlement (UE) n° 346/2013 relatif aux fonds d'entrepreneuriat social européens

<sup>15</sup> Plan d'action pour les technologies financières: Pour un secteur financier européen plus compétitif et plus innovant – COM(2018) 109 final

européens de services de financement participatif<sup>16</sup>. Une fois approuvé au niveau de l'Union, ce nouveau règlement permettra aux plates-formes de demander un passeport européen sur la base d'un ensemble unique de règles. Il leur sera ainsi plus facile de proposer leurs services dans l'ensemble de l'Union. Si le marché européen du financement participatif est insuffisamment développé par rapport à d'autres grandes économies mondiales, ces nouvelles règles devraient améliorer l'accès des investisseurs et des entreprises en quête de capitaux, notamment les jeunes pousses, à cette forme innovante de financement et favoriser une croissance plus rapide du marché de l'Union.

Dans le cadre de l'union des marchés des capitaux, la Commission encourage également les marchés de placements privés, qui permettent aux entreprises de lever des capitaux en émettant des instruments de créance à l'intention d'investisseurs institutionnels ou d'autres investisseurs avertis. Une récente étude (réalisée pour le compte de la Commission) sur les obstacles au développement des marchés de placements privés, intitulée «*Identifying market and regulatory obstacles to the development of private placement of debt in the EU*»<sup>17</sup>, a montré que le système de sondage de marché prévu par le règlement sur les abus de marché pouvait entraver le développement de cette source de financement dans l'ensemble de l'Union. Cet obstacle réglementaire dissuade les investisseurs institutionnels et les émetteurs d'engager des négociations pour ce type de transactions.

En facilitant la cotation sur les marchés de croissance des PME, la présente initiative aidera les entreprises européennes à lever des capitaux plus aisément. Elle contribuera à la mise en place d'une chaîne de financement offrant aux entreprises des canaux de financement diversifiés à chaque étape de leur développement. Des marchés boursiers dynamiques constituent une condition essentielle du succès des mesures susmentionnées dans le cadre de l'union des marchés des capitaux. Le développement de tels marchés pour les sociétés à petite ou moyenne capitalisation peut stimuler l'investissement en fonds propres et en capital-risque, grâce à des conditions de désengagement plus souples. Sans cette possibilité de sortie de leurs investissements, les fonds de capital-risque et de capital-investissement seront moins disposés à bloquer leurs capitaux pendant la période de croissance d'une entreprise. Les marchés boursiers destinés aux PME peuvent aussi stimuler le financement participatif sous forme de prise de participation. À l'instar des investisseurs en capital-risque, les investisseurs qui s'engagent dans un financement participatif en prenant des participations souhaitent aussi pouvoir se désengager et ont donc besoin de marchés d'actions liquides et performants qui peuvent constituer une porte de sortie pour les entreprises en croissance qu'ils financent à un stade plus précoce. La présente initiative vise également à éliminer les obstacles réglementaires résultant de l'application du système de sondage de marché prévu par le règlement sur les abus de marché au placement privé, auprès d'investisseurs institutionnels, d'obligations de PME cotées.

## **2. BASE JURIDIQUE, SUBSIDIARITÉ ET PROPORTIONNALITÉ**

### **• Base juridique**

La base juridique du règlement sur les abus de marché et du règlement sur les prospectus est l'article 114 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) autorisant les institutions européennes à arrêter les mesures appropriées qui ont pour objet l'établissement et

---

<sup>16</sup> Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif aux prestataires européens de services de financement participatif pour les entreprises – COM(2018) 113

<sup>17</sup> BCG et Linklaters, *Identifying market and regulatory obstacles to the development of private placement of debt in the EU*, 2017



le fonctionnement du marché unique. Ces règlements ne peuvent être modifiés que par le législateur de l'Union, en l'occurrence sur la base de l'article 114 du traité.

En application de l'article 4 du TFUE, les actions menées par l'Union en vue de la réalisation du marché intérieur doivent être appréciées au regard du principe de subsidiarité énoncé à l'article 5, paragraphe 3, du traité sur l'Union européenne. Conformément au principe de subsidiarité, une action ne devrait être entreprise au niveau de l'Union que si les objectifs de l'action envisagée ne peuvent pas être atteints de manière suffisante par les seuls États membres, rendant ainsi nécessaire une intervention au niveau de l'Union.

- **Subsidiarité (en cas de compétence non exclusive)**

En application de l'article 4 du TFUE, les actions menées par l'Union en vue de la réalisation du marché intérieur doivent être appréciées au regard du principe de subsidiarité énoncé à l'article 5, paragraphe 3, du traité sur l'Union européenne. Conformément au principe de subsidiarité, une action ne devrait être entreprise au niveau de l'Union que si les objectifs de l'action envisagée ne peuvent pas être atteints de manière suffisante par les seuls États membres, rendant ainsi nécessaire une intervention au niveau de l'Union.

Il faut donc déterminer si les questions en jeu ont des aspects transnationaux et si les objectifs des actions proposées ne peuvent être réalisés de manière suffisante par les États membres dans le cadre de leur régime constitutionnel national (*«critère de nécessité»*). À cet égard, il convient de noter que, par rapport aux marchés réglementés, les MTF ciblant les PME (et les éventuels marchés de croissance des PME) sont par nature des marchés plus locaux. Parallèlement, ces plates-formes de négociation ont une dimension transfrontière évidente, à la fois parce que les investisseurs peuvent investir sur des plates-formes de négociation hors de leur État membre d'origine et parce que les actions ou les obligations des émetteurs sont souvent cotées sur une plate-forme de négociation située dans un autre État membre.

Le premier objectif de cette initiative consiste à éliminer les charges administratives excessives afin de permettre aux PME d'émettre plus facilement des actions et des obligations sur les marchés boursiers et, partant, de diversifier leurs sources de capitaux partout dans l'Union (tout en préservant un degré élevé d'intégrité du marché et de protection des investisseurs). Le second objectif est d'accroître la liquidité des actions émises sur des marchés de croissance des PME. La réalisation de ces objectifs aura pour conséquence d'augmenter les flux transfrontières de capitaux et, en définitive, de stimuler la croissance économique et la création d'emplois dans tous les États membres de l'Union.

Les exigences administratives imposées aux PME résultent de l'application du règlement sur les abus de marché et du règlement sur les prospectus. Ces règlements européens ont une force juridique contraignante directe dans tous les États membres. Ils ne laissent pratiquement aucune marge de manœuvre aux États membres pour adapter les règles aux conditions locales ou à la taille des émetteurs ou des entreprises d'investissement. Les problèmes découlant de ces dispositions ne peuvent donc être traités efficacement que par des modifications législatives au niveau européen<sup>18</sup>. Les alternatives possibles, à savoir l'adoption de mesures non législatives au niveau de l'Union (par exemple, des lignes directrices émanant de l'Autorité européenne des marchés financiers) ou une action au niveau des États membres, ne

---

<sup>18</sup> Arrêt C-58/08 Vodafone: «Lorsqu'un acte fondé sur l'article 95 CE a déjà éliminé tout obstacle aux échanges dans le domaine qu'il harmonise, le législateur communautaire ne saurait être privé de la possibilité d'adapter cet acte à toute modification des circonstances ou à toute évolution des connaissances eu égard à la tâche qui lui incombe de veiller à la protection des intérêts généraux reconnus par le traité»

permettraient pas d'atteindre de manière efficace l'objectif fixé, puisqu'elles ne pourraient pas modifier les dispositions des règlements.

La liquidité des instruments financiers dont disposent les PME (en particulier les actions) est aussi entravée par des lacunes réglementaires découlant du règlement sur les abus de marché. Ce règlement impose notamment aux États membres d'établir une pratique de marché admise afin de permettre aux émetteurs relevant de leur juridiction de conclure un contrat de liquidité avec un courtier. Seuls quatre États membres ont déjà mis en place une pratique de marché admise, ce qui signifie que cette possibilité n'est pas accessible aux émetteurs dans 24 États membres. 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 ceux qui n'ont pas cette possibilité. Des échanges limités peuvent donner aux investisseurs une perception négative de la liquidité des actions cotées 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 de manière appropriée les problèmes réglementaires constatés et permettre un renforcement de la liquidité sur ces marchés.

Il faut examiner si les objectifs poursuivis pourraient être atteints plus efficacement par une action menée au niveau européen («critère de la valeur ajoutée européenne»). Par son échelle, une action de l'Union permettrait de réduire la charge administrative pesant sur les PME émettrices, tout en garantissant des conditions de concurrence équitables entre les émetteurs. Cela permettrait d'éviter des distorsions de concurrence entre marchés de croissance des PME, tout en garantissant un niveau élevé de protection des investisseurs et en préservant l'intégrité du marché.

En ce qui concerne les obstacles réglementaires qui entravent l'apport de liquidité, une action au niveau national entraînerait une fragmentation juridique et des distorsions de concurrence entre les marchés de croissance des PME des différents États membres. Une action au niveau de l'Union est mieux à même de garantir l'homogénéité et la sécurité juridique. Cela contribuera efficacement à la réalisation des objectifs de la directive révisée concernant les marchés d'instruments financiers (notamment la création de marchés de croissance des PME) et stimulera davantage les investissements transfrontières et la concurrence entre places boursières, tout en préservant le bon fonctionnement des marchés.

- **Proportionnalité**

Les mesures proposées en vue d'alléger la charge administrative pesant sur les PME cotées respectent le principe de proportionnalité. Elles sont appropriées pour atteindre les objectifs poursuivis et ne vont pas au-delà de ce qui est nécessaire. Lorsque le règlement sur les abus de marché prévoit la possibilité pour les États membres d'alléger la charge qui pèse sur les émetteurs (par exemple, en vertu de l'article 19, paragraphe 9, les autorités nationales compétentes peuvent décider de relever le seuil au-delà duquel les transactions effectuées par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes doivent être divulguées au public, pour le porter de 5 000 EUR à 20 000 EUR), la Commission a décidé de ne pas légiférer afin de laisser aux États membres une certaine latitude pour adapter cette exigence aux conditions locales. Lorsqu'il n'y a aucune marge de manœuvre permettant d'adapter le règlement sur les abus de marché aux conditions locales, une action législative au niveau de l'Union est absolument nécessaire afin de réduire la charge administrative qui pèse sur les émetteurs des marchés de croissance des PME.

La mesure visant à améliorer la liquidité (la création d'un 29<sup>e</sup> régime pour les contrats de liquidité passés par les émetteurs des marchés de croissance des PME – voir ci-après

l'explication détaillée des dispositions spécifiques de la proposition) permet de trouver un équilibre entre l'adoption de normes paneuropéennes applicables aux contrats de liquidité et le fait de laisser une marge de manœuvre aux États membres pour leur permettre d'établir une pratique de marché admise concernant ces contrats (par exemple, la possibilité d'étendre la portée des contrats de liquidité à des titres illiquides autres que les actions négociées sur des marchés de croissance des PME ou d'adapter les exigences de ces contrats aux spécificités locales).

- **Choix de l'instrument**

Les modifications législatives proposées visent en particulier à réduire la charge administrative et les coûts de mise en conformité supportés par les émetteurs des marchés de croissance des PME du fait de l'application du règlement sur les abus de marché et du règlement sur les prospectus. La présente initiative vise également à favoriser la liquidité en permettant à tout émetteur présent sur un marché de croissance des PME dans l'Union de conclure un contrat de liquidité.

À cet effet, les mesures législatives proposées modifieront les dispositions actuelles du règlement sur les abus de marché et du règlement sur les prospectus. Étant donné qu'un grand nombre des modifications nécessaires n'apporteraient que des changements mineurs aux textes juridiques existants, elles peuvent être regroupées dans un règlement omnibus. La base juridique du règlement sur les prospectus et du règlement sur les abus de marché est l'article 114, paragraphe 1, du TFUE. Tout règlement modificatif aura donc la même base juridique.

### **3. RÉSULTATS DES ÉVALUATIONS EX POST, DES CONSULTATIONS DES PARTIES INTÉRESSÉES ET DES ANALYSES D'IMPACT**

- **Consultation des parties intéressées**

- (a) Consultation publique sur la création d'un environnement réglementaire proportionné pour faciliter l'entrée en bourse des PME.

Le 18 décembre 2017, les services de la Commission ont lancé une consultation publique sur la cotation en bourse des PME. Celle-ci portait sur trois aspects principaux: 1) comment compléter le concept de marché de croissance des PME créé par la directive MiFID II; 2) comment alléger la charge pesant sur les entreprises cotées sur des marchés de croissance des PME; et 3) comment favoriser les écosystèmes entourant les bourses locales, en vue notamment d'améliorer la liquidité des actions cotées sur ces plates-formes de négociation. La Commission a reçu 71 réponses, envoyées par les parties intéressées de 18 États membres<sup>19</sup>.

À la question de savoir pourquoi les PME cotées sur les marchés boursiers européens sont peu nombreuses, beaucoup de parties prenantes ont répondu que les charges administratives imposées aux PME par les règles relatives aux abus de marché, à la transparence et à la communication d'informations constituaient un obstacle. Le règlement sur les abus de marché

---

<sup>19</sup> 6 autorités publiques (2 ministères des finances, 4 ANC); 18 bourses; 35 associations sectorielles (6 représentant les courtiers, 14 les gestionnaires de placement/banques d'investissement, 4 les assureurs, 3 le secteur de la comptabilité/l'audit, 2 les agences de notation, 4 les émetteurs, 1 les caisses de retraite), 2 ONG, 2 cabinets de conseil/juridiques, 2 banques, 1 établissement universitaire; le groupe des parties intéressées au secteur financier de l'AEMF et le groupe des utilisateurs de services financiers. Ces parties intéressées proviennent de 18 États membres: AT, BE, CZ, DE, DK, EE, EL, ES, FI, FR, HR, IE, IT, LV, NL, PL, SE, UK

a été décrit comme difficile à interpréter, ce qui nuit à la mise en conformité des PME avec la législation européenne.

La plupart des parties prenantes ont aussi indiqué que le régime applicable aux transactions effectuées par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes était très lourd et coûteux, plaidant en faveur d'une extension du délai de notification des transactions, d'un relèvement du seuil au-delà duquel les transactions doivent être notifiées et du transfert à leur autorité nationale compétente de la responsabilité en matière de divulgation publique des opérations concernées. Concernant l'approche adoptée à l'égard des listes d'initiés, les réponses ont estimé, dans leur grande majorité, que cette exigence était onéreuse et fastidieuse, mais néanmoins nécessaire. Dans l'ensemble, elles privilégiaient l'obligation pour les émetteurs de ne transmettre de listes d'initiés que sur demande de l'autorité nationale compétente, ou de ne tenir qu'une liste d'«initiés permanents». Seule une petite minorité a plaidé pour que les émetteurs de marchés de croissance des PME soient totalement exemptés de l'obligation de tenir des listes d'initiés. Parmi les rares participants qui ont exprimé un avis sur la justification du report de la communication d'informations privilégiées, une majorité s'est prononcée pour que les émetteurs ne soient tenus de présenter cette justification que sur demande de l'autorité nationale compétente et qu'ils soient dispensés de la tenue d'un relevé des informations différées. Toujours en ne tenant compte que des avis exprimés, une nette majorité des parties prenantes étaient favorables à l'idée d'exempter le placement privé d'obligations sur des marchés de croissance des PME des règles relatives aux sondages de marché, lorsque des investisseurs participent à la négociation de l'émission.

Parmi ceux qui ont exprimé une opinion, la grande majorité estime que des allègements devraient être accordés à toutes les entreprises cotées sur des marchés de croissance des PME, faisant valoir notamment que le principe «Un marché, un corpus uniforme de règles» est nécessaire pour que la situation soit claire aux yeux des investisseurs, des émetteurs et des intermédiaires financiers et pour susciter leur intérêt. Cela étant, quelques plates-formes de négociation et représentants d'émetteurs ont plaidé pour des allègements réglementaires soient accordés à toutes les PME, qu'elles soient ou non cotées sur une plate-forme de négociation multilatérale ou un marché réglementé.

La majorité des parties prenantes s'est prononcée contre l'établissement de règles sur un transfert obligatoire des émetteurs des marchés de croissance des PME vers les marchés réglementés, estimant que ce choix devait toujours être laissé à la discrétion de l'émetteur. Néanmoins, quelques réponses ont fait valoir que les transferts de cotations devaient être facilités par des incitations réglementaires appropriées, visant à réduire les charges et les coûts administratifs de la cotation sur un marché réglementé. Plusieurs parties prenantes ont proposé que ces incitations prennent la forme d'une dispense de prospectus, ou d'un prospectus allégé, lorsqu'un émetteur passe d'un marché de croissance des PME à un marché réglementé. Quant aux mesures visant à améliorer la liquidité du marché, les participants ont généralement 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.

(b) Examen à mi-parcours de l'UMC

Le 20 janvier 2017, les services de la Commission ont lancé une consultation publique sur l'examen à mi-parcours de l'union des marchés des capitaux. De nombreux participants ont appelé de leurs vœux une révision proportionnée des diverses obligations imposées aux émetteurs non financiers, en particulier les PME. Ces obligations étaient jugées trop lourdes et dissuasives pour les émetteurs qui envisagent une cotation en bourse.

En ce qui concerne le cadre juridique qui s'applique aux sociétés cotées, certains aspects du règlement sur les abus de marché ont été critiqués. Par exemple, les règles relatives aux transactions effectuées par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et aux listes d'initiés ont été jugées trop contraignantes pour les sociétés cotées sur des plates-formes de négociation multilatérales. La définition des informations privilégiées a été considérée comme trop complexe et susceptible d'entraîner un risque de divulgation prématurée d'informations par les émetteurs cotés. Certaines réponses ont souligné la portée trop large des dispositions du règlement sur les abus de marché relatives aux sondages de marché et le fait que de nombreux acteurs du marché seraient réticents à l'idée de se soumettre à un sondage de marché en raison du risque juridique auquel ils pourraient être exposés. D'autres participants ont estimé que l'extension du règlement sur les abus de marché aux sociétés cotées sur des plates-formes de négociation multilatérale rendrait l'accès aux marchés boursiers plus onéreux, à cause des coûts directs liés au suivi et à la diffusion des informations privilégiées.

(c) Appel à contributions: cadre réglementaire de l'Union applicable aux services financiers

Le 30 septembre 2015, les services de la Commission ont lancé un appel à contributions visant à améliorer la qualité du cadre réglementaire en vigueur dans le domaine des services financiers, y compris ceux qui seraient directement concernés par l'UMC. Les réponses reçues étaient globalement favorables aux réformes de la réglementation des marchés des capitaux. Elles exprimaient cependant des préoccupations quant aux effets de la législation relative aux abus de marché, aux prospectus et aux marchés de valeurs mobilières sur les possibilités de financement des PME par le marché.

En ce qui concerne les dispositions relatives aux abus de marché et aux marchés de croissance des PME, certains participants ont fait valoir que le régime de lutte contre les abus de marché imposait une lourde charge aux émetteurs des marchés de croissance des PME, au risque d'entraîner en fin de compte une baisse de l'activité et donc une diminution du financement des PME. Des préoccupations ont notamment été formulées à propos de l'extension aux entreprises cotées sur les MTF des obligations auxquelles doivent satisfaire les émetteurs en application de ce régime, comme la production de listes d'initiés et la notification des transactions effectuées par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes.

• **Obtention et utilisation d'expertise**

Le 14 novembre 2017, les services de la Commission ont organisé un atelier technique auquel ont participé environ 25 représentants des marchés boursiers de 27 États membres. L'objectif de l'atelier était d'examiner des dispositions techniques et d'éventuels assouplissements du cadre réglementaire en matière d'accès des PME aux marchés boursiers, en prévision de la consultation publique de 2017 sur la création d'un environnement réglementaire proportionné pour faciliter l'entrée en bourse des PME.

Tout en reconnaissant l'importance du règlement sur les abus de marché pour la confiance des investisseurs, la plupart des participants ont souligné que celui-ci avait créé des obligations coûteuses pour les PME émettrices et imposé des exigences très contraignantes. Selon eux, cette charge tiendrait notamment à la nature des informations privilégiées et au niveau de détail requis dans la divulgation de ces informations. La difficulté de cerner précisément ce

qui doit être considéré comme des informations privilégiées a été jugée problématique par certains participants. Quelques-autres ont critiqué le fait que les sanctions applicables au titre du règlement sur les abus de marché n'étaient pas proportionnées aux entreprises cotées sur les systèmes multilatéraux de négociation, dont la capitalisation boursière est souvent inférieure à 10 millions d'EUR. En ce qui concerne les listes d'initiés, un petit nombre de participants a souligné l'inutilité de l'exemption introduite pour les marchés de croissance des PME, dès lors que les émetteurs restent tenus de présenter des listes a posteriori et de mettre des procédures en place pour ce faire. De nombreuses parties prenantes se sont plaintes des délais stricts impartis aux personnes exerçant des responsabilités dirigeantes pour notifier leurs transactions, estimant que le délai de trois jours devrait être étendu à cinq jours ou qu'il faudrait laisser deux jours de plus aux émetteurs pour publier ces informations. Certains ont également expliqué que les opérations effectuées par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes ne devraient être notifiées que lorsqu'elles représentent une valeur considérable, c'est-à-dire largement au-dessus du seuil actuel (5 000 EUR). Trois plateformes de négociation ont aussi considéré que les dispositions du règlement sur les abus de marché ne devaient pas s'appliquer de la même façon aux émetteurs d'actions et aux sociétés émettant uniquement des titres de créance. Enfin, un participant a ajouté que, dans la mesure où la plupart des obligations des PME font l'objet d'un placement privé, une exemption des règles relatives aux sondages de marché pour ce type de placements représenterait un allègement réel.

Il a été indiqué que les acteurs du marché aimeraient y voir plus clair en ce qui concerne les contrats de liquidité, compte tenu de l'importance de ces contrats pour les courtiers comme pour les entreprises. Quelques parties prenantes ont expliqué que, dans un souci de sécurité juridique, il faudrait éviter de supprimer les pratiques de marché admises en matière d'apport de liquidité.

Le 28 novembre 2017, les services de la Commission ont également organisé un atelier technique réunissant quelque 30 représentants des émetteurs, des investisseurs, des courtiers et d'autres intermédiaires financiers.

Dans leur grande majorité, les parties prenantes ont considéré que l'application du règlement sur les abus de marché imposait des coûts importants aux PME. Certains ont prôné son abandon pur et simple sur les marchés destinés aux PME, ou un retour au régime en vigueur avant ce règlement, car le nouveau régime conduit souvent des entreprises à essayer de retirer leurs actions de la cotation sur ces marchés. D'autres ont fait remarquer que l'exemption de l'obligation de tenir et mettre à jour une liste d'initiés, telle qu'elle est prévue par le règlement sur les abus de marché, était d'un intérêt limité, puisque l'autorité nationale compétente peut encore demander à une entreprise de fournir une énorme quantité d'informations, ce qui est difficilement gérable pour les petits émetteurs. Certains participants ont tout de même souligné que les opérations d'initiés représentaient un risque majeur qui pouvait nuire à la confiance des investisseurs, et qu'une solution équilibrée pouvait donc consister à conserver au moins la section permanente de la liste d'initiés. En ce qui concerne la notification des transactions effectuées par des personnes exerçant des responsabilités de direction, nombreux sont ceux qui considéraient qu'une extension du délai de trois jours ne mettrait pas en danger la protection des investisseurs. Quelques-uns ont fait valoir qu'un seuil de 20 000 EUR pour la divulgation de ces transactions serait plus proportionné, et qu'il était possible de le relever encore sans compromettre l'intégrité du marché. D'autres ont soutenu que les charges pesant sur les émetteurs pourraient être allégées en confiant à l'autorité nationale compétente le soin de rendre publiques les transactions effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes. Certains participants ont proposé que les transferts de cotations d'un marché de

croissance des PME vers un marché réglementé soient encouragés par une procédure moins lourde en matière de prospectus.

- **Analyse d'impact**

La présente proposition s'accompagne d'une analyse d'impact qui a été soumise le 19 mars 2018 au comité d'examen de la réglementation (CER) et approuvée par ce dernier – avec des réserves – le 22 avril 2018.

Le CER a demandé une modification du projet d'analyse d'impact pour clarifier les points suivants: i) la justification de l'initiative du point de vue de la subsidiarité; ii) la manière dont a été défini le champ d'application de l'initiative (mesures à inclure et regroupement de ces mesures en différentes options dans l'analyse d'impact); iii) les répercussions des options privilégiées sur la protection des investisseurs. Les observations formulées par le comité ont été prises en compte et intégrées dans la version finale de l'analyse d'impact.

L'analyse d'impact examine plusieurs options permettant d'atteindre le double objectif consistant à réduire la charge administrative des émetteurs des marchés de croissance des PME et à favoriser la liquidité des titres de participation cotés sur ces plates-formes de négociation, tout en maintenant un niveau élevé de protection des investisseurs et en préservant l'intégrité du marché.

La Commission a analysé les problèmes susceptibles de faire obstacle à l'offre d'instruments financiers sur les marchés de croissance des PME ainsi qu'à la demande de tels instruments (en particulier, le problème de la liquidité, qui risque de dissuader les investisseurs de placer des capitaux sur ces marchés). L'analyse d'impact décrit trois facteurs expliquant ces problèmes: 1) la charge réglementaire supportée par les PME cotées du fait de l'application du règlement sur les abus de marché; 2) la définition inadéquate des marchés de croissance des PME; et 3) l'absence de mécanismes propres à favoriser la négociation et la liquidité sur les marchés de croissance des PME.

Il convient de noter que certains de ces problèmes découlent de l'application des règles de niveau 2 de la directive MiFID II et seront traités par des modifications distinctes du règlement délégué 2017/565 de la Commission.

Le tableau ci-dessous récapitule les différents allègements prévus pour les émetteurs des marchés de croissance des PME (au titre du règlement sur les abus de marché et du règlement sur les prospectus), ainsi que les mesures destinées à favoriser la liquidité des actions de PME, ainsi que leurs incidences sur les parties prenantes.

| Options privilégiées                                                                                                                                                                                         | Incidence sur les marchés/secteurs en cause                                                                                                                                                                                                                                                     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Options privilégiées dans le cadre du règlement sur les abus de marché</b>                                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Adoption d'un nouveau délai pour la publication des transactions effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes (2 jours à compter de la date de leur notification par ces personnes) | Cela permettrait d'alléger la charge administrative des marchés de croissance des PME en leur laissant suffisamment de temps pour communiquer ces transactions au public. Un changement du point de départ du délai ne devrait avoir que peu ou pas de répercussions sur l'intégrité du marché. |
| Obligation de tenir une liste d'«initiés permanents»                                                                                                                                                         | Cela permettrait d'alléger la charge pesant sur les émetteurs en évitant les coûts liés à l'établissement                                                                                                                                                                                       |

|                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                                                                                                                                                                                                  | d'une liste d'initiés ad hoc pour chaque information privilégiée. L'incidence sur la capacité des autorités compétentes nationales de détecter les opérations d'initiés serait minime, puisque ces autorités s'appuient rarement sur des listes d'initiés dans la pratique.                                                                                                                                                                                                    |
| Justification uniquement sur demande de la publication différée d'informations privilégiées (sans obligation de tenir un relevé des informations différées)                                                                                      | Cela permettrait de réduire la charge administrative des émetteurs présents sur les marchés de croissance des PME, en les dispensant de l'obligation d'enregistrer une longue liste d'informations (relevé d'informations différées). L'incidence sur l'intégrité du marché serait minime, puisque les autorités nationales compétentes devraient toujours être informées en cas de retard et pourraient demander une justification (produite a posteriori par les émetteurs). |
| Exemption du régime de sondages de marché pour les placements privés d'obligations auprès d'investisseurs institutionnels lorsqu'une autre procédure de <i>wall-crossing</i> (communication restreinte d'informations privilégiées) est en place | Cela permettrait d'alléger la charge administrative pesant sur les émetteurs (et ceux qui agissent pour leur compte) et les investisseurs et faciliterait les placements privés. L'existence d'une autre procédure de <i>wall-crossing</i> garantirait que toutes les parties sont conscientes de leurs obligations en matière de communication d'informations privilégiées.                                                                                                   |
| Création d'un régime européen pour les contrats de liquidité conclus par les émetteurs d'actions sur les marchés de croissance des PME, avec possibilité pour les ANC d'établir des pratiques de marché admises                                  | En renforçant la liquidité et en réduisant la volatilité des actions des PME, cette mesure augmenterait l'attrait des marchés de croissance des PME pour les investisseurs, les intermédiaires et les places boursières.                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Options privilégiées dans le cadre du règlement sur les prospectus</b>                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Création d'un «prospectus de transfert» allégé pour les émetteurs des marchés de croissance des PME cotés depuis au moins trois ans qui demandent à être admis sur un marché réglementé                                                          | Cela aiderait les entreprises à passer des marchés de croissance des PME aux marchés réglementés, en les autorisant à produire un prospectus simplifié.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |

L'analyse d'impact relève également que, dans un souci de cohérence, de simplicité et de clarté pour les investisseurs comme pour les émetteurs, les allègements au titre du règlement sur les abus de marché devraient bénéficier à toutes les entreprises cotées sur les marchés de croissance des PME, et pas uniquement aux PME cotées sur ces plates-formes.

L'analyse d'impact conclut que le train de mesures proposé (dans le cadre de la présente proposition de règlement omnibus et dans les modifications ciblées qu'il est envisagé d'apporter aux mesures de niveau 2 de la directive MiFID II) contribuera à la réalisation de l'objectif général de l'union des marchés des capitaux qui consiste à faciliter l'accès des petites entreprises aux marchés des capitaux. Ce train de mesures aidera les entreprises cotées



sur les marchés de croissance des PME en réduisant leurs charges administratives et en favorisant la liquidité. Toutefois, l'analyse d'impact souligne aussi que les mesures réglementaires figurant dans la présente initiative n'auraient pas une grande incidence sur la situation des petites entreprises qui envisagent une cotation en bourse.

- **Réglementation affûtée et simplification**

La présente initiative vise, d'une part, à réduire les coûts de mise en conformité pour les émetteurs des marchés de croissance des PME. C'est le cas des modifications envisagées pour le règlement sur les abus de marché, qui déboucheraient sur une diminution des coûts allant, selon les estimations, de 4,03 à 9,32 millions d'EUR par an. Cela représenterait pour chaque émetteur une réduction de 15 à 17,5 % des coûts résultant de l'application du règlement sur les abus de marché. La création d'un «prospectus de transfert» permettant aux émetteurs de passer d'un marché de croissance des PME à un marché réglementé permettrait d'économiser entre 4,8 et 7,2 millions d'EUR par an. Un tel «prospectus de transfert» ferait baisser de 25 à 28,5 % les coûts supportés pour la préparation de ce document.

- **Droits fondamentaux**

Les futures mesures législatives doivent être conformes aux droits fondamentaux consacrés par la Charte des droits fondamentaux de l'Union. La proposition respecte les droits fondamentaux et observe les principes reconnus par la Charte, en particulier la liberté d'entreprise (article 16) et la protection des consommateurs (article 38). Étant donné que la présente initiative vise à alléger les charges administratives qui pèsent sur les petits émetteurs, elle contribuerait à renforcer le droit d'exercer librement une activité. Les modifications qu'il est envisagé d'apporter au règlement sur les abus de marché et au règlement sur les prospectus ne devraient pas avoir une quelconque incidence sur la protection des consommateurs, dans la mesure où ces modifications ciblées sont conçues de manière à maintenir un niveau élevé d'intégrité du marché et de protection des investisseurs.

#### **4. INCIDENCE BUDGÉTAIRE**

L'initiative ne devrait pas avoir d'incidence notable sur le budget de l'Union.

#### **5. AUTRES ÉLÉMENTS**

- **Plans de mise en œuvre et modalités de suivi, d'évaluation et d'information**

Un suivi de l'incidence du nouveau règlement sera assuré par la Commission. Les principaux paramètres utilisés pour mesurer la réalisation de ses objectifs (à savoir l'allègement de la charge administrative et l'augmentation de la liquidité) seront les suivants:

- (1) Incidences sur les émetteurs des marchés de croissance des PME et les opérateurs de marché
  - (a) Nombre de marchés de croissance des PME enregistrés
  - (b) Nombre de cotations et capitalisation boursière sur l'ensemble des marchés de croissance des PME
  - (c) Nombre et volume des introductions en bourse et des premières émissions obligataires de PME (IBO, pour *Initial Bond Offering*) sur des marchés de croissance des PME

- (d) Nombre et volume des introductions en bourse et des premières émissions obligataires de PME européennes dans les pays tiers
- (e) Ratios de financement externe des PME par les banques et par les marchés des capitaux
- (f) Nombre et volume des placements privés d'obligations cotées auprès d'investisseurs institutionnels
- (g) Nombre de «prospectus de transfert»
- (2) Effets sur la liquidité des marchés de croissance des PME
  - (a) Nombre de contrats de liquidité conclus par les émetteurs
  - (b) Volumes de transactions (étalonnés sur le nombre de cotations par plate-forme)
  - (c) Flottant moyen
  - (d) Écarts acheteur-vendeur moyens des cotations
  - (e) Liquidité moyenne à la fourchette cotée («at touch»)
  - (f) Profondeur moyenne du carnet d'ordres
  - (g) Temps moyen d'exécution des ordres
  - (h) Volatilité journalière moyenne.

Cette liste d'indicateurs n'est pas exhaustive et peut être allongée pour couvrir d'autres effets. D'autres indicateurs additionnels peuvent être utiles, par exemple, pour évaluer également l'efficacité d'autres mesures non réglementaires figurant dans le train de mesures en faveur de l'entrée en bourse des PME. Il convient également de noter qu'aucun objectif quantitatif concret n'a été fixé pour les indicateurs figurant dans la liste. Étant donné le nombre important de facteurs qui peuvent influencer fortement ces indicateurs mais qui ne sont pas abordés dans le cadre de la présente initiative, l'efficacité de cette dernière devrait plutôt être évaluée en fonction de l'évolution tendancielle des indicateurs.

L'aide des États membres, des autorités nationales compétentes, de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et des opérateurs du marché, ainsi que les données qu'ils pourront fournir, seront nécessaires pour la plupart des indicateurs. Ce sera particulièrement le cas des indicateurs de liquidité.

- **Explication détaillée des différentes dispositions de la proposition**

- (a) Modifications du règlement sur les abus de marché

*Exemption du régime du sondage de marché pour les placements privés d'obligations auprès d'investisseurs qualifiés*

Afin de favoriser le développement des marchés de placement privé d'obligations, la Commission propose de modifier le régime du sondage de marché à l'article 11 du règlement sur les abus de marché. Actuellement, un placement privé d'obligations auprès d'investisseurs qualifiés (c'est-à-dire une offre publique d'achat d'obligations qui s'adresse uniquement à des investisseurs qualifiés tels qu'ils sont définis par le règlement sur les prospectus) peut relever du régime du sondage de marché. La raison en est que ce genre d'émission peut influencer sur la qualité de crédit d'un émetteur dont des titres (actions ou obligations) sont déjà admis à la négociation sur une plate-forme de négociation et peut, par conséquent, constituer une information privilégiée.

La modification technique de l'article 11 du règlement sur les abus de marché visera à préciser que la communication d'informations à des investisseurs qualifiés potentiels avec lesquels sont négociés tous les termes d'une opération de placement privé d'obligations (y compris les clauses contractuelles) ne sera pas soumise au régime du sondage de marché. Cette exemption sera possible: i) si l'émetteur qui souhaite procéder au placement privé d'obligations a déjà fait admettre à la négociation sur un marché de croissance des PME des actions ou autres instruments financiers; et ii) si une autre procédure de *wall-crossing*<sup>20</sup> est en place, dans le cadre de laquelle tout investisseur qualifié potentiel reconnaît les obligations réglementaires découlant de l'accès à des informations privilégiées. Cette autre procédure de *wall-crossing* pourra prendre la forme d'un accord de non-divulgaration.

#### *Contrat de liquidité pour les émetteurs des marchés de croissance des PME*

En application des modifications de l'article 13 du règlement sur les abus de marché, les émetteurs des marchés de croissance des PME auront la possibilité de conclure un «contrat de liquidité» avec un intermédiaire financier qui sera chargé d'accroître la liquidité de leurs actions. Cela sera autorisé même si l'autorité nationale compétente dont relève le marché de croissance des PME concerné n'a pas établi de pratique de marché admise concernant les contrats de liquidité, conformément à l'article 13 du règlement sur les abus de marché.

Cette possibilité sera subordonnée à trois conditions: i) le contrat de liquidité doit remplir les conditions énoncées par l'article 13, paragraphe 2, et par les normes techniques d'exécution qui seront élaborées par l'Autorité européenne des marchés financiers; ii) le fournisseur de liquidité doit être une entreprise d'investissement agréée au titre de la directive MiFID II et membre du marché de croissance des PME sur lequel les actions de l'émetteur sont admises à la négociation; et iii) l'opérateur du marché ou l'entreprise d'investissement exploitant le marché de croissance des PME est informé de la conclusion d'un contrat de liquidité et en accepte les conditions. Ces conditions devront être remplies à tout moment et les autorités nationales compétentes concernées pourront demander une copie du contrat de liquidité à l'émetteur ou à l'entreprise d'investissement qui agit en tant que fournisseur de liquidité.

L'Autorité européenne des marchés financiers aura la charge d'élaborer des normes techniques d'exécution prévoyant un modèle de contrat de liquidité. Ces normes techniques d'exécution fixeront les exigences que ces contrats de liquidité devront respecter pour être légaux dans tous les États membres.

Cette nouvelle disposition n'empêchera pas les États membres d'adopter une pratique de marché admise, conformément à l'article 13, afin d'adapter les contrats de liquidité aux conditions locales ou d'étendre la portée de ces contrats au-delà des émetteurs des marchés de croissance des PME (par exemple, pour couvrir des titres illiquides cotés sur des marchés réglementés).

#### *Justification du report de publication d'informations privilégiées*

L'objectif de cette modification de l'article 17 du règlement sur les abus de marché est d'alléger les obligations imposées aux émetteurs des marchés de croissance des PME lorsqu'ils décident de différer la publication d'informations privilégiées.

En vertu de cette modification, les émetteurs des marchés de croissance des PME seront toujours tenus de notifier un tel report à l'autorité nationale compétente. Toutefois, ils ne devront le justifier que si cette autorité le demande (et non pas systématiquement). Par ailleurs, les émetteurs des marchés de croissance des PME seront dispensés de l'obligation de

---

<sup>20</sup> Le *wall-crossing* consiste à faire d'une personne un «initié» en lui communiquant des informations privilégiées.

tenir en permanence une liste d'informations détaillées pour justifier ce report (comme l'exige actuellement le règlement d'exécution (UE) 2016/1055 de la Commission). Cette justification sera produite a posteriori si l'émetteur reçoit une demande en ce sens de l'autorité nationale compétente.

#### *Listes d'initiés pour les marchés de croissance des PME*

Conformément au règlement sur les abus de marché (article 18, paragraphe 6), les émetteurs des marchés de croissance des PME ne sont pas obligés de tenir à jour de manière permanente des listes d'initiés, dès lors i) qu'ils ont pris toutes mesures raisonnables pour que toutes les personnes ayant accès à des informations privilégiées reconnaissent les obligations légales et réglementaires qui en découlent et aient connaissance des sanctions applicables, et ii) que les émetteurs puissent fournir une liste d'initiés à l'autorité compétente si elle en fait la demande.

Cette modification propose de remplacer l'assouplissement actuellement prévu par le règlement sur les abus de marché pour les émetteurs des marchés de croissance des PME par une «liste des initiés permanents» moins contraignante. Cette liste serait plus facile à produire pour les PME, tout en restant pertinente aux fins des enquêtes des autorités nationales compétentes sur les cas de délit d'initié. Cette liste des «initiés permanents» comprendra toutes les personnes disposant d'un accès régulier à des informations privilégiées relatives à l'émetteur du fait des fonctions qu'elles exercent en son sein (par exemple les membres des organes d'administration, de gestion et de contrôle) ou de leur poste (cadres en position de prendre des décisions de gestion concernant l'évolution future et la stratégie d'entreprise de l'émetteur et membres du personnel administratif disposant d'un accès régulier à des informations privilégiées). Cet allègement ne sera accordé qu'aux émetteurs des marchés de croissance des PME, sans préjudice de l'obligation, pour les personnes agissant en leur nom ou pour leur compte (par exemple, comptables, juristes, agences de notation, etc.), d'établir et de mettre à jour leurs propres listes d'initiés et de les communiquer à l'autorité compétente à la demande de celle-ci, conformément à l'article 18, paragraphes 1 à 5.

#### *Transactions effectuées par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d'émetteurs de marchés de croissance des PME*

Actuellement, les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et les personnes ayant un lien étroit avec elles déclarent leurs transactions à l'autorité nationale compétente et à l'émetteur dans un délai de trois jours à compter de la date de la transaction. L'émetteur doit pour sa part communiquer ces informations au marché dans les trois jours suivant la transaction. Les participants à la consultation publique ont souligné l'impossibilité technique de respecter le délai de trois jours lorsque l'émetteur reçoit tardivement les informations concernées, puisque ce délai couvre à la fois la déclaration à l'émetteur des transactions effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et celles ayant un lien étroit avec elles et la communication de ces informations au marché par l'émetteur.

En vertu de cette modification, les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d'émetteurs de marchés de croissance des PME et les personnes ayant un lien étroit avec elles devront notifier leurs transactions à l'émetteur et à l'autorité nationale compétente dans un délai de trois jours ouvrables. Ensuite, après cette notification, l'émetteur disposera de deux jours supplémentaires pour publier les informations.

#### *(b) Modification du règlement sur les prospectus*

##### *Prospectus de transfert*

Les émetteurs cotés depuis un certain temps sur un marché de croissance des PME sont tenus de produire un prospectus complet lorsqu'ils veulent être admis à la négociation sur un marché réglementé. Dans cette situation, ils ne disposent en effet d'aucun prospectus allégé

(comme le «prospectus de croissance de l'Union» ou le prospectus simplifié pour les émissions secondaires). Cette modification du règlement sur les prospectus créerait un «prospectus de transfert» allégé pour les entreprises cotées depuis au moins trois ans sur un marché de croissance des PME qui souhaitent passer à un marché réglementé. Les émetteurs des marchés de croissance des PME sont soumis à des obligations d'information continue en vertu du règlement sur les abus de marché et des règles applicables aux opérateurs des marchés de croissance des PME, comme le prévoit la directive 2014/65/UE. À ce titre, ils fournissent aux investisseurs un grand nombre d'informations. Un prospectus de transfert (fondé sur le prospectus simplifié prévu par le règlement sur les prospectus pour les émissions secondaires) devrait donc être mis à la disposition des émetteurs se trouvant dans une telle situation. Ce prospectus serait disponible pour les émetteurs des marchés de croissance des PME i) qui sollicitent l'admission de leurs titres à la négociation sur un marché réglementé ou ii) qui sollicitent à la fois une admission et l'émission d'une nouvelle offre de titres sur un marché réglementé.

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**

(Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)

LE PARLEMENT EUROPÉEN ET LE CONSEIL DE L'UNION EUROPÉENNE,  
vu le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, et notamment son article 114,  
vu la proposition de la Commission européenne,  
après transmission du projet d'acte législatif aux parlements nationaux,  
vu l'avis de la Banque centrale européenne<sup>1</sup>,  
vu l'avis du Comité économique et social européen<sup>2</sup>,  
statuant conformément à la procédure législative ordinaire<sup>3</sup>,  
considérant ce qui suit:

- 1) L'initiative sur l'union des marchés des capitaux vise à réduire la dépendance à l'égard des prêts bancaires, à diversifier les sources de financement fondées sur le marché pour toutes les petites et moyennes entreprises («PME») et à promouvoir l'émission d'obligations et d'actions par des PME sur les marchés boursiers. Les entreprises établies dans l'Union qui souhaitent lever des capitaux sur les plates-formes de négociation doivent faire face à des coûts ponctuels et récurrents de communication d'informations et de mise en conformité qui peuvent d'emblée les dissuader de solliciter leur admission à la négociation sur les plates-formes de négociation. En outre, les actions émises par des PME sur les plates-formes de négociation de l'Union ont tendance à pâtir de niveaux de liquidité plus faibles et d'une plus grande volatilité, ce qui augmente le coût du capital, rendant cette source de financement trop onéreuse.
- 2) La directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil<sup>4</sup> a créé un nouveau type de plates-formes de négociation, les marchés de croissance des PME, un sous-groupe de systèmes multilatéraux de négociation ou MTF («Multilateral Trading Facilities»), afin de faciliter l'accès des PME aux capitaux et de favoriser le développement de marchés spécialisés conçus pour répondre aux besoins des PME émettrices. La directive 2014/65/UE prévoit aussi qu'*«[i]l convient de prêter particulièrement attention à la manière dont il y aura lieu de légiférer à l'avenir pour promouvoir et favoriser encore davantage le recours à ce marché, de façon à le rendre attractif pour*

---

<sup>1</sup> JO C [...] du [...], p. [...].

<sup>2</sup> JO C [...] du [...], p. [...].

<sup>3</sup> Position du Parlement européen du... (JO...) et décision du Conseil du...

<sup>4</sup> Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE (JO L 173 du 12.6.2014, p. 349).

*les investisseurs, et d'alléger les contraintes administratives et d'inciter davantage les PME à accéder aux marchés de capitaux au travers des marchés de croissance des PME».*

- 3) Il a toutefois été constaté que les émetteurs admis à la négociation sur un marché de croissance des PME bénéficiaient de relativement peu d'allègements réglementaires par rapport aux émetteurs admis à la négociation sur des MTF ou des marchés réglementés. La plupart des obligations énoncées dans le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil<sup>5</sup> s'appliquent de la même manière à tous les émetteurs, indépendamment de leur taille ou de la plate-forme sur laquelle leurs instruments financiers sont admis à la négociation. Cette faible différenciation entre les émetteurs des marchés de croissance des PME et ceux des MTF dissuade les MTF de se faire enregistrer en tant que marché de croissance des PME, comme en témoigne le peu d'intérêt suscité jusqu'à présent par ce statut. Il est donc nécessaire d'introduire des allègements supplémentaires qui incitent suffisamment à recourir aux marchés de croissance des PME.
- 4) Il convient d'accroître l'attrait des marchés de croissance des PME en réduisant encore les coûts de mise en conformité et la charge administrative supportés par les émetteurs sur ces marchés. Pour que les marchés réglementés restent soumis aux normes les plus exigeantes en matière de conformité, il convient de restreindre les allègements prévus dans le présent règlement aux entreprises cotées sur des marchés de croissance des PME, indépendamment du fait que toutes les PME ne sont pas cotées sur ces marchés et que les sociétés qui y sont cotées ne sont pas toutes des PME. Conformément à la directive 2014/65/UE, il est possible d'admettre à la négociation sur un marché de croissance des PME jusqu'à 50 % d'entreprises autres que des PME, afin de préserver la rentabilité du modèle économique de ces marchés grâce, notamment, à la liquidité des titres de ces entreprises. Compte tenu des risques liés à l'application d'ensembles de règles différents à des émetteurs cotés sur des plates-formes de même catégorie, en l'occurrence les marchés de croissance des PME, les modifications prévues dans le présent règlement ne devraient pas se limiter aux seules PME. Dans un souci de cohérence pour les émetteurs et de clarté pour les investisseurs, l'allègement des coûts de mise en conformité et des charges administratives devrait s'appliquer à tous les émetteurs présents sur les marchés de croissance des PME, indépendamment de leur capitalisation boursière. Le fait d'appliquer le même ensemble de règles aux différents émetteurs garantit aussi que les entreprises en croissance qui cessent d'être des PME ne seront pas pénalisées.
- 5) Conformément à l'article 11 du règlement (UE) n° 596/2014, un sondage de marché consiste dans la communication d'informations à un ou plusieurs investisseurs potentiels, avant l'annonce d'une éventuelle transaction, afin d'évaluer leur intérêt pour cette transaction et ses conditions, telles que le volume ou les prix. Au cours de la phase de négociation d'un placement privé d'obligations, les émetteurs des marchés de croissance des PME engagent des discussions avec un nombre limité d'investisseurs qualifiés potentiels (tels qu'ils sont définis dans le règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil<sup>6</sup>) et négocient avec eux toutes les conditions

---

<sup>5</sup> 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) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission (JO L 173 du 12.6.2014, p. 1).

<sup>6</sup> 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

contractuelles de la transaction. La communication d'informations durant cette phase de négociation d'un placement privé obligataire a pour but de structurer et de parachever l'ensemble de la transaction, et non d'évaluer l'intérêt d'investisseurs potentiels à l'égard d'une transaction prédéfinie. Le fait d'imposer un sondage de marché pour des placements privés d'obligations peut alors constituer une charge et dissuader tant les émetteurs que les investisseurs d'engager des discussions en vue de telles transactions. Afin d'accroître l'attrait du placement privé d'obligations sur les marchés de croissance des PME, il convient d'exclure ces transactions du champ d'application du régime du sondage de marché, pour autant qu'un accord de non-divulgaration soit en place.

- 6) Il est possible d'apporter une certaine liquidité aux actions d'un émetteur grâce à des mécanismes de liquidité, comme les accords de tenue de marché ou les contrats de liquidité. Un accord de tenue de marché suppose la conclusion d'un contrat entre l'opérateur du marché et un tiers qui s'engage à assurer la liquidité de certaines actions et bénéficie en contrepartie de réductions sur les frais de négociation. Un contrat de liquidité est un contrat conclu entre un émetteur et un tiers qui s'engage à assurer la liquidité des actions de l'émetteur pour le compte de celui-ci. Pour préserver pleinement l'intégrité du marché, tous les émetteurs des marchés de croissance des PME devraient pouvoir conclure des contrats de liquidité dans toute l'Union, sous réserve d'un certain nombre de conditions. Les autorités compétentes n'ont pas toutes établi de pratiques de marché admises au sujet des contrats de liquidité conformément à l'article 13 du règlement (UE) n° 596/2014, ce qui signifie que les émetteurs des marchés de croissance des PME n'ont actuellement pas tous accès à des mécanismes de liquidité dans l'ensemble de l'Union. Cette absence de mécanisme de liquidité peut constituer un obstacle au bon développement des marchés de croissance des PME. Il est donc nécessaire de mettre en place un cadre de l'Union qui permette à un émetteur présent sur un marché de croissance des PME de passer contrat avec un fournisseur de liquidité dans un autre État membre, en l'absence de pratique de marché admise au niveau national. Le cadre de l'Union sur les contrats de liquidité pour les marchés de croissance des PME ne devrait cependant pas remplacer, mais compléter les pratiques de marché admises actuelles ou futures. Les autorités nationales compétentes devraient garder la possibilité d'établir des pratiques de marché admises en matière de contrats de liquidité, afin d'en adapter les conditions aux spécificités locales ou d'étendre ces accords à d'autres titres illiquides que les actions négociées sur les marchés de croissance des PME.
- 7) Pour assurer l'application uniforme du cadre de l'Union relatif aux contrats de liquidité visé au sixième considérant, il y a lieu de modifier le règlement (UE) n° 596/2014 afin d'habiliter la Commission à adopter des normes techniques d'exécution élaborées par l'Autorité européenne des marchés financiers et définissant un modèle pour l'établissement de tels contrats. La Commission devrait adopter ces normes techniques d'exécution au moyen d'actes d'exécution, conformément à l'article 291 du traité et à l'article 15 du règlement (UE) n° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil<sup>7</sup>.

---

mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE (JO L 168 du 30.6.2017, p. 12).

<sup>7</sup> Règlement (UE) n° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision n° 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission (JO L 331 du 15.12.2010, p. 84).



- 8) Conformément à l'article 17, paragraphe 4, du règlement (UE) n° 596/2014, un émetteur peut décider de différer la publication d'une information privilégiée si celle-ci est susceptible de porter atteinte à ses intérêts légitimes. À cet effet, il doit notifier sa décision à l'autorité compétente et lui en expliquer les motifs. L'obligation pour les émetteurs des marchés de croissance des PME de fournir par écrit les raisons pour lesquelles ils ont décidé de différer une publication peut être une charge importante. Il est considéré qu'une exigence allégée pour les émetteurs des marchés de croissance des PME, en vertu de laquelle ils ne seraient tenus de fournir les raisons d'un tel report qu'à la demande de l'autorité compétente, n'aurait pas d'impact significatif sur la capacité de cette autorité à surveiller la divulgation d'informations privilégiées, mais qu'elle réduirait nettement la charge administrative de ces émetteurs, à condition que les autorités compétentes soient toujours informées des décisions de report et qu'elles soient toujours en mesure d'ouvrir une enquête en cas de doute concernant ces décisions.
- 9) Les exigences moins strictes actuellement appliquées aux émetteurs des marchés de croissance des PME, lesquels, en vertu de l'article 18, paragraphe 6, du règlement (UE) n° 596/2014, ne doivent produire de liste d'initiés que sur demande de l'autorité compétente, n'ont que peu d'effets concrets, car ces émetteurs sont toujours tenus d'exercer une surveillance continue sur les personnes qui doivent être considérées comme des initiés dans le cadre de projets en cours. L'allègement existant devrait donc être remplacé par la possibilité pour les émetteurs des marchés de croissance des PME de ne tenir qu'une liste d'initiés permanents, qui inclurait les personnes disposant d'un accès régulier à des informations privilégiées du fait de leurs fonctions ou de leur poste au sein de l'émetteur.
- 10) Conformément à l'article 19, paragraphe 3, du règlement (UE) n° 596/2014, les émetteurs doivent rendre publiques les transactions effectuées par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes ou des personnes ayant un lien étroit avec elles, dans un délai de trois jours après la transaction. Le même délai s'applique aux personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et aux personnes ayant un lien étroit avec elles en ce qui concerne leur obligation de notifier leurs transactions à l'émetteur. Lorsque les émetteurs des marchés de croissance des PME sont informés tardivement de ces transactions, il leur est techniquement difficile de respecter le délai de trois jours qui leur est imparti, ce qui peut poser des problèmes de responsabilité. Les émetteurs des marchés de croissance des PME devraient donc être autorisés à rendre ces transactions publiques dans les deux jours suivant leur notification par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes ou des personnes ayant un lien étroit avec elles.
- 11) Les marchés de croissance des PME ne devraient pas être perçus comme une étape finale dans le développement des émetteurs; ils devraient permettre aux entreprises florissantes de croître et de passer un jour aux marchés réglementés, afin de bénéficier d'une plus grande liquidité et d'un vivier d'investisseurs plus important. Pour faciliter le passage d'un marché de croissance des PME à un marché réglementé, les entreprises en phase de croissance devraient pouvoir bénéficier du régime d'information simplifié pour l'admission à la cote d'un marché réglementé prévu à l'article 14 du règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil, à condition d'avoir déjà été admises à la négociation sur un marché de croissance des PME depuis au moins trois ans. Ce délai devrait permettre aux émetteurs d'acquérir une expérience suffisante et de fournir au marché des informations sur leurs résultats financiers et leurs obligations de communication au titre de la directive 2014/65/UE.

- 12) Conformément au règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil<sup>8</sup>, les émetteurs des marchés de croissance des PME ne sont pas obligés de publier leurs états financiers selon les normes internationales d'information financière. Toutefois, pour éviter de s'écarter des normes en vigueur sur les marchés réglementés, les émetteurs des marchés de croissance des PME qui souhaitent recourir au régime d'information simplifié pour passer à un marché réglementé devraient établir leurs tout derniers états financiers, incluant des informations comparatives pour l'exercice précédent, conformément au règlement (CE) n° 1606/2002.
- 13) Il y a donc lieu de modifier les règlements (UE) n° 596/2014 et (UE) 2017/1129 en conséquence.
- 14) Les modifications figurant au présent règlement devraient entrer en application six mois après la date de son entrée en vigueur, afin de laisser aux opérateurs des marchés de croissance des PME déjà en place suffisamment de temps pour adapter leurs règlements,

ONT ADOPTÉ LE PRÉSENT RÈGLEMENT:

*Article premier*

*Modifications du règlement (UE) n° 596/2014*

Le règlement (UE) n° 596/2014 est modifié comme suit:

1. à l'article 11, le paragraphe 1 *bis* suivant est inséré:

«1 *bis*. Lorsqu'une offre de titres s'adresse uniquement à des investisseurs qualifiés au sens de l'article 2, point e), du règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil\*, la communication d'informations à ces investisseurs qualifiés aux fins de la négociation des conditions contractuelles de leur participation à une émission d'obligations par un émetteur dont des instruments financiers sont admis à la négociation sur un marché de croissance des PME ne constitue pas un sondage de marché et ne constitue pas une divulgation illicite d'informations privilégiées. L'émetteur s'assure que les investisseurs qualifiés qui reçoivent les informations connaissent, et reconnaissent par écrit, les obligations légales et réglementaires correspondantes et ont connaissance des sanctions applicables aux opérations d'initiés et à la divulgation illicite d'informations privilégiées.
2. à l'article 13, les paragraphes 12 et 13 suivants sont ajoutés:

«12. Un émetteur dont les instruments financiers sont admis à la négociation sur un marché de croissance des PME est autorisé à conclure un contrat de liquidité pour ses actions, pour autant que toutes les conditions suivantes soient remplies:

---

\* 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, et abrogeant la directive 2003/71/CE (JO L 168 du 30.6.2017, p. 12).

---

<sup>8</sup> Règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales (JO L 243 du 11.9.2002, p. 1).

- (a) les conditions du contrat de liquidité sont conformes aux critères définis par l'article 13, paragraphe 2, du présent règlement et par le règlement délégué (UE) 2016/908 de la Commission\*\*;
- (b) le contrat de liquidité est établi selon le modèle visé au paragraphe 13;
- (c) le fournisseur de liquidité est dûment agréé par l'autorité compétente, conformément à la directive 2014/65/UE, et enregistré en tant que membre du marché par l'opérateur de marché ou l'entreprise d'investissement qui exploite le marché de croissance des PME;
- (d) l'opérateur de marché ou l'entreprise d'investissement exploitant le marché de croissance des PME accuse réception par écrit, auprès de l'émetteur, de l'envoi d'un exemplaire du contrat de liquidité et marque son accord avec les conditions dudit contrat.

L'émetteur visé au premier alinéa du présent paragraphe est en mesure de démontrer à tout moment que les conditions auxquelles était subordonné l'établissement du contrat continuent d'être respectées. L'émetteur et l'entreprise d'investissement exploitant le marché de croissance des PME fournissent un exemplaire du contrat de liquidité aux autorités compétentes concernées sur demande de celles-ci.

13. Afin d'assurer l'uniformité des conditions d'application du paragraphe 12, l'AEMF élabore des projets de normes techniques d'exécution définissant un modèle de contrat à utiliser pour la conclusion d'un contrat de liquidité, de manière à garantir le respect des conditions prévues à l'article 13. L'AEMF soumet ces projets de normes techniques d'exécution à la Commission au plus tard le [...]. La Commission est habilitée à adopter les normes techniques d'exécution visées au premier alinéa conformément à l'article 15 du règlement (UE) n° 1095/2010.

---

\*\* Règlement délégué (UE) 2016/908 de la Commission du 26 février 2016 complétant le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation sur les critères, la procédure et les exigences concernant l'instauration d'une pratique de marché admise et les exigences liées à son maintien, à sa suppression ou à la modification de ses conditions d'admission (JO L 153 du 10.6.2016, p. 3). »;

3. à l'article 17, paragraphe 4, l'alinéa suivant est ajouté:

«Un émetteur dont les instruments financiers sont admis à la négociation sur un marché de croissance des PME et qui a décidé de différer la publication d'une information privilégiée notifie cette décision à l'autorité compétente. Les explications justifiant ladite décision ne doivent être fournies que sur demande de l'autorité compétente précisée au paragraphe 3. Cette autorité compétente n'exige pas que l'émetteur conserve un enregistrement de ces explications.»;

4. à l'article 18, le paragraphe 6 est remplacé par le texte suivant:

«6. Les émetteurs dont les instruments financiers sont admis à la négociation sur un marché de croissance des PME sont autorisés à n'inclure dans leurs listes d'initiés que les personnes qui, du fait de la nature de leurs fonctions ou de leur poste au sein de l'émetteur, disposent d'un accès régulièrement à des informations privilégiées. Toute personne agissant au nom ou pour le compte d'un émetteur admis à la négociation sur un marché de croissance des PME reste soumise aux exigences énoncées aux paragraphes 1 à 5.

Cette liste est fournie à l'autorité compétente sur demande.»;

5. à l'article 19, paragraphe 3, premier alinéa, la phrase suivante est ajoutée:
- «Les émetteurs dont les instruments financiers sont admis à la négociation sur un marché de croissance des PME disposent d'un délai de deux jours ouvrables après la réception d'une notification visée au paragraphe 1 pour rendre publiques les informations contenues dans cette notification.».

## *Article 2*

### *Modifications du règlement (UE) n° 2017/1129*

L'article 14 du règlement (UE) 2017/1129 est modifié comme suit:

- 1) au paragraphe 1, premier alinéa, le point d) suivant est ajouté:

«d) les émetteurs qui sont admis à la négociation sur un marché de croissance des PME depuis au moins trois ans et qui sollicitent l'admission à la négociation sur un marché réglementé de titres existants ou nouveaux.»;
- 2) au paragraphe 2, deuxième alinéa, la phrase suivante est ajoutée:

«Pour les émetteurs visés au paragraphe 1, premier alinéa, point d), les tout derniers états financiers, contenant les informations comparatives pour l'exercice précédent qui figurent dans le prospectus simplifié, sont établis conformément aux normes internationales d'information financière, telles qu'adoptées dans l'Union conformément au règlement (CE) n° 1606/2002\*\*\*.

---

\*\*\* Règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales (JO L 243 du 11.9.2002, p. 1). »;

## *Article 3*

### *Entrée en vigueur et application*

Le présent règlement entre en vigueur le vingtième jour suivant celui de sa publication au *Journal officiel de l'Union européenne*.

Il est applicable six mois après sa date d'entrée en vigueur.

Le présent règlement est obligatoire dans tous ses éléments et directement applicable dans tout État membre.

Fait à Bruxelles, le

*Par le Parlement européen*  
*Le président*

*Par le Conseil*  
*Le président*