

Un « *Small Business Act* » du droit boursier européen

-

**Mettre en place un environnement financier et réglementaire
adapté aux petits et moyens émetteurs cotés en Europe
(« SMILEs »)**

Mars 2010

**Rapport établi par Fabrice DEMARIGNY,
directeur des activités marchés de capitaux du groupe Mazars**

REMERCIEMENTS

Qu'il me soit permis avant toute chose de remercier vivement Madame Christine LAGARDE, Ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi, de m'avoir confié cette mission visant à rédiger un « Small Business Act » du droit boursier européen. Les conclusions de ce rapport confirment sans ambiguïté l'analyse de Madame LAGARDE selon laquelle l'Union européenne doit agir de toute urgence pour faciliter l'accès des PME aux marchés de capitaux au sein du Marché Unique.

Je suis également très reconnaissant à MAZARS, qui a bien voulu accepter que je puisse être distrait de mes obligations professionnelles pour rédiger ce rapport, il faut y voir un témoignage supplémentaire de l'engagement de Mazars en faveur d'un Marché Unique compétitif et efficacement régulé en Europe.

Je suis profondément redevable à tous les responsables, experts et professionnels des marchés que j'ai eu le privilège d'interroger et à ceux qui ont envoyé des contributions écrites. Sans leur témoignage et leur expérience, il manquerait à ce rapport des éléments essentiels.

Mes remerciements vont également aux services de la Direction générale du Trésor et de la politique économique du ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi ainsi qu'aux ambassades de France de plusieurs pays européens qui, avec efficacité, m'ont obligeamment apporté tout le soutien nécessaire pour mener à bien cette mission.

Enfin, je voudrais exprimer ma profonde gratitude à Antoine Gobelet et à Yasmina Galle qui ont efficacement coordonné ce travail et dont la contribution a été déterminante pour la rédaction du rapport final.

Fabrice Demarigny

TABLE DES MATIÈRES

REMERCIEMENTS	2
TABLE DES MATIÈRES	3
RESUME	5
PRINCIPALES RECOMMANDATIONS	8
Introduction : LE MARCHÉ UNIQUE EST-IL À MÊME DE FINANCER L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE DE DEMAIN ?	12
a) Un fait : le marché unique n'offre pas aux petites et moyennes sociétés la possibilité de se financer sur les marchés de capitaux	12
b) 2010 offre une occasion unique de mettre en place un environnement réglementaire et financier proportionné et favorable aux petits et moyens émetteurs cotés en Europe (SMILES)....	16
Section 1 : DÉFINITION DES PETITS ET MOYENS ÉMETTEURS COTÉS EN EUROPE (SMILES)	18
1.1 Les définitions et les seuils actuellement en vigueur dans l'UE ne sont pas adaptés aux besoins de cotation et au marché	18
1.2 Créer une définition juridique spécifique des « petits et moyens émetteurs cotés en Europe » (SMILES) à des fins de cotation	18
1.3 « Les SMILES d'abord » : appliquer le principe « Penser aux PME d'abord » à la législation et à la surveillance des SMILES	22
Section 2 : COMMENT DÉFINIR DES EXIGENCES EN MATIÈRE DE COTATION ADAPTÉES AUX SMILES TOUT EN PRÉSERVANT LA CONFIANCE DES INVESTISSEURS ?	24
2.1 Les SMILES sont confrontés à des coûts de cotation dissuasifs	24
2.2 Des exigences initiales adaptées aux SMILES	25
2.2.1 <i>En matière d'offres, des placements privés plus fluides pour les micro-entreprises et les petites sociétés</i>	25
2.2.2 <i>En matière de cotation, un prospectus adapté aux SMILES</i>	25
2.3 Des obligations permanentes adaptées aux SMILES.....	28
2.3.1 <i>Un format complètement harmonisé pour les rapports annuels</i>	28
2.3.2 <i>Un délai plus flexible pour la publication des rapports semestriels</i>	29
2.3.3 <i>Une obligation progressive de publication des déclarations trimestrielles intermédiaires des dirigeants (publications trimestrielles)</i>	30
2.3.4 <i>Un régime proportionné concernant les normes IFRS de publication des états financiers</i>	30

2.3.5	<i>Gouvernance d'entreprise</i>	32
2.3.6	<i>Contrôle interne</i>	33
2.4	Une mise en œuvre pragmatique des obligations relatives à l'intégrité des marchés pour les SMILEs.....	33
2.4.1	<i>Liste d'initiés</i>	33
2.4.2	<i>Transactions des dirigeants sur leur propres titres</i>	34
2.4.3	<i>Apporteurs de liquidité</i>	35
 Section 3 : COMMENT ACCROÎTRE L'INTÉRÊT DES INVESTISSEURS POUR LES SMILEs ?		36
3.1	Créer des véhicules d'investissement européens spécialisés dans les SMILEs	36
3.1.1	<i>Créer un passeport européen pour les fonds de capital-investissement domiciliés dans l'UE</i> 36	
3.1.2	<i>Une catégorie d'organismes de placement collectif (OPCVM) spécifiquement dédiés aux investissements dans les SMILEs</i>	36
3.2	Éliminer les obstacles qui compromettent la fluidité des placements en actions dans les SMILEs.....	37
 Section 4 : PENSER AUX PETITS EMETTEURS, AGIR EN GRAND – METTRE EN PLACE UNE PLATE-FORME EUROPÉENNE DE NÉGOCIATION COMMUNE POUR LES SMILEs		40
 Annexe 1 : liste des entretiens et des contributions		44
 Annexe 2 : contenu possible du document d'enregistrement relatif aux actions adapté aux SMILEs		47

RESUME

Le temps est venu d'évaluer l'impact des directives et des règlements européens adoptés sur les marchés de capitaux et les valeurs mobilières dans le cadre du Plan d'action pour les services financiers (PASF).

Une étude de CRA International¹, commandée par la Commission européenne, a mesuré l'impact des directives européennes sur le marché des introductions en bourse. L'une des conclusions de cette étude est que la baisse d'activité sur le marché des introductions en bourse n'est pas purement cyclique. Il apparaît clairement que les exigences initiales et permanentes qui pèsent sur les émetteurs ont eu un impact sur la décision d'introduire une société en bourse, ainsi que sur la façon dont les bourses ont structuré leurs cotes et leurs systèmes de transaction. De surcroît, les chiffres montrent une diminution constante du nombre de sociétés cotées sur les marchés réglementés européens. Ceci peut s'expliquer par la diminution du nombre de nouveaux entrants, mais aussi, plus probablement, par le fait que des sociétés cotées décident de se retirer de la cote.

Cette tendance touche surtout les petits et moyens émetteurs cotés en Europe (ou « *Small and Medium-Sized Issuers Listed in Europe – SMILEs* »)². Cette difficulté d'accès aux marchés de capitaux pour les SMILEs s'est encore accentuée avec la crise financière. Même si les États membres ont mené des politiques très volontaristes pour faciliter le crédit, les marchés de capitaux restent, pour les SMILEs, la seule solution possible pour accéder à un financement à long terme.

Un grand nombre de SMILEs, mais aussi les régulateurs, les pouvoirs publics, les bourses et les autres parties prenantes sont d'accord pour estimer que les frais de cotation initiaux et récurrents l'emportent sur les avantages escomptés³. Il apparaît donc que les directives européennes ont fixé des exigences (applicables à tous les émetteurs quelle que soit leur taille) qui représentent, en termes de conformité et de coût, un obstacle trop important pour les PME / ETI (entreprises de taille intermédiaire). Par ailleurs, la directive Marchés d'instruments financiers (« MIF ») a accentué la concentration des échanges et de la liquidité sur les grandes sociétés cotées faisant partie des principaux indices boursiers. En moyenne, 93% des sociétés cotées qui ne font pas partie des plus importantes capitalisations boursières ne bénéficient que de 7% du volume des transactions. Si cette tendance persiste, les marchés réglementés européens seront, *in fine*, exclusivement constitués de « *Blue Chips* » cotés sur les indices phares. Le risque que les évolutions financières et réglementaires conduisent à une désertification des marchés réglementés est réel. A moyen terme, le marché unique ne permettra pas aux futures activités économiques émergentes de l'Union européenne de trouver les financements nécessaires à ce développement. Cela constituerait un échec, il est donc indispensable d'agir.

L'année 2010 offre une occasion unique de réexaminer ces directives suivant une approche « Penser aux PME / ETI d'abord ». En d'autres termes, il est possible d'étendre la démarche « *Small Business Act* », approuvée par l'UE en 2008, au droit boursier. Contrairement à l'Union européenne, les États-Unis ont procédé avec succès il y a plus de dix ans à ce type de réexamen et d'adaptation. Le but du présent rapport est de proposer d'introduire, sans affaiblir la protection dont bénéficient les investisseurs, un régime plus adapté aux SMILEs dans les directives et règlements européens relatifs aux valeurs mobilières.

La pierre angulaire de ce régime proportionné est une définition juridique des SMILEs qui serait plus large que la définition européenne actuelle de petite et moyenne entreprise (PME), qui fait partie de l'acquis communautaire. Il est proposé d'introduire cette nouvelle définition dans la directive Prospectus ou dans la Directive Transparence, définition qui reposerait sur des critères de marchés plus réalistes tenant compte des

¹ Cf. *Évaluation de l'impact économique du Plan d'action pour les services financiers (PASF)*, CRA International, mars 2009

² Exclusivement aux fins des directives et règlements européens qui concernent les valeurs mobilières (notamment les directives Prospectus, Transparence et Abus de marché), le présent rapport propose une définition des petits et moyens émetteurs cotés en Europe (SMILEs). Cette définition ne remet pas en cause la définition européenne des petites et moyennes entreprises (PME).

³ Une liste des entretiens réalisés et des contributions apportées figure à l'annexe 1.

différences de conditions de marché entre les États membres (**Recommandation n° 1**). Dès lors que cette catégorie spécifique d'émetteurs serait juridiquement reconnue, il est recommandé également qu'une politique européenne globale soit mise en œuvre afin de favoriser une approche de la surveillance et une approche réglementaire adaptées aux SMILEs (**Recommandation n° 2**).

C'est pourquoi il est proposé de définir des exigences d'informations détaillées adaptées aux SMILEs et d'établir des prospectus courts et lisibles (**Recommandation n° 4**). Ces exigences d'informations adaptées ne porteraient que sur deux années d'informations financières historiques, moins d'annexes aux comptes et de seuils de matérialité, mais, en revanche, elles seraient plus strictes sur les facteurs de risque (**Recommandation n° 5**). En outre, les SMILEs qui sont déjà cotées (ou en instance de l'être) ou les PME / ETI qui cherchent à faire appel au marché pourraient se voir accorder davantage de souplesse (**Recommandations n° 3 et 6**).

Sans porter atteinte au niveau d'information diffusé au marché, il conviendrait de permettre aux SMILEs de se conformer plus facilement aux exigences d'informations financières périodiques (informations financières annuelles, semestrielles et trimestrielles, gouvernance d'entreprise et contrôle interne) (**Recommandations n° 7, 8, 9, 11 et 12**). Les SMILEs devraient, par exemple, être autorisées à publier leurs états financiers semestriels dans un délai de trois mois. Il est également recommandé qu'à l'issue d'une procédure d'examen et de consultation approfondie menée par la Commission européenne et le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVIM/ future Autorité européenne des marchés financiers - AEMF), les SMILEs aient la possibilité d'appliquer les « IFRS pour les PME » pour la présentation de leurs états financiers (**Recommandation n° 10**).

S'agissant de l'intégrité des marchés, les principes fondamentaux de la directive Abus de marché (la DAM) devraient rester applicables quelle que soit la taille de l'émetteur. Cependant, adapter la façon dont ces obligations s'imposent aux SMILEs peut rendre plus pertinentes les informations diffusées au marché. Des propositions sont faites en ce sens tant en ce qui concerne l'obligation d'établir des listes d'initiés qu'en matière de déclaration obligatoire des opérations effectuées par les dirigeants et les administrateurs (**Recommandations n° 13 et 14**). De plus, dans le cadre de la DAM, le régime juridique des apporteurs de liquidité devrait être harmonisé au sein de l'UE (**Recommandation n° 15**).

Le rapport attire également l'attention sur les initiatives législatives qui ne devraient pas compromettre et devraient même favoriser l'investissement en action des SMILEs. Pour prendre un exemple d'actualité, les exigences de capital telles que définies dans la directive Solvabilité II pourraient gravement affecter les placements en actions. Le rapport recommande que toute décision en la matière ne soit prise qu'après avoir mesuré l'impact global de ces projets législatifs sur l'allocation des ressources financières au sein du Marché Unique (**Recommandation n° 18**). Il propose également qu'il soit fait un large usage du passeport européen pour les fonds de capital-investissement domiciliés dans l'UE et pour des OPCVM dédiés aux SMILEs (**Recommandations n° 16 et 17**).

Cependant, si l'on peut faciliter l'accès des SMILEs à la cote, voire mieux drainer l'épargne vers ces sociétés, il reste à faire en sorte que l'offre et la demande se rencontrent efficacement. En effet, les SMILEs se plaignent du manque de liquidité du marché qui rend le cours de leur action plus volatil et pénalise leur valeur boursière. L'absence d'introduction en bourse et une liquidité insuffisante rendent très fragile le modèle économique des intermédiaires. Il est donc nécessaire de rechercher une solution de marché pour redynamiser les transactions sur les SMILEs et améliorer leur visibilité dans toute l'Union européenne.

Une solution possible est de créer un lieu unique de négociation de titres de SMILEs dans l'Union européenne. Tout en conservant les fonctions et les services de cotation au niveau de chaque marché réglementé, ces marchés, des intermédiaires/courtiers actifs et des investisseurs institutionnels à long terme pourraient mutualiser les transactions sur les SMILEs. Ceux-ci continueraient d'être admis à la cote et cotés sur le marché réglementé de leur choix tout en en bénéficiant d'une plate-forme de négociation commune à toute l'Union européenne et accessible à l'ensemble des liquidités européennes. Les intermédiaires/courtiers pourraient effectuer leurs opérations en un seul point (et économiser des frais d'adhésion à plusieurs bourses). Les investisseurs auraient un accès simple et direct à tous les SMILEs représentant l'avenir de l'économie européenne. Les bourses actuelles conserveraient leurs services et leurs capacités de cotation inchangées et, en sus des SMILEs dont elles assurent la cotation, offriraient à leurs adhérents la possibilité de négocier tous les SMILEs cotés sur les autres marchés réglementés européens. Les autorités de contrôle nationales continueraient à exercer leurs responsabilités comme elles le font aujourd'hui conformément aux

directives applicables. L'agrément et la surveillance de la plate-forme commune elle-même pourraient directement entrer dans le champ de compétences de l'AEMF (**Recommandation n°20**).

Enfin, aucune raison économique fondamentale n'impose d'harmoniser le fonctionnement des marchés alternatifs (régulés mais non réglementés) en droit communautaire. Ces marchés jouent un rôle crucial de première porte d'entrée pour les micro-entreprises et les petites sociétés. Ils sont très souples, très ouverts et offrent des solutions conçues davantage « sur mesure » pour les petites entreprises en dehors du cadre des directives européennes. Cette souplesse devrait être conservée (**Recommandation n°19**).

Si les recommandations de ce rapport sont prises en compte par la Commission européenne et, ultérieurement, par le Parlement européen et par le Conseil, il faudra garder à l'esprit les points suivants : 1) les propositions de ce rapport s'inscrivent dans la droite ligne des diverses initiatives prises au niveau européen depuis la stratégie de Lisbonne (2000) afin de dynamiser les PME / ETI et d'améliorer leur accès à des financements ; 2) les recommandations sont fortement motivées par un objectif essentiel, la protection des investisseurs, aucune d'entre elles n'étant susceptible de créer un risque de marché ou un risque systémique : les SMILEs qui bénéficieraient d'un régime proportionné représentent moins de 7% de la capitalisation boursière totale et du volume des transactions de l'Union européenne ; 3) l'idée directrice de ce rapport est d'améliorer les moyens existants dont disposent les SMILEs pour se financer et de proposer de nouvelles solutions juridiques pour leur introduction en bourse.

Enfin, seule une action politique visible et déterminée peut créer avec succès un environnement nouveau facilitant le financement des PME / ETI sur les marchés de capitaux européens.

PRINCIPALES RECOMMANDATIONS

Définition des SMILEs et actions à mettre en œuvre

Recommandation n° 1 : créer une définition juridique européenne des « petits et moyens émetteurs cotés en Europe » (SMILEs)

Il conviendrait de faire figurer dans la directive Prospectus ou dans la directive Transparence une définition à laquelle d'autres directives pourraient se référer. Les petits et moyens émetteurs cotés en Europe (SMILEs) seraient :

- Lors de l'introduction en bourse, les sociétés pour lesquelles le montant des fonds levés est inférieur à 75 millions d'euros. Les États membres devraient avoir la possibilité de décider de fixer un seuil inférieur pour les sociétés dont ils sont l'État membre d'origine.

- ET, si elles sont cotées, les sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 35 % de la capitalisation boursière moyenne sur le(s) marché(s) réglementé(s) de l'État membre d'origine de l'émetteur.

Si un SMILE franchit ce dernier seuil durant deux années consécutives, il cessera d'être considéré comme un SMILE après une période transitoire de 12 mois.

Les seuils devraient être calculés sur la base de la capitalisation boursière de fin d'année pour l'année de l'introduction en bourse et, par la suite, la moyenne des deux années précédentes.

La définition des SMILEs pourrait être insérée dans l'article 2, paragraphe 4 et visée dans l'article 7, paragraphe 2, alinéa e) de la directive Prospectus ou figurer dans son règlement d'application.

Les conditions d'accès au régime des SMILEs pour des émetteurs de pays tiers offrant des valeurs mobilières ou souhaitant être admis à la cote dans l'UE devraient être définies dans un acte délégué.

Recommandation n° 2 : mettre en œuvre le principe « Penser aux PME d'abord » pour toute législation et pour les activités courantes de surveillance

- La Commission européenne devrait mettre en œuvre le principe « Penser aux PME d'abord » lorsqu'elle propose une nouvelle législation dans le domaine des services financiers, des marchés de capitaux ou relative aux émetteurs.

- Toute nouvelle proposition législative concernant les sociétés cotées devrait comporter une analyse coûts-bénéfices et un examen sur la pertinence de l'introduction d'un régime adapté aux SMILEs.

- Il conviendrait d'affecter des ressources spécifiques à la promotion du principe « Penser aux PME d'abord » au sein de la DG Marché intérieur de la Commission européenne et de la future Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et de créer des services spécialement consacrés aux SMILEs au sein des autorités nationales compétentes.

Des exigences adaptées en matière d'offre et de cotation

Recommandation n° 3 : faciliter les placements privés en relevant les seuils qui imposent d'établir un prospectus

Le seuil d'émission de valeurs mobilières en-dessous duquel il n'est pas nécessaire d'établir un prospectus approuvé par une autorité compétente devrait être relevé pour passer à cinq millions ou dix millions d'euros.

Recommandation n° 4 : fournir aux investisseurs des informations plus pertinentes en créant des schémas spécifiques pour les SMILEs dans le règlement Prospectus

- Il conviendrait d'introduire dans le règlement Prospectus n°809/2004, au moyen d'un acte délégué (niveau 2), les exigences en matière d'informations financières à inclure dans des schémas adaptés tant pour les actions que pour les titres de créance ou les instruments dérivés et à l'usage exclusif des SMILEs.

- Pour garantir une prévisibilité juridique aux émetteurs, les schémas pour les SMILEs devraient être très détaillés et, autant que faire se peut, inclure toutes les exigences d'information. L'article 3 du règlement susmentionné devrait alors être pleinement respecté.

- Pour en faire un document utile aux investisseurs et contenant les informations essentielles qui leur permettent de prendre leurs décisions d'investissement, le prospectus à l'usage des SMILEs ne devrait pas dépasser 50 pages et son format d'édition devrait être harmonisé sur la base d'un standard technique adopté par le CERVM / la future AEMF (niveau 3).

Recommandation n° 5 : établir des exigences proportionnées en matière d'informations à inclure dans le prospectus des SMILEs

- L'information financière historique ayant fait l'objet d'un audit, ainsi que toutes les informations qui prennent comme référence la période couverte par l'information financière historique, ne devrait couvrir que les deux dernières années (ou la période d'activité du SMILEs, si celle-ci est inférieure à deux ans).
- Les annexes aux comptes devraient être limitées aux derniers états financiers.
- Des seuils spécifiques de matérialité devraient être adoptés et les informations devraient être exigées uniquement si elles ont un impact important sur le SMILEs.
- Certaines sections (3, 6, 9, 10, 11, 14 et 20) du document de référence relatif aux actions, aux titres de créance et aux instruments dérivés devraient être simplifiées alors que d'autres sections, particulièrement pertinentes pour les investisseurs qui investissent dans les SMILEs (section 4), devraient être davantage développées (cf. annexe 2).

Recommandation n° 6 : introduire davantage de souplesse pour les offres au public de titres

Les SMILEs pourraient être dispensés de l'obligation de publier un prospectus pour des actions représentant, sur les 12 derniers mois, moins de 15% du nombre d'actions de la même catégorie déjà admises aux négociations sur le même marché réglementé.

Des obligations permanentes proportionnées

Recommandation n° 7 : mettre au point un format uni que et entièrement harmonisé pour la publication des rapports annuels

A tout le moins pour les SMILEs, et sous réserve d'une harmonisation plus complète du contenu des rapports annuels, la publication des rapports annuels prévue par l'article 4 de la directive Transparence devrait être d'harmonisation maximale.

Recommandation n° 8 : autoriser un délai de trois mois pour la publication des rapports financiers semestriels

Option 1 :

Pour les SMILEs, les rapports financiers semestriels exigés par l'article 5 de la directive Transparence devraient être publiés dans les trois mois qui suivent la fin de la période couverte (au lieu de deux mois).

Option 2 :

Si le rapport financier semestriel a été audité ou révisé par un auditeur externe, le rapport semestriel exigé par l'article 5 de la directive Transparence devrait être publié dans les trois mois qui suivent la fin de la période couverte (au lieu de deux mois).

Recommandation n° 9 : permettre aux SMILEs de publier progressivement les déclarations trimestrielles intermédiaires de la direction (publications trimestrielles)

La publication des « déclarations trimestrielles intermédiaires de la direction » exigée par l'article 6 de la directive Transparence ne devrait être rendue obligatoire pour les SMILEs qu'à partir de trois ans à compter de l'admission aux négociations du SMILEs sur un marché réglementé. Durant cette période initiale de trois ans, les SMILEs cotés devraient avoir la liberté de publier les « déclarations trimestrielles intermédiaires de la direction » sur une base volontaire.

Recommandation n° 10 : créer un régime de normes IFRS proportionné pour la publication des états financiers – les IFRS pour les PME

Il convient d'envisager de revoir, pour les SMILEs, l'obligation actuelle de publication de l'information financière en normes IFRS complètes et de prévoir, pour cette catégorie d'émetteurs, une dérogation.

À l'issue d'un examen et d'une consultation approfondie menée par la Commission et le CERVM/AEMF, il conviendrait de donner la possibilité aux SMILEs admis aux négociations sur un marché réglementé d'utiliser les normes IFRS pour PME pour présenter leurs états financiers.

Pour que les IFRS pour PME soient pleinement applicables aux SMILEs, il serait nécessaire d'ajouter certaines exigences en matière d'informations financières non prises en compte à ce stade.

Recommandation n° 11 : autoriser la référence à des codes de gouvernance proportionnés au niveau national

Dans le cadre de la directive Prospectus, il faudrait autoriser les SMILEs à indiquer la manière dont ils respectent les règles de gouvernance d'entreprise par référence à des codes de gouvernance d'entreprise adaptés aux SMILEs.

Recommandation n°12 : adapter les normes de contrôle interne aux SMILEs

Les États membres devraient envisager de réexaminer leurs normes de contrôle interne afin de les adapter aux exigences et à la taille des SMILEs

Intégrité des marchés

Recommandation n°13 : dispenser les SMILEs de l'obligation d'établir une liste d'initiés

Dispenser les SMILEs d'établir une liste d'initiés à condition que les personnes susceptibles d'avoir accès à des informations privilégiées soient dûment informées de leurs obligations légales et réglementaires et averties des sanctions encourues en cas d'utilisation illicite ou de circulation induite de ces informations.

Recommandation n°14 : fournir au marché des informations plus pertinentes sur les opérations effectuées par les dirigeants des SMILEs

Créer, à l'article 6 du règlement d'exécution de la DAM, un régime spécifique aux termes duquel les dirigeants de SMILEs devraient notifier leurs transactions réalisées sur les actions, ou sur les instruments financiers liés aux actions émises par la société qu'ils dirigent, lorsque ces opérations représentent, à la fin de l'année civile, plus de 0,02% de la capitalisation boursière de l'entreprise (telle qu'elle a été calculée à la fin de l'année civile précédente).

Recommandation n°15 : favoriser les apports de liquidité vers les actions des SMILEs cotés sur les marchés européens réglementés

Les apporteurs de liquidité, opérant avec les « murailles de Chine » adéquates et sur le fondement d'un accord passé avec l'émetteur, devraient disposer de bases légales pour pouvoir offrir leurs services dans toute l'Union européenne.

La DAM ainsi que son règlement d'exécution devraient explicitement reconnaître cette activité comme étant une « pratique de marché admise ». En particulier, l'article 3 du règlement n°2273/2003 sur les programmes de rachat d'actions devrait considérer comme l'un des objectifs autorisés d'un programme de rachat d'actions celui de faciliter les activités des apporteurs de liquidité.

Intérêt des investisseurs pour les SMILEs

Recommandation n°16 : créer un passeport européen pour les fonds de capital-investissement

Créer, directement ou par l'intermédiaire des gestionnaires de fonds, un passeport européen pour les fonds de capital-investissement domiciliés dans l'UE qui serait assorti de règles de fonctionnement adaptées. La directive AIFM actuellement en discussion pourrait être utilisée à cette fin.

Recommandation n°17 : créer un OPCVM spécifiquement dédié aux investissements dans les SMILEs

La Commission européenne devrait étudier la possibilité de créer, dans le cadre de la directive OPCVM, une nouvelle catégorie d'OPCVM dédiée aux investissements dans les SMILEs et à laquelle s'appliqueraient des règles spécifiques. Elle devrait également étudier les conditions dans lesquelles les fonds de capital-investissement domiciliés dans l'UE pourraient bénéficier d'un passeport européen et être commercialisés auprès des investisseurs individuels.

Recommandation n°18 : s'assurer que les exigences en matière de capital et de liquidité définies dans la directive Solvabilité II n'affectent pas les placements en actions, notamment dans les SMILEs

- Quand ils examineront les mesures d'exécution de la directive solvabilité II, la Commission européenne, les États membres et le Parlement européen devront être capables de mesurer l'impact global de ces obligations prudentielles sur une allocation efficace des ressources financières dans toute l'Union européenne.
- Il conviendrait notamment, pour les placements en actions, d'envisager des exigences en matière de capital moins sévères que celles qui sont actuellement en discussion.
- Les exigences en matière de capital pourraient même être encore plus réduites pour les placements en actions de SMILEs, compte tenu du très faible pourcentage qu'ils représentent dans le portefeuille des assureurs.

« Penser aux petits émetteurs – Agir en grand »

Recommandation n° 19 : conserver la souplesse et l'attractivité des marchés alternatifs

- Les SMILEs cotés sur les marchés alternatifs devraient bénéficier de toutes les modifications apportées à la directive Prospectus, et notamment de la possibilité de publier un prospectus proportionné.
- L'extension des dispositions des autres directives ou règlements européens aux marchés alternatifs devrait être laissée à la discrétion des États membres et/ou des autorités nationales compétentes ou aux opérateurs de marché eux-mêmes.
- L'harmonisation des règles de marché ou de l'activité transfrontalière des marchés alternatifs ne devrait pas être menée à bien par le biais d'une directive européenne mais plutôt laissée au libre jeu du marché.

Recommandation n° 20 : mettre en place une plate-forme de négociation européenne commune pour les SMILEs

- Les opérateurs des marchés réglementés européens, des intermédiaires/courtiers actifs ainsi que des investisseurs institutionnels de long terme pourraient travailler ensemble, sous les auspices de la Banque européenne d'investissement (BEI), afin de créer une plate-forme européenne de négociation multilatérale pour tous les SMILEs cotés sur leurs marchés réglementés.
- Les fonctions et les revenus de l'activité de cotation resteraient au niveau de chaque marché réglementé européen tandis que les revenus tirés de l'activité de négociation seraient partagés entre les copropriétaires de la plate-forme.
- Le contrôle du respect des règles de cotation et des obligations d'information périodique et permanente par les SMILEs resterait du ressort de l'autorité compétente de l'État membre d'origine conformément aux directives applicables.
- Soit en vertu d'une délégation des autorités nationales compétentes à l'AEMF, soit en vertu de pouvoirs directement conférés à l'AEMF par la MIF, cette plate-forme de négociation commune devrait être agréée et surveillée directement par l'AEMF.

Introduction : LE MARCHÉ UNIQUE EST-IL À MÊME DE FINANCER L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE DE DEMAIN ?

a) Un fait : le marché unique n'offre pas aux petites et moyennes sociétés la possibilité de se financer sur les marchés de capitaux

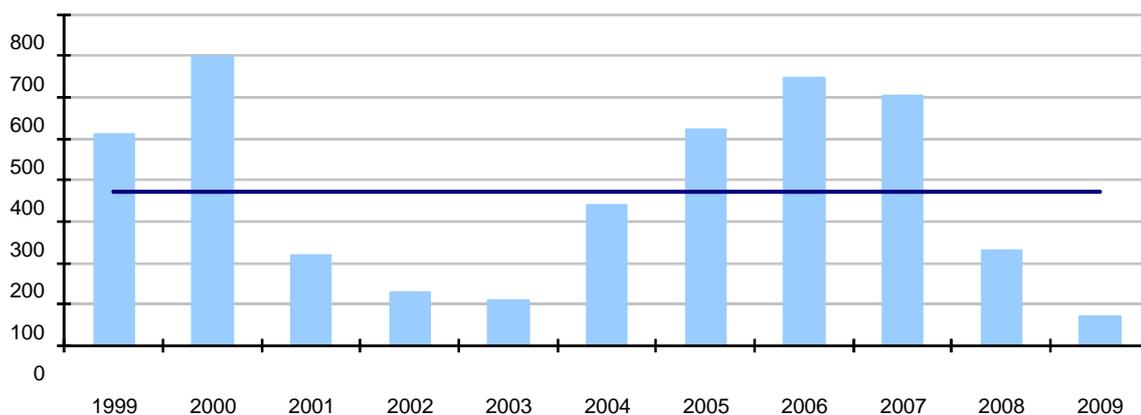
Pour favoriser la croissance de long terme et la création d'emplois, l'Union européenne a pour ambition de devenir l'économie la plus compétitive au monde. Afin d'atteindre cet objectif, les marchés de capitaux de l'UE doivent être fluides et liquides. Un marché de capitaux efficient est le meilleur outil pour permettre une bonne allocation des ressources financières aux projets d'entreprise. Au cours de la dernière décennie, l'UE a mis en place avec succès un Marché Unique des services financiers plus intégré grâce au Plan d'action pour les services financiers (PASF) et à d'autres initiatives similaires. Cette législation européenne a coïncidé avec l'une des plus graves crises financières jamais connues. Tout au long du processus, afin de ne pas imposer d'obligations disproportionnées aux acteurs du marché, l'UE a agi avec prudence. Deux politiques transversales ont été adoptées : 1) un plan de réduction de la charge administrative et 2) un *Small Business Act* européen, inspiré de l'exemple américain. Sur les marchés de valeurs mobilières, la première initiative a eu un impact positif sur la manière dont la législation était conçue, adoptée et mise en œuvre. À l'inverse, le principe « Penser aux PME d'abord » adopté dans le cadre du *Small Business Act* européen de 2008 n'a pas été mis en œuvre dans le domaine des valeurs mobilières : à l'exception d'un petit nombre de dispositions prévoyant des clauses de proportionnalité, l'intégralité du droit boursier européen s'applique quelle que soit la taille ou l'ancienneté de l'acteur du marché qui doit s'y conformer, *a fortiori* pour les émetteurs.

Après trois ou quatre ans d'application des directives et règlements européens relatifs aux valeurs mobilières, le temps est venu d'évaluer leur impact. L'année 2010 offre la possibilité d'améliorer la législation européenne. Pour préparer ce processus d'évaluation et de révision, la Commission européenne a mené ou commandé plusieurs études sur l'impact économique des directives PASF et sur le coût de ces directives⁴. Une étude de CRA International a mesuré l'impact des directives sur le marché des introductions en bourse. L'une des conclusions de cette étude est que la baisse d'activité sur le marché des introductions en bourse n'est pas due qu'à des facteurs conjoncturels. Il apparaît clairement que les obligations initiales et permanentes qui pèsent sur les émetteurs ont un impact sur la décision d'introduire une société en bourse comme sur la façon dont les bourses ont structuré leur offre de cotation et de négociation. En outre, les chiffres montrent une constante diminution du nombre de sociétés cotées sur les marchés réglementés de l'UE. Ceci peut s'expliquer par la diminution du nombre de nouveaux entrants, mais aussi, et plus probablement, par le fait que des sociétés cotées décident de se retirer de la cote. Les graphiques ci-dessous révèlent une évolution négative 1) du nombre d'introductions sur les marchés réglementés de l'UE depuis 10 ans et 2) du nombre de sociétés cotées sur ces

⁴ Cf. *Évaluation de l'impact économique du Plan d'action pour les services financiers (PASF)*, CRA International, mars 2009 et *Étude sur le coût de mise en conformité avec certaines mesures du PASF*, Europe Economics, janvier 2009

marchés⁵.

Nombre total d'introductions sur les marchés réglementés de l'UE (1999-2009)

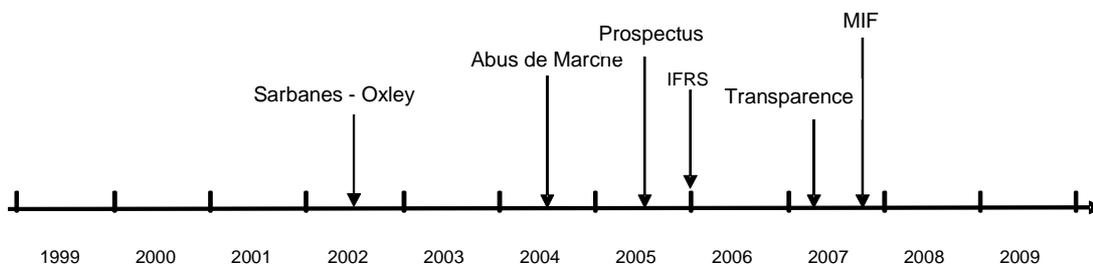


Source : Dealogic

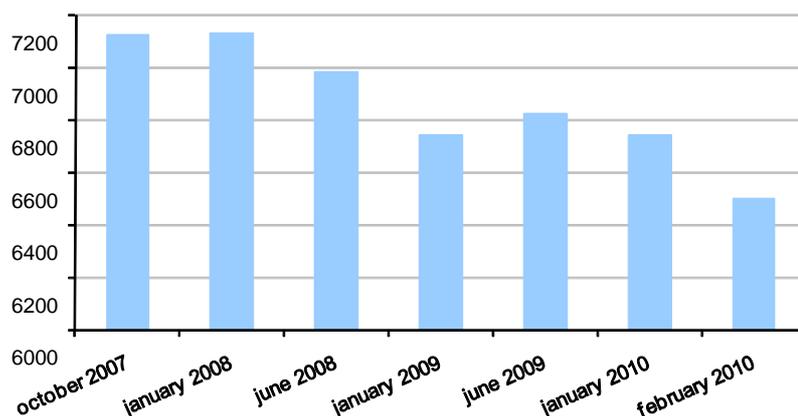
Nombre total d'introductions

Nombre d'introductions moyen (1999 – 2009)

Dates d'entrée en vigueur des directives et règlements boursiers



Nombre de titres admis à la négociation sur les marchés réglementés de l'UE



Source : base de données CERVM

⁵ Depuis 2007, le CERVM entretient une liste complète des titres admis à la négociation sur un marché réglementé de l'Union européenne en application de l'article 27 de la directive MIF. Cette liste donne une indication du nombre de

Les graphiques ci-dessus montrent que la faible activité des marchés d'actions n'est pas uniquement due à une crise économique et financière quasiment sans précédent. Il est souvent considéré que l'augmentation du nombre d'introductions en bourse dans l'UE sur la période 2005-2007 a été favorisée par l'effet dissuasif de la loi Sarbanes-Oxley aux États-Unis. De même, depuis 2005-2006, la tendance négative observée semble également liée à la mise en œuvre de plusieurs directives et règlements européens, notamment de la directive Abus de marché (DAM, en 2004), du règlement qui impose aux sociétés cotées sur un marché réglementé la présentation de leurs états financiers conformément aux normes *International Financial Reporting Standards* - IFRS (en 2005), de la directive Prospectus (en 2005), de la directive Transparence (en 2007) et de la directive Marchés d'instruments financiers (MIF, en 2007)⁶.

Cette tendance touche surtout les petits et moyens émetteurs cotés en Europe (SMILES)⁷. Cette difficulté d'accès aux marchés de capitaux pour les SMILES s'est encore accentuée avec la crise financière. En réalité, parallèlement aux efforts des États membres pour fluidifier le marché du crédit, les marchés de capitaux restent, la seule alternative valable pour le financement des SMILES à long terme.

Cette situation est particulièrement inquiétante compte tenu de l'importance des PME pour l'économie de l'UE. Selon une étude d'Eurostat au niveau européen, *European Business – Facts and Figures*⁸ (2006), 99,8% des 20 millions d'entreprises non financières en activité sont des PME. Plus des deux tiers (67,4%) des effectifs de ces entreprises sont employés par des PME. Dans une enquête de septembre 2009, la Banque centrale européenne⁹ a rappelé cette tendance en soulignant que le financement sur le marché demeurerait très limité, ce qui est « *à la fois un phénomène structurel et la conséquence de la situation difficile des marchés de capitaux durant la tourmente financière* » : seulement 1% des PME avaient émis des titres de dette et un pourcentage similaire avait émis des actions ou fait appel à des investisseurs externes à l'entreprise.

Les raisons qui conduisent à introduire une société en bourse sont très diverses et elles sont étroitement liées à la stratégie de l'entreprise et de ses propriétaires. Les

sociétés cotées sur les marchés réglementés de l'Union européenne. Le nombre d'émetteurs dont les titres sont admis à la négociation sur ces marchés est inférieur au nombre de titres admis à la négociation sur ces mêmes marchés dans la mesure où certaines sociétés cotées émettent plusieurs classes de titres.

⁶ Ces textes sont :

- La directive Abus de marché - DAM (2001/34/CE)
- Le règlement sur l'application des normes comptables internationales (1606/2002)
- La directive Prospectus (2003/71/CE)
- La directive Transparence (2004/109/CE)
- La directive Marchés d'instruments financiers – MIF – (2004/39/CE)

⁷ Exclusivement dans le cadre des directives et règlements communautaires qui concernent les valeurs mobilières (notamment les directives Prospectus, Transparence et Abus de marché), le rapport propose (cf. recommandation n° 1) une définition des petits et moyens émetteurs cotés en Europe (SMILE) ou, plus officiellement des « petits et moyens émetteurs de l'Union européenne (SMI) pour désigner les petites et moyennes sociétés cotées ou souhaitant être cotées. Cette définition ne remet pas en cause la définition européenne des petites et moyennes entreprises (PME).

⁸ http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-BW-09-001/EN/KS-BW-09-001-EN.PDF

⁹ *Survey in the access to finance of small and medium-sized enterprises in the Euro area, septembre 2009:*

<http://www.banque->

[france.fr/fr/eurosys/telechar/bce/2009/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises200909_em.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/eurosys/telechar/bce/2009/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises200909_em.pdf)

justifications les plus souvent citées : faire évoluer l'actionnariat ; renforcer la visibilité et la crédibilité de la société vis-à-vis de ses clients et de ses fournisseurs ; lever des capitaux pour financer de nouveaux projets ; réaliser des fusions et/ou des acquisitions financières ; disposer d'un mécanisme de rémunération des dirigeants et des salariés qui soit mieux corrélé aux résultats. Le fait de rendre l'entreprise responsable à l'égard du marché est également présenté comme une conséquence positive de l'introduction en bourse. La transparence et le jugement des marchés qui en découlent obligent les dirigeants à mettre en œuvre des processus de décision mieux structurés et à promouvoir un pilotage plus efficace de la situation financière et de la gestion des risques de l'entreprise.

Aujourd'hui, un grand nombre de SMILEs, mais aussi les autorités de contrôle, les pouvoirs publics, les bourses et les autres parties prenantes sont d'accord pour estimer que les frais de cotation initiaux et récurrents sont supérieurs aux avantages tirés de la cotation. Les directives communautaires ont donc fixé des exigences qui constituent un obstacle trop important pour les sociétés petites et moyennes en termes de conformité et de coût. Les entretiens le confirment : les associations d'émetteurs sont très critiques sur le caractère disproportionné des règles existantes. Selon plusieurs études menées au niveau européen¹⁰, de nombreuses PME considèrent qu'elles opèrent dans un environnement trop réglementé (44% des PME en 2007). En fin de compte, telles qu'elles existent aujourd'hui, les règles boursières européennes ne remplissent pas leur principal objectif : construire un marché européen unifié des capitaux ouvert à tous les types d'entreprises.

Confrontées à ces facteurs qui dissuadent les entreprises de s'introduire en bourse, les bourses traditionnelles ont créé des marchés alternatifs pour attirer les PME. Aujourd'hui, il existe plus de 13 marchés alternatifs au sein de l'UE. Ces marchés appliquent le droit national (ils ne sont donc pas soumis aux directives européennes) et se caractérisent principalement par des règles d'admission à la cote et des obligations permanentes allégées. Cette solution ne satisfait pas complètement le marché. Certains investisseurs déplorent leur degré de protection plus faible et une liquidité insuffisante. En outre, pour des raisons réglementaires ou fiscales, certaines PME n'ont pas d'autre choix que d'être cotées sur un marché réglementé (par exemple, dans un certain nombre d'États membres, les sociétés immobilières doivent être cotées sur un marché réglementé pour bénéficier d'un régime fiscal spécifique). Enfin, les titres cotés sur les marchés alternatifs ne sont pas automatiquement éligibles au portefeuille des investisseurs institutionnels soumis à la réglementation européenne. En d'autres termes, les entreprises cotées sur un marché alternatif n'ont pas pleinement accès à l'ensemble des ressources financières du Marché Unique.

Par ailleurs, la MIF contribue à accélérer la concentration des transactions et la liquidité des principales sociétés cotées des grands indices boursiers. En moyenne, sur les marchés réglementés de l'UE, 93% des volumes de transactions sont concentrés sur 7% des sociétés cotées. En d'autres termes, 93% des sociétés cotées qui n'ont pas les plus fortes capitalisations boursières ne bénéficient que de 7% des liquidités.

Si cette tendance persiste, les marchés réglementés européens seront, *in fine*, exclusivement constitués de « *Blue Chips* » cotés sur les indices phares. Le risque est

¹⁰ Cf. notamment Flash Eurobaromètre 196, janvier 2007

réel que les évolutions financières et réglementaires conduisent à une désertification des marchés réglementés. En résumé, à moyen terme, le Marché Unique ne permettrait pas de financer l'économie européenne de demain. Cela ne peut être analysé autrement que comme un échec. L'immobilisme n'est pas une option.

b) 2010 offre une occasion unique de mettre en place un environnement réglementaire et financier proportionné et favorable aux petits et moyens émetteurs cotés en Europe (SMILEs)

En 2010, les directives Prospectus, Transparence, Abus de marché et MIF seront révisées. Cette coïncidence offre une occasion unique de réexaminer ces directives selon une approche consistant à « Penser aux PME d'abord ».

Aux États-Unis, la SEC (*Securities and Exchange Commission*) attache une grande importance à l'adaptation du droit boursier aux entreprises de faible et moyenne capitalisation. Un certain nombre de règles de déclaration et d'information financière ont été modifiées afin de créer un régime réglementaire spécifique pour ces entreprises (« *Smaller Reporting Companies* »¹¹). De la même manière, le premier objectif du rapport est d'offrir à cette catégorie de sociétés un accès simplifié et moins coûteux aux marchés de capitaux.

Les recommandations du rapport ont été rédigées après une large consultation des parties prenantes au niveau de l'UE, menée notamment par le biais d'entretiens auprès des bourses, des autorités de contrôle, des ministères des finances nationaux, des associations d'émetteurs, des investisseurs, des avocats, des banquiers, des courtiers et des gestionnaires de fonds de capital-investissement (cf. annexe 1). Toutes les personnes interrogées ont salué cette initiative.

Chaque section du rapport présente un certain nombre de recommandations destinées à favoriser la cotation des SMILEs dans l'ensemble l'UE. Si les recommandations de ce rapport sont prises en compte par la Commission européenne, et, ultérieurement, par le Parlement européen et par le Conseil, il faudra constamment garder à l'esprit les cinq points suivants :

1. Le raisonnement suivi dans ce rapport est pleinement en accord avec les diverses initiatives prises au niveau européen depuis la stratégie de Lisbonne (2000) destinée à dynamiser les PME et à améliorer leur accès au financement. Le rapport s'appuie en particulier sur la Charte européenne des petites entreprises approuvée à Feira en 2000, sur les travaux du groupe de haut niveau indépendant sur les charges administratives institué en août 2007 et présidé par Edmund Stoiber, sur le *Small Business Act* pour l'Europe adopté en juin 2008 et sur les travaux entrepris par le groupe BEI pour faciliter l'accès des PME au financement.
2. Les recommandations sont fortement inspirées par l'objectif fondamental de protection des investisseurs. Aucune d'entre elles n'est susceptible de créer un risque de marché ou un risque systémique. En effet, les SMILEs qui pourraient bénéficier d'un régime

¹¹ Pour les petites entreprises, la première modification de la réglementation a été adoptée par la SEC en 1992 (cf ; Release N° 33-6949 – 30 juillet 1992). La plus récente est le "*Smaller Reporting Company Regulatory Relief and Simplification*".

<http://www.sec.gov/rules/final/2007/33-8876.pdf>

proportionné représentent moins de 7% de la capitalisation boursière totale et du volume des transactions boursières de l'UE.

3. L'idée directrice du rapport n'est pas de remettre en cause ou de porter atteinte aux moyens dont disposent actuellement les SMILES pour se financer sur les marchés de capitaux, mais au contraire de les améliorer et de proposer de nouvelles solutions juridiques pour leur introduction en bourse. En particulier, les propositions visant à faciliter l'accès des SMILES aux marchés réglementés sont mises en œuvre de telle sorte qu'elles préservent la spécificité, la souplesse et l'attractivité des marchés alternatifs.
4. Les émetteurs ont été victimes de la crise financière. De plus, aucune faille réglementaire relative aux règles de cotation ou à l'information financière sur les marchés réglementés n'a été constatée.
5. Le dernier point à garder à l'esprit est que l'adoption d'une partie seulement des recommandations proposées ne sera suffisante ni pour créer une dynamique favorable à l'introduction en bourse des sociétés petites et moyennes, ni pour convaincre les entrepreneurs des avantages de la cotation en bourse. Une action politique visible et déterminée est nécessaire pour créer un environnement nouveau qui facilite le financement des PME sur les marchés de capitaux européens.

Ce rapport comporte quatre sections :

- **La section 1 propose une définition des « petits et moyens émetteurs cotés en Europe »** (SMILES) aux fins des directives et règlements européens qui concernent les valeurs mobilières. Les SMILES bénéficieraient d'un régime réglementaire spécifique.
- **La section 2 examine les directives et des règlements relatifs aux valeurs mobilières selon une approche visant à « Penser aux PME d'abord ».** Elle propose une série de modifications possibles qui créeraient un environnement réglementaire plus favorable à la cotation des SMILES.
- **La section 3 identifie les obstacles à un investissement fluide et de long terme** dans les SMILES qui trouvent leur origine dans la législation européenne sur les services financiers.
- **Enfin, la section 4 propose de créer une plate-forme de négociation européenne commune** qui offrirait aux SMILES une meilleure visibilité et une meilleure liquidité.

Section 1 : DÉFINITION DES PETITS ET MOYENS ÉMETTEURS COTÉS EN EUROPE (SMILES)

1.1 Les définitions et les seuils actuellement en vigueur dans l'UE ne sont pas adaptés aux besoins de cotation et au marché

Au sein de la législation boursière européenne, la directive Prospectus est la seule directive qui fait référence à la définition européenne des petites et moyennes entreprises (PME). Dans le cadre de la directive Prospectus, les PME sont définies comme des sociétés qui présentent au moins deux des trois caractéristiques suivantes¹² :

- un nombre moyen de salariés inférieur à 250 personnes sur l'ensemble de l'exercice,
- un total du bilan ne dépassant pas 43 millions d'euros,
- un chiffre d'affaires net annuel ne dépassant pas 50 millions d'euros.

Cette définition est utilisée de façon transversale dans toute la législation européenne. Elle est destinée à rendre cette législation plus cohérente et compréhensible. Après quatre ans d'application des directives relatives aux valeurs mobilières, il s'avère que la définition des PME et les seuils utilisés ne sont pas adaptés à la cotation. Ces critères apparaissent déconnectés du marché et trop restrictifs dans les États membres qui disposent d'une place financière importante.

1.2 Créer une définition juridique spécifique des « petits et moyens émetteurs cotés en Europe » (SMILEs) à des fins de cotation

Le régime du prospectus européen reconnaît déjà la nécessité de disposer d'un environnement réglementaire spécifique pour les PME. La directive Prospectus donne la possibilité aux PME de bénéficier d'un régime de prospectus adapté. L'article 7, paragraphe 2, e) dispose que « *les activités et la taille de l'émetteur, surtout quand il s'agit de PME* », sont prises en compte et prévoit que les règles qui concernent les informations à inclure au minimum pour le marché « *sont adaptées à leur taille et, le cas échéant, à l'historique de ces sociétés* ». Ce régime adapté devait être précisé au niveau 2 lorsque la directive Prospectus a été adoptée, or ce régime proportionné destiné aux PME n'a jamais été développé. Les PME cotées doivent donc respecter exactement les mêmes obligations que les sociétés qui ont les capitalisations boursières les plus importantes.

Pour la définition des petites et moyennes entreprises, une solution plus pragmatique semble nécessaire. Pour définir les « *Small Reporting Companies* », la SEC a retenu un seuil de 75 millions de dollars américains de flottant : en-dessous de ce seuil, les obligations de communication financière sont adaptées et simplifiées¹³.

Malheureusement, il n'existe pas de définition harmonisée du flottant en droit communautaire et les définitions nationales sont très diverses. Toutefois, le fait que la

¹² Article 2, paragraphe 1, f).

¹³ <http://www.sec.gov/rules/final/2007/33-8876.pdf>

SEC ait recours à des critères de marché pour définir les *Small Reporting Companies* mérite d'être pris en compte. De la même manière, pour élaborer une définition européenne des petits et moyens émetteurs cotés en Europe (SMILEs) qui soit plus proche de la réalité du marché, deux critères devraient être combinés : 1) un critère relatif au prix de l'introduction en bourse (le montant des fonds levés), 2) un critère relatif au rapport entre la capitalisation boursière de l'émetteur et la capitalisation moyenne des marchés réglementés pertinents pour cet émetteur¹⁴. Pour ce dernier critère, en raison de la grande diversité des marchés réglementés européens en ce qui concerne la taille des sociétés cotées, un seuil défini par un montant fixe en euros ne serait ni adapté à la réalité du marché, ni efficace. Sur les plus grands marchés, il ne permettrait d'inclure que les très petites sociétés tandis que sur les marchés de taille plus modeste, il pourrait créer un régime dérogatoire pour presque toutes les sociétés cotées.

Les négociations récentes dans le cadre de la révision de la directive Prospectus ont justement montré que les États membres dont les places financières sont les plus importantes considèrent qu'un critère de capitalisation boursière sous la forme d'un montant fixe en euros est trop bas tandis qu'il est jugé trop élevé par ceux dont la place financière est de taille plus modeste.

Une définition tenant compte de la diversité des marchés serait plus adaptée. Cette définition ne compromettrait pas le Marché Unique. En effet, les émetteurs d'actions ne pourraient procéder à un arbitrage réglementaire dans la mesure où les directives Prospectus et Transparence reposent toutes deux sur le principe suivant : les règles applicables sont celles de l'État membre où se situe le siège statutaire de la société (« Principe de l'État membre d'origine »).

Les conditions d'éligibilité au régime des SMILEs des émetteurs de pays tiers offrant des valeurs mobilières ou souhaitant être cotés dans l'UE devraient être définies par un acte délégué. Cet acte délégué devrait notamment préciser la méthode de calcul de la capitalisation boursière pour les émetteurs de pays tiers (pour les premières cotations comme pour les cotations secondaires) et indiquer comment s'applique l'équivalence des prospectus prévue par l'article 20 de la directive Prospectus.

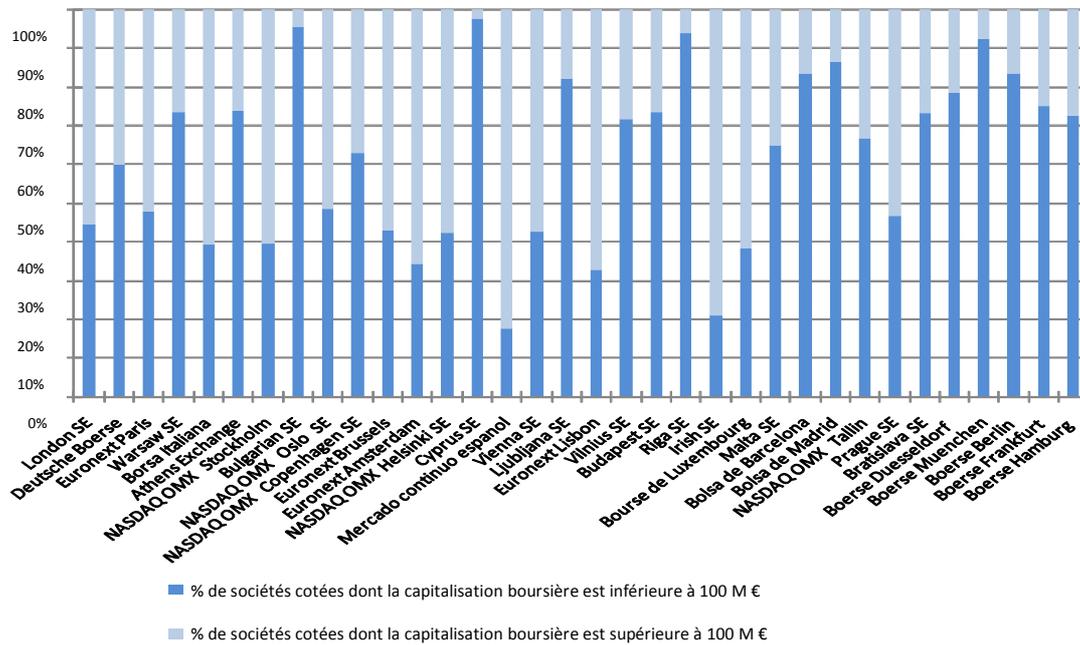
Les définitions différentielles adaptées à chaque État membre ne sont pas nouvelles en droit boursier européen. Ainsi, l'article 27 de la directive MIF et l'article 22 de son règlement d'exécution contiennent déjà une définition des « actions liquides » qui tient compte de la diversité des réalités de marchés dans les États membres¹⁵. Les graphiques ci-dessous illustrent ce qui résulterait de l'application d'un critère de capitalisation exprimé

¹⁴ Quelle capitalisation boursière moyenne faudrait-il utiliser pour déterminer si une société peut continuer à bénéficier du régime des SMILEs ? La capitalisation boursière moyenne du marché réglementé de la **première cotation** de l'émetteur ? Ou la capitalisation boursière moyenne du (des) marché(s) réglementé(s) de l'**État membre d'origine** de l'émetteur ? Pour la plupart des SMILEs, ces deux moyennes coïncident car elles choisissent le plus souvent d'être cotées sur le marché réglementé de l'État membre où se situe leur siège statutaire. Tout bien considéré, si tel n'est pas le cas, le meilleur critère est celui de la capitalisation boursière moyenne du (des) marché(s) réglementé(s) de l'État membre d'origine. Ce critère reflèterait mieux l'environnement économique dans lequel la société opère. Plus important, cela éviterait de semer la confusion chez les investisseurs quant au régime applicable et à l'identification de l'autorité compétente.

¹⁵ Article 22, paragraphe 1 à 3 du Règlement (CE) n° 1287/2006

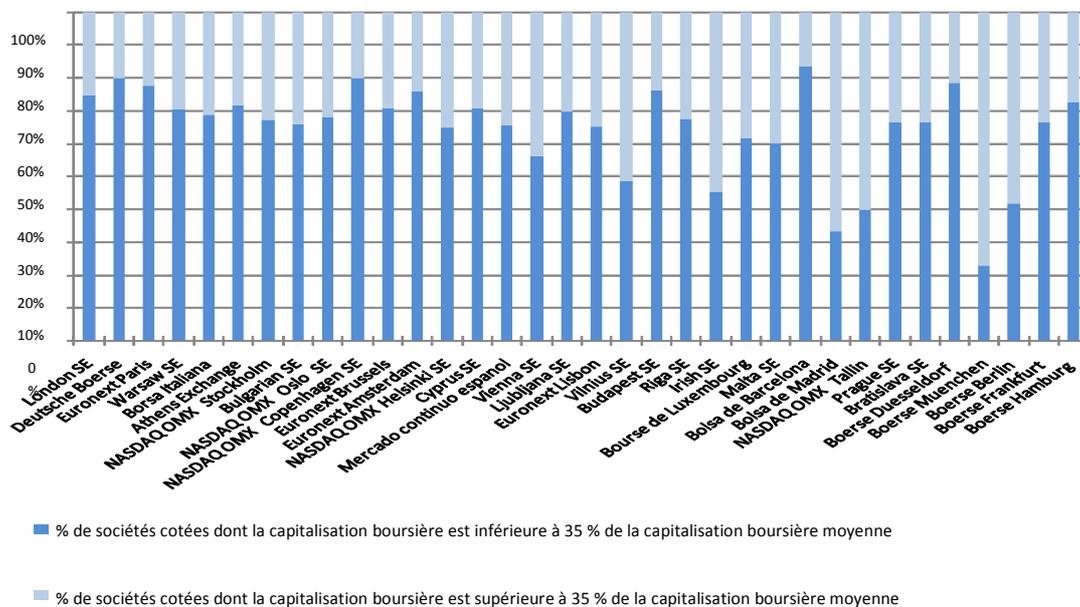
en euros et du résultat de l'application d'un critère fondé sur un pourcentage de la capitalisation boursière moyenne.

**% de sociétés cotées qui bénéficieraient du régime SMILEs si
un seuil de 100 M € était défini
(marchés réglementés, février 2010)**



Source : CERVM, Reuters

**% de sociétés cotées qui bénéficieraient du régime SMILEs si un seuil de 35%
de la capitalisation boursière moyenne était défini
(marchés réglementés, février 2010)**



Source : CERVM, Reuters

Recommandation n° 1 : créer une définition juridique européenne des « petits et moyens émetteurs cotés en Europe (SMILEs)

Il conviendrait de faire figurer dans la directive Prospectus ou dans la directive Transparence une définition à laquelle d'autres directives pourraient se référer. Les petits et moyens émetteurs cotés en Europe (SMILEs) seraient :

- Lors de l'introduction en bourse, les sociétés pour lesquelles le montant des fonds levés est inférieur à 75 millions d'euros. Les États membres devraient avoir la possibilité de décider de fixer un seuil inférieur pour les sociétés dont ils sont l'État membre d'origine.
- ET, si elles sont cotées, les sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 35 % de la capitalisation boursière moyenne sur le(s) marché(s) réglementé(s) de l'État membre d'origine de l'émetteur.

Si un SMILE franchit ce dernier seuil durant deux années consécutives, il cessera d'être considéré comme un SMILE après une période transitoire de 12 mois.

Les seuils devraient être calculés sur la base de la capitalisation boursière de fin d'année pour l'année de l'introduction en bourse et, par la suite, la moyenne des deux années précédentes.

La définition des SMILEs pourrait être insérée dans l'article 2, paragraphe 4 et visée dans l'article 7, paragraphe 2, alinéa e) de la directive Prospectus ou figurer dans son règlement d'application.

Les conditions d'accès au régime des SMILEs pour des émetteurs de pays tiers offrant des valeurs mobilières ou souhaitant être admis à la cote dans l'UE devraient être définies dans un acte délégué.

1.3 « Les SMILEs d'abord » : appliquer le principe « Penser aux PME d'abord » à la législation et à la surveillance des SMILEs

L'usage très limité du principe « Penser aux PME d'abord » dans le processus européen d'adoption de législations financières, en particulier en matière boursière, peut aboutir à des distorsions économiques. À l'avenir, l'impact économique et les coûts disproportionnés induits par une approche de type « taille unique » de même que le recours à des modifications législatives pour introduire plus de souplesse pour les PME doivent être évités. De manière générale, toute proposition législative européenne relative aux émetteurs cotés devrait comporter une analyse coûts-bénéfices et une démonstration visant à prouver qu'un régime proportionné destiné aux SMILEs n'est pas pertinent.

De plus, pour tirer profit de l'expérience de la SEC, il conviendrait d'affecter des ressources spécifiques à la promotion du principe « Penser aux PME d'abord » au sein de la DG Marché Intérieur de la Commission européenne, de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et même de chaque autorité nationale compétente.

Recommandation n° 2 : mettre en œuvre le principe « Penser aux PME d'abord » pour toute législation et pour les activités courantes de surveillance

- La Commission européenne devrait mettre en œuvre le principe « Penser aux PME d'abord » lorsqu'elle propose une nouvelle législation dans le domaine des services financiers, des marchés de capitaux ou relative aux émetteurs.
- Toute nouvelle proposition législative concernant les sociétés cotées devrait comporter une analyse coûts-bénéfices et un examen sur la pertinence de l'introduction d'un régime adapté aux SMILEs.
- Il conviendrait d'affecter des ressources spécifiques à la promotion du principe « Penser aux PME d'abord » au sein de la DG Marché intérieur de la Commission européenne et de la future Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et de créer des services spécialement consacrés aux SMILEs au sein des autorités nationales compétentes.

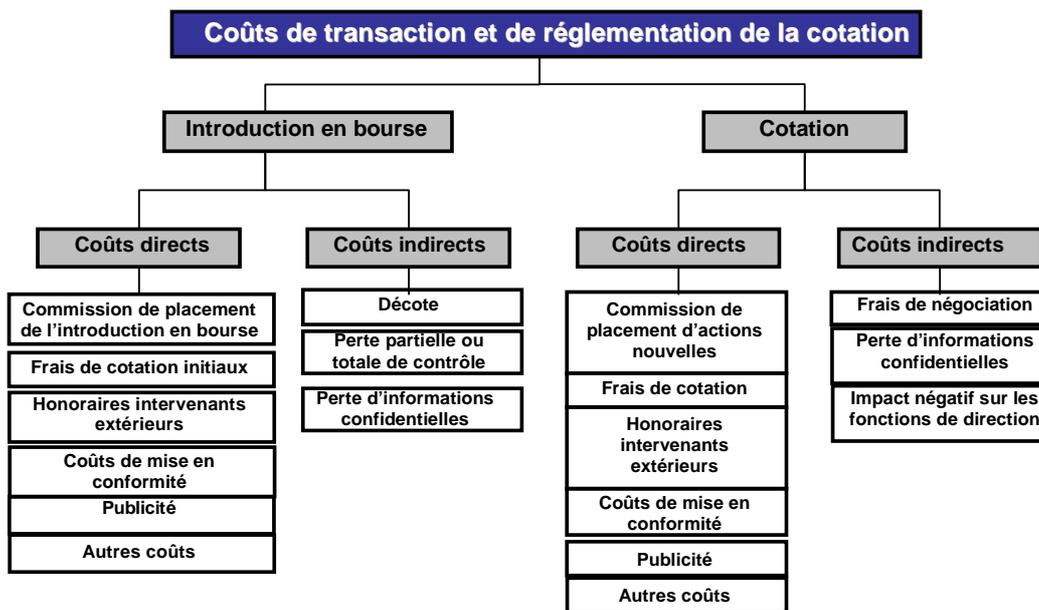
Section 2 : COMMENT DÉFINIR DES EXIGENCES EN MATIÈRE DE COTATION ADAPTÉES AUX SMILES TOUT EN PRÉSERVANT LA CONFIANCE DES INVESTISSEURS ?

Les avantages de la cotation sont de moins en moins perçus par les SMILES. L'attention s'est déplacée et porte désormais essentiellement sur les coûts de cotation initiaux et récurrents. En outre, les émetteurs se plaignent d'une réglementation en constante évolution, ce qui rend le coût d'une introduction en bourse imprévisible et donc difficile à inclure dans un *business case* solide.

2.1 Les SMILES sont confrontés à des coûts de cotation dissuasifs

Le diagramme ci-dessous présente les coûts de transaction et de réglementation de la cotation.

Structure de coûts des marchés de capitaux



Source: Mendoza (2007), d'après Kaserer et Schiereck¹⁶

¹⁶ Extrait de "Securities regulation in low-tier listing venues: the rise of the alternative investment market", Mendoza, août 2007, <http://ssrn.com/abstract=1004548>

Une introduction en bourse nécessite l'assistance de plusieurs prestataires externes (intermédiaires, *listing sponsors*, spécialistes de la communication financière et des relations avec les investisseurs, conseils juridiques, auditeurs, bourses, etc.). Les coûts de certaines de ces prestations sont proportionnels au montant des capitaux levés, d'autres sont fixes. De fait, alors que les frais d'introduction en bourse représentent en moyenne de 2 à 3 % des capitaux levés, ces frais peuvent atteindre jusqu'à 6-10 % pour les petites entreprises en raison des coûts fixes.

Par ailleurs, la production et la diffusion d'informations financières périodiques ainsi que le respect des autres règles applicables aux sociétés cotées sont une source directe de coûts. D'après les entretiens réalisés pendant la mission, on peut estimer que ces coûts varient entre 150 000 euros et 500 000 euros par an pour des entreprises dont la capitalisation est inférieure à 150 millions d'euros. Ces coûts ne sont presque jamais proportionnels à la taille de la société cotée ou au financement apporté par le marché. Dans ces conditions, le coût est proportionnellement plus élevé pour les SMILEs que pour les autres entreprises.

Le but de cette section du rapport est définir une série d'obligations proportionnées en matière de cotation et d'information financière qui puissent diminuer les coûts et ainsi faciliter l'accès des SMILEs au financement par le marché tout en conservant un niveau élevé de protection des investisseurs.

2.2 Des exigences initiales adaptées aux SMILEs

2.2.1 En matière d'offres, des placements privés plus fluides pour les micro-entreprises et les petites sociétés

Aujourd'hui, la directive Prospectus dispose qu'aucun prospectus n'est obligatoire pour les offres d'un montant inférieur à 2,5 millions d'euros, cette limite étant calculée sur une période de 12 mois (article premier, paragraphe 2, h)). Cette disposition vise à dispenser les petites sociétés de l'obligation d'établir un prospectus approuvé par une autorité compétente lorsqu'elles font appel au marché pour lever des fonds d'un montant limité. En dessous de ce seuil, les documents d'information et les circulaires sont purement contractuels.

Dans la mesure où le franchissement de ce seuil déclenche l'obligation de produire un prospectus complet, avec toutes les exigences et tous les coûts correspondants, ce seuil empêche réellement les micro-entreprises et les petites entreprises de lever des fonds de manière plus fluide. Ce seuil pourrait donc être relevé afin de réduire ces coûts.

Recommandation n° 3 : faciliter les placements privés en relevant les seuils qui imposent d'établir un prospectus

Le seuil d'émission de valeurs mobilières en-dessous duquel il n'est pas nécessaire d'établir un prospectus approuvé par une autorité compétente devrait être relevé pour passer à cinq millions ou dix millions d'euros.

2.2.2 En matière de cotation, un prospectus adapté aux SMILEs

En vertu de la directive Prospectus, un émetteur qui souhaite faire admettre à la cote ses actions ou d'autres instruments financiers sur un marché réglementé de l'Union européenne, doit établir et publier un prospectus en utilisant un ou plusieurs des schémas d'information

figurant dans le règlement d'application de la directive (règlement n° 809/2004). L'article 3, deuxième paragraphe du règlement dispose que l'autorité de contrôle qui approuve le prospectus « ne peut exiger qu'un prospectus contienne des éléments d'information non prévus dans les annexes ». Il convient de rappeler que l'article 7, paragraphe 2, e) de la directive prévoit la possibilité d'adapter les obligations en matière d'informations à la taille de l'émetteur. Alors que la directive est entrée en vigueur, la possibilité, pour les PME, d'appliquer des obligations proportionnées en matière d'information financière n'a jamais été mise en œuvre.

Par conséquent, en pratique, le processus de production du prospectus est exactement le même pour une très grande entreprise et pour un SMILE. Il en résulte que la « jurisprudence » établie par les autorités de contrôle pour approuver le prospectus des plus grands émetteurs est appliquée aux SMILEs sans distinction. Cette jurisprudence, qui a sa raison d'être au cas par cas, s'accumule et conduit à la publication de prospectus détaillés et indigestes. De plus, les risques de contentieux ont conduit les émetteurs à publier des informations détaillées qui ne sont pas toujours pertinentes pour prendre des décisions d'investissement. En résumé, la pratique actuelle a conduit à des prospectus juridiquement contraignants pour les émetteurs et qui ne sont plus lisibles par les investisseurs : trop d'information tue l'information.

Plusieurs raisons, dont l'une est structurelle, expliquent cette évolution progressive. Les schémas prévus par le règlement d'exécution sont souvent trop vagues ou trop généraux. Dans ces conditions, les autorités de contrôle disposent d'une grande marge de manœuvre pour interpréter les obligations et réclamer des informations plus précises ou plus détaillées.

C'est pourquoi, paradoxalement, pour aboutir à un prospectus qui ne contienne que les informations pertinentes pour les investisseurs et qui soit lisible dans son intégralité, les dispositions relatives aux schémas devraient être beaucoup plus détaillées. En parallèle, il conviendrait d'appliquer l'article 3, deuxième paragraphe du règlement de façon plus stricte afin de mieux maîtriser le processus de production du prospectus et d'accélérer la procédure de validation. Le risque qu'il manque des informations importantes resterait limité puisque chaque prospectus commence par une déclaration de l'émetteur attestant que les informations fournies sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée.

Recommandation n°4 : fournir aux investisseurs des informations plus pertinentes en créant des schémas spécifiques pour les SMILEs dans le règlement Prospectus

- Il conviendrait d'introduire dans le règlement Prospectus n° 809/2004, au moyen d'un acte délégué (niveau 2), les exigences en matière d'informations financières à inclure dans des schémas adaptés tant pour les actions que pour les titres de créance ou les instruments dérivés et à l'usage exclusif des SMILEs.

- Pour garantir une prévisibilité juridique aux émetteurs, les schémas pour les SMILEs devraient être très détaillés et, autant que faire se peut, inclure toutes les exigences d'information. L'article 3 du règlement susmentionné devrait alors être pleinement respecté.

- Pour en faire un document utile aux investisseurs et contenant les informations essentielles qui leur permettent de prendre leurs décisions d'investissement, le prospectus à l'usage des SMILEs ne devrait pas dépasser 50 pages et son format d'édition devrait être harmonisé sur la base d'un standard technique adopté par le CERVM / la future AEMF (niveau 3).

Pour les SMILEs, le coût d'établissement d'un prospectus détaillé est, bien entendu, plus élevé que pour un émetteur de taille très importante. Il est donc nécessaire de prendre en compte leur spécificité et de créer des schémas spécifiques pour les SMILEs dans le règlement Prospectus, comme l'avait prévu le législateur européen, à l'instar de l'approche adoptée par la SEC américaine, approche qui a récemment évolué dans le « *Smaller Reporting Company (SRC) Regulatory Relief and Simplification* » qui institue des obligations de communication adaptées aux SRC pour les documents d'information. En Europe, la récente proposition de directive de la Commission européenne modifiant la directive Prospectus¹⁷ constitue un excellent point de départ pour introduire un prospectus mieux adapté aux SMILEs.

Le contenu d'un tel prospectus devrait être précisé en modifiant le règlement 809/2004 de niveau 2. Afin de conserver un large spectre de possibilités pour lever des capitaux, il est d'une importance capitale que les schémas mis aux points pour les SMILEs s'appliquent à la fois aux actions, aux titres de créances et aux instruments dérivés. Ces schémas devraient être distincts d'autres schémas qui pourraient être rédigés à des fins différentes (par ex. des droits préférentiels de souscription).

Afin d'offrir aux investisseurs la meilleure qualité d'information, l'élaboration d'un prospectus proportionné destiné aux SMILEs ne doit pas conduire à l'opération simpliste consistant à supprimer des exigences. Cette démarche devrait plutôt rééquilibrer l'importance accordée aux différentes exigences. En d'autres termes, certaines sections des schémas pourraient être plus exigeantes pour les SMILEs, d'autres moins. À titre d'exemple, les SMILEs sont généralement perçus comme des émetteurs plus risqués que les autres. La section sur les « facteurs de risque » pourrait être plus exigeante tandis que plusieurs autres sections du schéma, comme la section sur l'« aperçu des activités » ou sur les « informations sur les tendances », pourraient être réduites de façon significative.

De plus, en s'appuyant sur l'expérience américaine, il serait possible, pour les SMILEs, de limiter à deux ans (au lieu de trois) l'obligation relative aux informations financières historiques à insérer dans le prospectus.

D'éventuelles modifications du document d'enregistrement relatif aux actions sont présentées à l'annexe 2.

Recommandation n° 5 : établir des exigences proportionnées en matière d'informations à inclure dans le prospectus des SMILEs

- L'information financière historique ayant fait l'objet d'un audit, ainsi que toutes les informations qui prennent comme référence la période couverte par l'information financière historique, ne devrait couvrir que les deux dernières années (ou la période d'activité du SMILEs, si celle-ci est inférieure à deux ans).
- Les annexes aux comptes devraient être limitées aux derniers états financiers.
- Des seuils spécifiques de pertinence devraient être adoptés et les informations devraient être exigées uniquement si elles ont un impact important sur le SMILEs.
- Certaines sections (3, 6, 9, 10, 11, 14 et 20) du document de référence relatif aux actions, aux titres de créance et aux instruments dérivés devraient être simplifiées alors que d'autres sections, particulièrement pertinentes pour les investisseurs qui investissent dans les SMILEs (section 4), devraient être davantage développées (cf. annexe 2).

¹⁷ Proposition de la Commission européenne du 23 septembre 2009, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/prospectus/proposal_240909/proposal_fr.pdf

La directive Prospectus prévoit un certain nombre de dérogations à l'obligation de publier un prospectus. L'une d'entre elles est octroyée en cas d'augmentation du nombre d'actions, sur une période de 12 mois, de moins de 10% par rapport au nombre d'actions déjà émises et admises aux négociations sur le même marché réglementé. Le montant des fonds pouvant être levés en bénéficiant de cette dérogation est plus élevé pour les sociétés à forte capitalisation boursière et plus faible pour les SMILEs. Donner plus de souplesse aux SMILEs pour lever des fonds en n'imposant pas de prospectus n'augmenterait pas le niveau de risque sur le marché : de grandes entreprises lèvent des fonds beaucoup plus importants sans établir de prospectus. En outre, étant donné que l'actionariat des SMILEs est généralement beaucoup plus concentré, l'effet de dilution d'une levée de fonds peut être mieux compris. Il devrait donc être possible, pour les SMILEs, après autorisation de l'assemblée générale des actionnaires, de relever le seuil de cette dérogation à 15% du nombre d'actions existantes.

Recommandation n° 6 : introduire davantage de souplesse pour les offres au public de titres

Les SMILEs pourraient être dispensés de l'obligation de publier un prospectus pour des actions représentant, sur les 12 derniers mois, moins de 15% du nombre d'actions de la même catégorie déjà admises aux négociations sur le même marché réglementé.

2.3 Des obligations permanentes adaptées aux SMILEs

Pour chaque obligation de publication périodique, un régime spécifique proportionné peut être mis en place sans affecter ni la transparence du marché, ni le niveau d'information attendu par les investisseurs.

2.3.1 Un format complètement harmonisé pour les rapports annuels

En vertu de l'article 4 de la directive Transparence, un rapport annuel ayant fait l'objet d'un audit est publié au plus tard quatre mois après la fin de chaque exercice.

Dans la mesure où la directive Transparence n'est pas d'harmonisation maximale, la publication des informations annuelles peut varier d'un État membre à l'autre, notamment en ce qui concerne le format, le contenu, le calendrier et l'approbation des états financiers annuels.

Par conséquent, la publication des rapports annuels est souvent imposée par le droit national, qu'il s'agisse du droit commercial, du droit des sociétés ou d'une autre branche du droit, avec diverses spécificités. Les émetteurs respectent plusieurs fois la même obligation d'information et doivent effectuer des publications dans différents formats. Ceci génère des tâches et des coûts inutiles s'agissant d'une même information. Une complète harmonisation de l'obligation relative à la publication des rapports annuels constituerait donc une simplification importante.

Cela permettrait aux sociétés cotées, notamment aux SMILEs, de présenter un document unique qui satisferait à toutes les autres obligations d'information annuelle tandis que des obligations plus contraignantes pourraient être imposées au niveau national. Ce document unique serait le rapport annuel défini dans la directive Transparence.

Recommandation n° 7 : mettre au point un format unique et entièrement harmonisé pour la publication des rapports annuels

A tout le moins pour les SMILEs, et sous réserve d'une harmonisation plus complète du contenu des rapports annuels, la publication des rapports annuels prévue par l'article 4 de la directive Transparence devrait être d'harmonisation maximale.

2.3.2 Un délai plus flexible pour la publication des rapports semestriels

En vertu de l'article 5, paragraphe 1 de la directive Transparence, les rapports financiers semestriels devraient être publiés « *le plus tôt possible après la fin du semestre couvert et au plus tard deux mois après la fin de ce semestre* ». La directive n'impose pas expressément que les rapports semestriels soient vérifiés ou audités par un auditeur externe.

Le délai de deux mois concernant la publication des rapports semestriels est généralement jugé trop court, notamment lorsque la vérification des états financiers semestriels par un auditeur externe est obligatoire. Ce grief est vigoureusement exprimé par les SMILEs, qui, par définition, sont moins bien équipés ou disposent de moins de ressources pour la production de l'information financière.

En outre, les analystes financiers estiment que le délai de deux mois engendre des inefficiences sur le marché. En effet, ce délai provoque un goulet d'étranglement à la fin du deuxième mois lorsque les analystes collectent l'information financière. Confrontés à un flux d'information lors de la parution des résultats semestriels, les analystes doivent sélectionner l'information qu'ils vont examiner et privilégient toujours les entreprises les plus importantes. En d'autres termes, le délai de deux mois laissé pour la publication des résultats semestriels contribue à diminuer la visibilité et l'intérêt des investisseurs pour les SMILEs (il s'agit de ce que l'on appelle le « trou noir »).

C'est une des raisons pour lesquelles l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a récemment proposé que la taille de l'émetteur soit prise en compte pour déterminer la date limite de publication des rapports périodiques¹⁸.

Par conséquent, afin d'accroître la souplesse et de rendre le marché plus efficient, sans remettre en cause le niveau d'information dont doit disposer le marché, il conviendrait d'autoriser les SMILEs à publier leurs rapports semestriels dans un délai de trois mois. Compte tenu du fait qu'en pratique, la plupart des entreprises font vérifier ou auditer leurs rapports semestriels par un auditeur externe, une autre possibilité consisterait à autoriser les sociétés cotées à publier ces rapports dans un délai de trois mois si ceux-ci ont été vérifiés ou audités par un auditeur externe.

Recommandation n° 8 : autoriser un délai de trois mois pour la publication des rapports financiers semestriels

Option 1 :

¹⁸ IOSCO principles for Periodic Disclosure by Listed Entities, juillet 2009

Pour les SMILEs, les rapports financiers semestriels exigés par l'article 5 de la directive Transparence devraient être publiés dans les trois mois qui suivent la fin de la période couverte (au lieu de deux mois).

Option 2 :

Si le rapport financier semestriel a été audité ou révisé par un auditeur externe, le rapport semestriel exigé par l'article 5 de la directive Transparence devrait être publié dans les trois mois qui suivent la fin de la période couverte (au lieu de deux mois).

2.3.3 Une obligation progressive de publication des déclarations trimestrielles intermédiaires des dirigeants (publications trimestrielles)

En raison de l'obligation minimale définie à l'article 6 de la directive Transparence, le contenu de la déclaration trimestrielle intermédiaire de la direction aux premier et troisième trimestres est purement descriptif.

Lors de la transposition de cette obligation minimale prévue par la directive Transparence, plusieurs États membres ont rajouté des éléments obligatoires d'information trimestrielle. En pratique, seule la Suède a décidé de rendre obligatoires les états financiers trimestriels complets. D'autres États membres ont ajouté une obligation de publier certaines données financières chiffrées (notamment le chiffre d'affaires trimestriel). C'est pourquoi, dans bien des cas, la publication de ces informations trimestrielles constitue une obligation chronophage pour les SMILEs, qui ne sont pas toujours en mesure de publier chaque trimestre une information à jour et pertinente pour le marché.

En tout état de cause, les investisseurs estiment que certaines informations publiées selon un rythme trimestriel sont opportunes et contribuent à la visibilité de l'entreprise. Il est donc proposé, concernant la « déclaration trimestrielle intermédiaire des dirigeants », qu'un SMILE puisse décider, pendant une période initiale de trois ans, s'il souhaite se conformer ou non à une pratique de marché largement répandue.

Recommandation n° 9 : permettre aux SMILES de publier progressivement les déclarations trimestrielles intermédiaires de la direction

La publication des « déclarations trimestrielles intermédiaires des dirigeants » exigée par l'article 6 de la directive Transparence ne devrait être rendue obligatoire pour les SMILEs qu'à partir de trois ans à compter de l'admission aux négociations du SMILEs sur un marché réglementé. Durant cette période initiale de trois ans, les SMILEs cotés devraient avoir la liberté de publier les « déclarations trimestrielles intermédiaires de la direction » sur une base volontaire.

2.3.4 Un régime proportionné concernant les normes IFRS de publication des états financiers

En vertu du règlement n° 1606/2002, quelle que soit la taille de l'entreprise, les sociétés cotées sur un marché réglementé de l'UE doivent publier leurs états financiers consolidés conformément aux normes IFRS, telles qu'adoptées par l'UE.

Cette obligation est souvent présentée comme le facteur le plus dissuasif dans la prise de décision par une entreprise de demander la cotation de ses titres sur un marché réglementé européen. Actuellement, dans une large mesure, l'application des IFRS complètes est une des principales raisons de l'introduction en bourse des petites et moyennes sociétés sur des marchés alternatifs qui autorisent l'application de principes comptables généralement admis nationaux (GAAP).

Outre le coût initial supporté par les émetteurs pour basculer des GAAP nationaux aux IFRS, les SMILEs se plaignent de ce que les normes IFRS complètes évoluent constamment et ne sont donc pas prévisibles. Ils doivent surveiller les modifications de ces normes et les interprétations qui en sont données, ce qui représente un coût disproportionné pour les SMILEs.

Revenir à la situation antérieure et autoriser les SMILEs cotés sur un marché réglementé à appliquer les GAAP nationaux pour présenter leurs états financiers n'est généralement pas considéré comme un progrès ou comme une solution viable. De même, étendre l'obligation de présenter des états financiers consolidés en référentiel IFRS intégral aux sociétés cotées sur les marchés alternatifs nuirait à la souplesse dont doivent bénéficier ces marchés.

Il serait possible de procéder à des simplifications en supprimant un certain nombre d'informations non pertinentes pour les SMILEs. Les acteurs du marché estiment également qu'il serait utile d'examiner la possibilité d'autoriser les SMILEs cotés sur un marché réglementé à appliquer les IFRS pour les PME pour présenter leurs états financiers, au lieu des normes IFRS complètes. Les IFRS pour les PME constituent un jeu de normes mises au point et publiées en juillet 2009 par l'IASB (*International Accounting Standards Board*). L'intention initiale de l'IASB est d'appliquer les normes IFRS pour PME aux sociétés qui ne rendent pas de comptes publics. La Commission européenne mène actuellement une vaste consultation sur l'intérêt d'appliquer les IFRS pour les PME aux sociétés non cotées.

Une étude de ces normes montre que, à l'exception de quelques éléments techniques qui ne sont, par définition, pas présents dans les IFRS pour les PME (étant donné que ces normes n'ont pas été conçues à l'origine pour les sociétés cotées¹⁹), rien, sur le plan comptable, ne s'oppose à ce que ces normes soient appliquées par les SMILEs.

Le coût de présentation des états financiers diminuerait pour les raisons suivantes :

- La présentation des états financiers deviendrait beaucoup plus simple ;
- La révision des normes IFRS pour les PME n'interviendrait que tous les trois ans ;
- Le basculement vers les normes IFRS pour les PME serait moins complexe qu'un basculement vers les normes IFRS complètes ;
- Les révisions et/ou les audits par des auditeurs externes prendraient moins de temps ;
- Les SMILEs continueraient à bénéficier d'une comparabilité internationale.

Tout examen de cette possibilité offerte aux SMILEs devrait comprendre une analyse coûts-bénéfices solide et une consultation menée par la Commission européenne et le CERVM/AEMF. Cet examen devrait être suivi d'une décision politique d'approbation de ces normes IFRS en vue de leur utilisation par les SMILEs dans l'UE.

¹⁹ Les paiements fondés sur des actions, certains risques liés au marché et peut-être les informations sectorielles.

Recommandation n° 10 : créer un régime de normes IFRS proportionné pour la publication des états financiers – les IFRS pour les PME

Il convient d'envisager de revoir, pour les SMILEs, l'obligation actuelle de publication de l'information financière en normes IFRS complètes et de prévoir, pour cette catégorie d'émetteurs, une dérogation.

À l'issue d'un examen et d'une consultation approfondie menée par la Commission et le CERVM/AEMF, il conviendrait de donner la possibilité aux SMILEs admis aux négociations sur un marché réglementé d'utiliser les normes IFRS pour PME pour présenter leurs états financiers.

Pour que les IFRS pour PME soient pleinement applicables aux SMILEs, il serait nécessaire d'ajouter certaines exigences en matière d'informations financières non prises en compte à ce stade.

2.3.5 Gouvernance d'entreprise

Dans la plupart des États membres, les règles de gouvernance des sociétés cotées ont été élaborées par les sociétés elles-mêmes et incorporées dans des codes de gouvernance d'entreprise. L'UE a publié plusieurs recommandations sur des points de gouvernance d'entreprise spécifiques mais il n'y a pas de code de gouvernance d'entreprise complet au niveau européen. La directive Prospectus impose aux sociétés cotées « d'appliquer ou d'expliquer » la manière dont elles mettent en œuvre le code national de gouvernance d'entreprise applicable. En général, ces codes ont été rédigés de manière à être applicables à toutes les sociétés cotées quelle que soit leur taille. Très peu d'États membres ont adopté des codes de gouvernance d'entreprise tenant compte des spécificités des sociétés petites ou moyennes, ou applicables aux sociétés cotées sur un marché alternatif²⁰. Les autorités de contrôle ont jugé que ces codes étaient aussi valides que les codes applicables aux plus grandes sociétés cotées. Ils comprennent des obligations de gouvernance plus adaptées à l'actionariat et à la taille des SMILEs. Le respect de ces obligations est par conséquent moins coûteux et moins contraignant. Il serait donc intéressant d'autoriser les SMILEs à faire référence à des codes de gouvernance d'entreprise proportionnés lorsque, en vertu de la directive Prospectus, ils publient leurs pratiques de gouvernance. Sur la base du volontariat, et si possible avec le soutien de la Commission européenne, des associations d'entreprises cotées et des praticiens du droit pourraient même coordonner leurs efforts pour établir des principes généraux à l'échelle européenne.

Recommandation n° 11 : autoriser la référence à des codes de gouvernance proportionnés au niveau national

Dans le cadre de la directive Prospectus, il faudrait autoriser les SMILEs à indiquer la manière dont ils respectent les règles de gouvernance d'entreprise par référence à des codes de gouvernance d'entreprise adaptés aux SMILEs.

²⁰ Le *Corporate Governance Guidelines* de la *Quoted Companies Alliance* (QCA) pour les sociétés cotées sur l'AIM (marché alternatif britannique), de février 2007 ; le Code de gouvernance d'entreprise de Middlesnext pour les sociétés cotées sur Alternext de décembre 2009.

2.3.6 Contrôle interne

En application de l'article 41 de la directive Audit (2006/43/CE), une entité d'intérêt public doit être dotée d'un comité d'audit qui est notamment chargé du suivi de l'efficacité des systèmes de contrôle interne, d'audit interne et de gestion des risques de la société.

Il n'existe cependant ni directive, ni recommandation européenne sur la manière dont ces contrôles internes doivent être organisés. Au niveau national, les autorités compétentes ont élaboré des normes et des directives relatives à la création et au fonctionnement de ces dispositifs de contrôle interne. Dans la plupart des cas, ces normes et ces directives sont applicables à toutes les sociétés cotées. Aux États-Unis, les petites entreprises sont, depuis 2002, dispensées d'appliquer la section 404 de la loi Sarbanes-Oxley sur l'évaluation des contrôles internes par la direction. Le Congrès américain examine actuellement s'il doit ou non prolonger cette dérogation.

Compte tenu de la petite taille et de la faible complexité des SMILEs, en s'appuyant sur l'expérience américaine, les États membres devraient envisager de réexaminer leurs normes et directives relatives au contrôle interne afin d'adapter ces exigences à la taille des SMILEs.

Recommandation n°12 : adapter les normes de contrôle interne aux SMILEs

Les États membres devraient envisager de réexaminer leurs normes de contrôle interne afin de les adapter aux exigences et à la taille des SMILEs.

2.4 Une mise en œuvre pragmatique des obligations relatives à l'intégrité des marchés pour les SMILEs

Les dispositions de la directive Abus de marché (DAM) qui protègent l'intégrité des marchés et relatives aux opérations d'initiés et les manipulations de cours s'appliquent à toutes les sociétés admises aux négociations sur un marché réglementé européen quelle que soit la taille de la société. Aucun argument solide ne justifie la création d'un régime européen à deux vitesses en matière d'intégrité des marchés. Tant le fonctionnement normal et équitable du marché que la confiance des investisseurs ne sont pas négociables. Les principes généraux de la DAM devraient donc continuer à s'appliquer comme aujourd'hui.

Il n'en demeure pas moins que la manière dont certaines obligations pratiques de la DAM s'appliquent peut être réexaminée afin de prendre en compte les spécificités des SMILEs. Cette démarche peut être retenue pour l'obligation d'établir une « liste d'initiés » et pour l'exigence relative à la déclaration des opérations des dirigeants (telles que ces obligations sont définies dans la DAM).

2.4.1 Liste d'initiés

L'article 6, paragraphe 3 de la DAM dispose que les émetteurs doivent établir et actualiser régulièrement une liste de toutes les personnes qui obtiennent des informations privilégiées sur l'émetteur dans l'exercice normal de leur travail. Les listes d'initiés ont pour but d'aider les autorités de contrôle lorsqu'elles enquêtent sur des affaires de délits d'initiés. Les listes d'initiés présentent également l'intérêt d'obliger les personnes qui figurent sur la liste à s'assurer qu'elles respectent scrupuleusement leurs obligations. Exiger de telles listes peut

être utile pour les grandes entreprises où circule un grand nombre d'informations privilégiées. Cependant, l'expérience montre que ces listes sont, en pratique, très peu utilisées dans le cadre d'enquêtes. En outre, cette obligation est perçue uniquement comme une surcharge de travail par les émetteurs, étant donné que ces derniers ne peuvent ni en voir, ni en mesurer les avantages. En tout état de cause, les listes d'initiés ne présentent pratiquement aucun intérêt pour les SMILEs. Les informations privilégiées circulent beaucoup moins dans ces sociétés et elles sont partagées par un très petit nombre de dirigeants facilement identifiables.

Il est donc proposé de dispenser les SMILEs d'établir une liste d'initiés, tout en maintenant l'obligation qui leur incombe de communiquer aux personnes susceptibles d'avoir accès à des informations privilégiées un récapitulatif de leurs obligations au titre de la législation sur les initiés. De plus, les autorités de contrôle doivent avoir accès à tous les documents nécessaires en cas d'enquête.

Recommandation n° 13 : dispenser les SMILEs de l'obligation d'établir une liste d'initiés

Dispenser les SMILEs d'établir une liste d'initiés à condition que les personnes susceptibles d'avoir accès à des informations privilégiées soient dûment informées de leurs obligations légales et réglementaires et averties des sanctions encourues en cas d'utilisation illicite ou de circulation induite de ces informations.

2.4.2 Transactions des dirigeants sur leur propres titres

En vertu de l'article 6, paragraphe 4 de la DAM, les opérations portant sur les actions d'une société, effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes ou par les personnes ayant un lien étroit avec elles pour leur compte propre, ou sur les instruments financiers émis par ladite société sont communiquées à l'autorité de contrôle. Dans certains États membres, aucune notification n'est exigée si le montant total des opérations effectuées au cours de l'année civile est inférieur à 5000 euros.

Une récente consultation menée par la Commission européenne montre que plusieurs acteurs du marché estiment que ce seuil de notification est trop bas. Cette opinion est partagée par toutes les catégories d'émetteurs.

Toutefois, il conviendrait de reconnaître la spécificité des SMILEs qui tient au fait que cette obligation est non seulement contraignante mais qu'elle présente en outre peu d'intérêt pour le marché. En effet, l'actionnariat et la direction des petites et moyennes sociétés sont souvent constitués d'un actionnaire majoritaire qui est également le principal dirigeant. En d'autres termes, ce qui intéresse le marché, c'est d'apprendre que ces actionnaires/dirigeants ont vendu ou acheté des actions ou des instruments financiers qui leur sont liés pour une quantité représentant un certain pourcentage du capital.

Une obligation imposant aux dirigeants des SMILEs de publier les opérations reflétant l'évolution de leur investissement dans l'entreprise serait plus utile au marché. Il est donc proposé de fixer, pour les SMILEs, un seuil en pourcentage de la capitalisation boursière plutôt qu'un faible montant en euros.

Recommandation n° 14 : fournir au marché des informations plus pertinentes sur les opérations effectuées par les dirigeants des SMILEs

Créer, à l'article 6 du règlement d'exécution de la DAM, un régime spécifique aux termes duquel les dirigeants de SMILEs devraient notifier leurs transactions réalisées sur les actions, ou sur les instruments financiers liés aux actions émises par la société qu'ils dirigent, lorsque ces opérations représentent, à la fin de l'année civile, plus de 0,02 % de la capitalisation boursière de l'entreprise (telle qu'elle a été calculée à la fin de l'année civile précédente).

2.4.3 Apporteurs de liquidité

Afin d'améliorer les négociations et la liquidité sur leurs marchés, notamment pour les actions des SMILEs, les marchés réglementés ont encouragé les activités des teneurs de marché et des apporteurs de liquidité. Ces derniers sont des entreprises d'investissement qui jouent le même rôle que les teneurs de marché mais n'agissent pas pour leur compte propre. Les apporteurs de liquidité effectuent des opérations sur le fondement d'un accord passé avec l'émetteur concerné, des « murailles de Chine » adéquates le séparant de ce dernier.

Certains États membres ont jugé que l'apport de liquidité était « une pratique de marché admise » au sens de la DAM, mais, dans d'autres États membres, certaines autorités compétentes considèrent encore cette pratique comme une manipulation.

Par conséquent, au sein du Marché Unique, les apporteurs de liquidité peuvent opérer légalement dans un État membre et risquent d'être condamnés s'ils lancent la même activité dans un autre État membre.

Autoriser les activités des apporteurs de liquidité dans toute l'UE améliorerait considérablement la liquidité des actions des SMILEs admis aux négociations sur les marchés réglementés européens.

Recommandation n° 15 : favoriser les apports de liquidité vers les actions des SMILEs cotés sur les marchés européens réglementés

Les apporteurs de liquidité, opérant avec les « murailles de Chine » adéquates et sur le fondement d'un accord passé avec l'émetteur, devraient disposer de bases légales pour pouvoir offrir leurs services dans toute l'Union européenne.

La DAM ainsi que son règlement d'exécution devraient explicitement reconnaître cette activité comme étant une « pratique de marché admise ». En particulier, l'article 3 du règlement n°2273/2003 sur les programmes de rachat d'actions devrait considérer comme l'un des objectifs autorisés d'un programme de rachat d'actions celui de faciliter les activités des apporteurs de liquidité.

Section 3 : COMMENT ACCROÎTRE L'INTÉRÊT DES INVESTISSEURS POUR LES SMILES ?

L'un des principaux obstacles à la négociation des titres des sociétés de faible ou moyenne capitalisation est leur liquidité réduite et le désintérêt croissant des investisseurs institutionnels. Des initiatives peuvent être prises au niveau européen pour favoriser les investissements en actions (ou autres types d'instruments financiers) dans les SMILEs et pour neutraliser les conséquences involontaires de la législation européenne sur les services financiers qui décourageraient ou compromettraient les placements en actions.

3.1 Créer des véhicules d'investissement européens spécialisés dans les SMILEs

3.1.1 *Créer un passeport européen pour les fonds de capital-investissement domiciliés dans l'UE*

Créer un passeport européen pour les fonds de capital-investissement domiciliés dans l'UE les plus importants serait porteurs de réels bénéfices économiques. Cela permettrait une plus grande fluidité des placements effectués par ces fonds et une meilleure allocation des ressources financières au sein du Marché Unique pour les jeunes entreprises innovantes qui, tôt ou tard, sont susceptibles d'être admises aux négociations sur un marché alternatif ou réglementé.

Il conviendrait d'utiliser le projet de directive AIFM pour autoriser ces fonds à bénéficier d'un passeport européen à l'égard des investisseurs professionnels.

Recommandation n° 16 : créer un passeport européen pour les fonds de capital-investissement

Créer, directement ou par l'intermédiaire des gestionnaires de fonds, un passeport européen pour les fonds de capital-investissement domiciliés dans l'UE qui serait assorti de règles de fonctionnement adaptées. La directive AIFM actuellement en discussion pourrait être utilisée à cette fin.

3.1.2 *Une catégorie d'organismes de placement collectif (OPCVM) spécifiquement dédiés aux investissements dans les SMILEs*

À l'heure actuelle, les OPCVM peuvent investir dans toute valeur mobilière cotée sur un marché d'un État membre, « réglementé, en fonctionnement régulier, reconnu et ouvert au public ». Les divers ratios d'investissement ne dépendent pas de la capitalisation boursière de l'émetteur sous-jacent et rien n'empêche les OPCVM d'investir dans les SMILEs.

Néanmoins la liquidité insuffisante et les contraintes liées à la contrainte d'actif-passif peuvent dissuader les gestionnaires de fonds d'investir dans les SMILEs au travers d'OPCVM. Une certaine souplesse est offerte par l'article 34 de la directive OPCVM qui dispose que le fonds doit rendre public le prix d'émission, de vente, de rachat ou de remboursement de ses parts chaque fois qu'il émet, vend, rachète ou rembourse ses parts, et ce, au moins deux fois par mois, ou encore, dans certaines conditions, une fois par mois.

Il ne paraît pas souhaitable d'augmenter cette fréquence de remboursement. Un tel changement pourrait affecter la réputation des OPCVM, qui sont considérés comme un placement sûr dans toute l'Union européenne. Il serait néanmoins intéressant d'étudier la possibilité de créer, dans le cadre de la directive OPCVM, une nouvelle catégorie d'OPCVM dédiée aux investissements dans les SMILEs et à laquelle s'appliqueraient des règles spécifiques (règle de *lock-up*, *side-pockets*, etc.) et de définir les conditions dans lesquelles les fonds de capital-investissement domiciliés dans l'UE pourraient bénéficier d'un passeport européen et être commercialisés auprès des investisseurs individuels.

Recommandation n° 17 : créer un OPCVM spécifiquement dédié aux investissements dans les SMILEs

La Commission européenne devrait étudier la possibilité de créer, dans le cadre de la directive OPCVM, une nouvelle catégorie d'OPCVM dédiée aux investissements dans les SMILEs et à laquelle s'appliqueraient des règles spécifiques. Elle devrait également étudier les conditions dans lesquelles les fonds de capital-investissement domiciliés dans l'UE pourraient bénéficier d'un passeport européen et être commercialisés auprès des investisseurs individuels.

3.2 Éliminer les obstacles qui compromettent la fluidité des placements en actions dans les SMILEs

Au cours de presque tous les entretiens, les personnes interrogées ont insisté sur le désintérêt des investisseurs pour les sociétés de capitalisation faible ou moyenne. Ce constat reste vrai quel que soit le profil de l'investisseur. Conséquence quasiment inévitable, les investissements se concentrent sur les actions des plus grandes sociétés des principaux indices boursiers. À titre d'exemple, en moyenne, 10% seulement du portefeuille des assureurs européens sont investis en actions et les investissements dans les sociétés ayant une capitalisation faible ou moyenne ne représentent que 10 à 20% de ce montant (soit 1 à 2% du portefeuille d'investissement total). Il n'existe qu'un nombre limité d'OPCVM dédiés aux entreprises de capitalisation faible ou moyenne et tous ont un caractère national marqué. Il manque au Marché Unique des véhicules et des incitations spécifiques pour investir dans les SMILEs.

De même, les investisseurs individuels investissent peu dans les SMILEs, sauf lorsqu'ils y sont encouragés par des incitations fiscales. Dans plusieurs États membres, la fiscalité s'est avérée être un moyen très efficace pour accroître l'intérêt des investisseurs individuels pour les entreprises de faible ou moyenne capitalisation. Ces incitations ont pris différentes formes. Comme les questions fiscales sont essentiellement du ressort des États membres, aucune action importante ne peut être réellement engagée au niveau européen en la matière. Néanmoins, les États membres pourraient trouver avantage à partager leur expérience relative aux diverses mesures fiscales qui ont incité les particuliers à investir dans des actions. La législation prudentielle des compagnies d'assurance et des établissements de crédit constitue également un obstacle aux investissements. Cette législation relève souvent d'une approche dans laquelle priment la gestion des risques et la stabilité financière. Sur ces questions, la crise financière a conduit les autorités de contrôle à être très conservatrices et averses au risque. Il est légitime de vouloir améliorer les exigences en fonds propres des établissements financiers, conformément à l'accord passé

au niveau du G20. Cependant, il conviendrait d'avoir une vision plus globale de l'impact de ces mesures sur l'ensemble de l'économie européenne avant de prendre une décision définitive. En particulier, imposer de strictes exigences en fonds propres pour certaines classes d'actifs et non pour d'autres déclencherait de violentes recompositions de portefeuille qui pourraient sérieusement remettre en question l'allocation efficace des ressources financières pour les émetteurs.

On peut prévoir que l'exemple le plus grave de ces conséquences involontaires sera observé à l'entrée en vigueur de la directive Solvabilité II. En application de l'approche fondée sur les risques de cette directive, les portefeuilles d'actifs des compagnies d'assurance européennes seront soumis à des exigences en fonds propres. Les risques seront quantifiés sur une très brève période, ce qui n'est généralement pas pertinent pour mesurer les risques liés à un placement en actions. Dans ces conditions, le coût en capital nécessaire pour couvrir le risque d'investissement en actions deviendra extrêmement dissuasif et sera plus élevé que pour d'autres classes d'actifs, notamment les titres de dette. Il va sans dire que cela affectera gravement les marchés d'actions pour les entreprises de capitalisation faible ou moyenne. Il est primordial pour le financement de l'économie européenne que la Commission européenne et les responsables politiques des États membres ainsi que le Parlement européen aient la possibilité de mesurer pleinement les conséquences de la directive sur une allocation efficace des ressources financières au sein du Marché Unique avant d'adopter les mesures d'exécution finales de cette directive.

Sans compromettre les objectifs de stabilité de la directive, des exigences en fonds propres moins conservatrices que celles qui sont aujourd'hui envisagées peuvent être appliquées aux placements en actions. Il est même possible d'opérer des distinctions, notamment en faveur des SMILEs, puisque ces derniers représentent une très faible part du portefeuille des compagnies d'assurance.

Recommandation n° 18 : s'assurer que les exigences en matière de capital et de liquidité définies dans la directive Solvabilité II n'affectent pas les placements en actions, notamment dans les SMILEs

- Quand ils examineront les mesures d'exécution de la directive solvabilité II, la Commission européenne, les États membres et le Parlement européen devront être capables de mesurer l'impact global de ces obligations prudentielles sur une allocation efficace des ressources financières dans toute l'Union européenne.
- Il conviendrait notamment, pour les placements en actions, d'envisager des exigences en matière de capital moins sévères que celles qui sont actuellement en discussion.
- Les exigences en matière de capital pourraient même être encore plus réduites pour les placements en actions de SMILEs, compte tenu du très faible pourcentage qu'ils représentent dans le portefeuille des assureurs.

La révision, qui résulte directement de la crise financière, des règles prudentielles et de liquidité définies par la directive sur les fonds propres réglementaires (Bâle II) peut avoir le même type d'effet dissuasif sur les placements en actions. À nouveau, il est essentiel de parfaitement comprendre les conséquences de ces mesures sur le Marché Unique et sur l'économie européenne avant de prendre une décision ferme et définitive.

Enfin, dans une perspective d'investissement à plus long terme, l'existence de fonds de pension dans plusieurs États membres alors qu'il n'existe pas de cadre juridique européen

pour ces fonds, ne favorise pas les investissements en actions importants sur le long terme.

Section 4 : PENSER AUX PETITS EMETTEURS, AGIR EN GRAND – METTRE EN PLACE UNE PLATE-FORME EUROPÉENNE DE NÉGOCIATION COMMUNE POUR LES SMILES

La création d'un régime réglementaire spécifique pour les SMILEs favorisera leur cotation sur les marchés réglementés et alternatifs européens.

Cela ne modifiera pas l'organisation des marchés financiers et offrira de nouvelles possibilités. Le but de ce rapport n'est pas de remettre en cause le mode de fonctionnement des marchés alternatifs. Au contraire, suite aux recommandations de ce rapport, les sociétés cotées sur un marché alternatif bénéficieront d'un régime de prospectus proportionné. Les autorités de contrôle et/ou les législateurs nationaux resteront libres d'appliquer ou non aux sociétés cotées sur les marchés alternatifs les autres dispositions applicables aux SMILEs.

Aucune raison économique fondamentale n'impose d'harmoniser le fonctionnement des marchés alternatifs et des systèmes multilatéraux de négociation (SMN) en droit communautaire. Ces marchés jouent un rôle crucial de première porte d'entrée pour les micro-entreprises et les petites sociétés. Ils sont très souples, très ouverts et offrent des solutions davantage conçues « sur mesure » pour les petites entreprises en dehors du cadre des directives européennes. Cette souplesse devrait être conservée car elle joue un rôle économique réel. En outre, la base d'investisseurs des marchés alternatifs est essentiellement nationale.

Le fait que les marchés alternatifs ne soient pas régis par le droit européen n'est pas en contradiction avec le constat que ces marchés attirent des valeurs internationales, établissent des relations transfrontalières ou avec la possibilité qu'ils puissent collaborer afin d'harmoniser leurs règlements et tenter d'obtenir une visibilité qui dépasse leurs frontières nationales.

En ce qui concerne l'activité des SMILEs actuellement cotés sur les marchés réglementés européens, un certain nombre de points faibles ont été identifiés :

- **Les SMILEs se plaignent du manque de liquidité** qui rend le cours de leurs actions plus volatil et qui a un impact direct sur leur valorisation. Ils se plaignent également de l'absence de suivi de leur titre par les analystes financiers et du peu d'intérêt manifesté par les investisseurs, notamment les investisseurs institutionnels étrangers.
- **Les intermédiaires sont de moins en moins actifs sur les SMILEs.** L'absence d'introduction en bourse et l'insuffisance de la liquidité rendent très fragile la justification économique d'une présence active sur ce marché, lorsqu'elle existe. De fait, seule la fourniture d'une gamme complète de services (conseils pour l'introduction en bourse, placement d'émissions de titres, prestations de *listing sponsor*, analyse financière et suivi du titre, apports de liquidités, tenue de marché, courtage pur, etc.) permet aux intermédiaires d'être rentables.
- **Les principaux investisseurs institutionnels concentrent leurs investissements en actions sur les principaux indices.** Les fonds et les spécialistes des entreprises de faible ou moyenne capitalisation sont très souvent amenés à revoir leur stratégie dans le

temps en raison du manque de liquidité et de la forte volatilité du cours de leurs actions. Lorsque les cours baissent, l'obligation qui incombe aux OPCVM de diversifier leur portefeuille les contraint à investir dans des actions plus liquides. Ils se plaignent également du manque de visibilité des SMILEs au niveau européen et de l'absence d'indices européens reflétant les résultats de ce type d'entreprises.

- **Par suite de l'adoption de la directive MIF, les activités bénéficiaires principales des opérateurs de marchés réglementés sont de plus en plus liées au volume des transactions sur les capitalisations boursières les plus élevées** (où ils subissent une concurrence aiguë). Les transactions sur leurs compartiments respectifs dédiés aux SMILEs ne constituent plus du tout un centre de profit, d'autant que le nombre de sociétés cotées diminue chaque année. Toutes les tentatives opérées au niveau national pour améliorer la liquidité sur ces segments de marché n'ont pas radicalement modifié la situation et laissent les acteurs insatisfaits de l'environnement actuel.

Les recommandations du rapport offrent une solution possible pour relancer les introductions en bourse de SMILEs. Cependant, la liquidité et l'intérêt des investisseurs ne se décrètent pas. Il est donc nécessaire de rechercher une solution de marché pour redynamiser les transactions sur les SMILEs dans l'UE.

Une possibilité serait de créer un guichet unique permettant de négocier les titres de SMILEs. L'idée est assez simple. Tout en gardant les fonctions et les services de cotation au niveau de chaque marché réglementé, ces marchés pourraient mutualiser la négociation des titres des SMILEs cotés dans l'ensemble de l'UE. Cette idée pourrait prendre la forme d'une plate-forme multilatérale de négociation commune qui permettrait de négocier les valeurs de 2000 à 4000 SMILEs.

Pour les opérateurs de marché, les avantages d'un tel regroupement seraient les suivants :

- **Les SMILEs continueraient de se coter et d'être cotés sur le marché réglementé de leur choix** afin de conserver une proximité avec leur marché et leurs actionnaires nationaux. Cependant, ils bénéficieraient d'une plate-forme de négociation commune à toute l'UE et accessible à l'ensemble de la liquidité européenne. Cette plate-forme de négociation commune améliorerait leur visibilité vis-à-vis des investisseurs européens et apporterait une solution au problème notoire de « trou noir » que subissent les entreprises européennes de faible ou moyenne capitalisation.
- **Les services liés aux introductions en bourse continueraient d'être fournis localement**, mais les intermédiaires pourraient effectuer leurs opérations sur 2000 à 4000 SMILEs en un seul lieu de négociation (et économiser des frais d'adhésion). Cela ouvrirait à la voie à de multiples stratégies de négociation et de courtage ou à d'autres services d'investissement connexes (*benchmarking*, investissements par secteurs, tenue de marché, analyse financière comparative et suivi de sociétés de toute l'UE, etc.).
- **Disposant d'une plate-forme de négociation commune, les investisseurs auraient un accès simple et direct à tous les SMILEs représentant l'avenir de l'économie européenne.** Cette simplification et la présence plus active des intermédiaires amélioreraient la liquidité des SMILEs. Si des indices, et éventuellement les options et contrats à terme correspondants, étaient mis au point sur cette plate-forme européenne, la liquidité en serait également améliorée et les choix d'investissement rendus plus efficaces.

- **Les bourses (ou les opérateurs en charge des marchés réglementés) conserveraient leurs services et leurs capacités de cotation** et, en plus des SMILEs dont elles assurent la cotation, pourraient offrir à la négociation tous les SMILEs cotés sur les autres marchés réglementés de l'UE.
- **Enfin, les autorités nationales de contrôle continueraient à partager leurs responsabilités comme elles le font aujourd'hui conformément aux directives applicables.** L'agrément et la tutelle de la plate-forme commune pourraient être directement intégrés au champ de compétence de l'AEMF.

La création de cette plate-forme de négociation serait bénéfique à tous les acteurs du marché. Néanmoins, une question essentielle se pose immédiatement : comment peut-elle être créée ?

L'histoire des bourses européennes foisonne d'exemples de projets de fusions qui se sont soldés par un échec. En l'espèce, cependant, les chances de succès sont plus élevées. La raison en est que le PASF a considérablement harmonisé les exigences initiales et permanentes en matière de cotation, ce qui permet aux investisseurs de comparer les entreprises de faible ou moyenne capitalisation à travers toute l'UE. Cette tendance serait renforcée si le régime des SMILEs était intégralement mis en œuvre.

Par ailleurs, l'idée n'est pas de fusionner les principaux centres de profit des bourses aujourd'hui en concurrence. Pour les sociétés ayant une faible ou moyenne capitalisation, la concurrence entre les bourses s'exprime au moment de l'introduction en bourse. Cette concurrence continuerait de s'exprimer. Ce qui est proposé, c'est la mise en commun des services de négociation pour les SMILEs et, ainsi, de permettre à cette activité de devenir rentable.

Cette plate-forme de négociation pourrait être créée de plusieurs manières. En application de la directive MIF, la plate-forme pourrait par exemple être créée conjointement par les opérateurs des marchés réglementés existants, les intermédiaires/courtiers actifs et les investisseurs institutionnels à long terme sous la forme d'un SMN regroupant toutes les activités de négociation sur les SMILEs. Les parties à l'accord décideraient de la meilleure manière de partager les investissements initiaux et les bénéfices. Dans un premier temps, les mécanismes de compensation et de règlement resteraient indépendants, cependant, rien n'empêcherait qu'une solution plus intégrée voie le jour ultérieurement. *Target 2 Securities* (T2S) contribuera sans aucun doute à aller dans cette direction.

Cependant, l'expérience montre que la présence d'un acteur extérieur neutre, agissant comme un « catalyseur », pourrait être bénéfique. Cet acteur faciliterait les discussions et s'assurerait que le projet démarre et progresse réellement. Dans un cadre européen, la Banque européenne d'investissement (BEI) serait le candidat le plus approprié pour tenir ce rôle. La BEI n'est pas une banque en concurrence avec les marchés réglementés et elle dispose d'un mandat institutionnel confié par l'UE. La banque a acquis une grande expérience en ce qui concerne les PME, à l'échelle de l'UE.

Recommandation n° 19 : conserver la souplesse et l'attractivité des marchés alternatifs

- Les SMILEs cotés sur les marchés alternatifs devraient bénéficier de toutes les modifications apportées à la directive Prospectus, et notamment de la possibilité de publier un prospectus proportionné.
- L'extension des dispositions des autres directives ou règlements européens aux marchés alternatifs devrait être laissée à la discrétion des États membres et/ou des autorités nationales compétentes ou aux opérateurs de marché eux-mêmes.
- L'harmonisation des règles de marché ou de l'activité transfrontalière des marchés alternatifs ne devrait pas être menée à bien par le biais d'une directive européenne mais plutôt laissée au libre jeu du marché.

Recommandation n° 20 : mettre en place une plate-forme de négociation européenne commune pour les SMILEs

- Les opérateurs des marchés réglementés européens, des intermédiaires/courtiers actifs ainsi que des investisseurs institutionnels de long terme pourraient travailler ensemble, sous les auspices de la Banque européenne d'investissement (BEI), afin de créer une plate-forme européenne de négociation multilatérale pour tous les SMILEs cotés sur leurs marchés réglementés.
- Les fonctions et les revenus de l'activité de cotation resteraient au niveau de chaque marché réglementé européen tandis que les revenus tirés de l'activité de négociation seraient partagés entre les copropriétaires de la plate-forme.
- Le contrôle du respect des règles de cotation et des obligations d'information périodique et permanente par les SMILEs resterait du ressort de l'autorité compétente de l'État membre d'origine conformément aux directives applicables.
- Soit en vertu d'une délégation des autorités nationales compétentes à l'AEMF, soit en vertu de pouvoirs directement conférés à l'AEMF par la MIF, cette plate-forme de négociation commune devrait être agréée et surveillée directement par l'AEMF.

Annexe 1 : liste des entretiens et des contributions

La liste des entretiens réalisés et/ou des contributions reçues n'est qu'informative. Si les avis recueillis ont considérablement amélioré la compréhension des difficultés actuelles concernant le marché des introductions en bourse et le financement des SMILEs, les opinions exprimées dans le rapport ne sauraient cependant en aucun cas être attribuées aux individus, institutions, cabinets ou organisations nommés ci-dessous.

Institutions européennes / ministères des finances / organismes internationaux

- Commission européenne - DG Marché intérieur et DG Entreprises (Europe)
- Parlement européen (Europe)
- Banque européenne d'investissement (Europe)
- International Accounting Standard Board - IASB (Royaume-Uni)
- Ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi (France)
- Bundesministerium der Finanzen (Allemagne)
- Ministerio de Economía y Hacienda (Espagne)
- Ministero dell'Economia e delle Finanze (Italie)
- Her Majesty's Treasury (Royaume-Uni)
- Conseil national de la comptabilité – CNC (France)
- Médiateur du crédit (France)

Autorités de contrôle

- Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières - CERVM (Europe)
- Autorité des marchés financiers - AMF (France)
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - BaFin (Allemagne)
- Comisión Nacional del Mercado de Valores - CNMV (Espagne)
- Commissione Nazionale per le Società e la Borsa - Consob (Italie)
- Financial Services Authority - FSA (Royaume-Uni)
- Securities and Exchange Commission - SEC (États-Unis)

Bourses / marchés alternatifs

- Fédération des Bourses européennes - FESE (Europe)
- Bourse du Luxembourg - BDL (Luxembourg)
- Bolsa y Mercados Españoles - BME (Espagne)
- Borsa Italiana (Italie)
- Deutsche Börse - AG (Allemagne)
- Irish Stock Exchange -ISE (Irlande)
- London Stock Exchange - LSE (Royaume-Uni)
- Nasdaq-OMX (Suède, Finlande, Norvège, Danemark, Lituanie, Islande, Estonie, Lettonie)
- NYSE Euronext (France, Pays-Bas, Belgique, Portugal)

- Alternative Investment Market - AIM (Royaume-Uni)
- Plus Market (Royaume-Uni)
- Warsaw Stock Exchange (Pologne)
- Alternext (France)
- Mercado Alternativo Bursatil - MAB (Espagne)
- Alternative Investment Market Italia - AIM Italia (Italie)

PME et/ou sociétés cotées

- European Issuers (Europe)
- Union européenne de l'artisanat et des petites et moyennes entreprises - UEAPME (Europe)
- The Quoted Companies Alliance– QCA (Royaume-Uni)
- Assonime (Italie)
- Association des sociétés polonaises cotées - SEG (Pologne)
- MiddleNext (France)
- Mouvement des entreprises de France - Medef (France)
- Confédération générale des petites et moyennes entreprises - CGPME (France)
- Association des moyennes entreprises patrimoniales - ASMEP ETI (France)
- Association française des entreprises privées - AFEP (France)
- Association des émetteurs grecs (Grèce)
- Deutsche Aktieninstitut - DAI (Allemagne)
- Association of Chartered Certified Accountants – ACCA (Royaume-Uni)
- Chambre de commerce tchèque (République tchèque)
- Unie van Zelfstandige Ondernemers – UNIZO (Belgique)
- Zentralverband des Deutschen Handwerks - ZDH (Allemagne)
- Handwerksrådet (Danemark)
- LPA Group (Royaume-Uni)
- The Character Group (Royaume-Uni)
- Thermador (France)
- Solucom (France)
- Homair (France)
- Société foncière lyonnaise (France)

Investisseurs / fonds de capital-investissement

- Fonds européen d'investissement – FEI (Europe)
- Fédération européenne des associations d'analystes financiers – EFFAS (Europe)
- Association européenne des fonds et sociétés de gestion - EFAMA (Europe)
- Association européenne du capital-investissement et du capital risque - EVCA (Europe)
- Comité Européen d'Assurance – CEA (Europe)
- Association française de gestion (France)
- Association française des investisseurs en capital - AFIC (France)
- Investment Management Association - IMA (UK)
- Fédération française des sociétés d'assurance – FFSA (France)
- Caisse des dépôts et consignations (France)
- Brewin Dolphin Ltd (UK)
- Share Center Ltd (UK)
- Moneta (France)
- Crédit Agricole Asset Management (France)

Banques / intermédiaires spécialisés dans les valeurs moyennes

- Fédération bancaire européenne – FBE (Europe)
- Associazione Bancaria Italiana – ABI (Italy)
- Fédération bancaire française – FBF (France)
- Association des marchés financiers – AMAFI (France)
- Allegra Finance (France)
- Crédit du Nord (France)
- City Group (UK)
- Euroland (France)
- Oddo (France)
- Natixis (France)
- Portzamparc (France)
- Arkéon Finance (France)

Cabinets d'avocats / cabinets de conseils

- Clifford Chance (UK)
- Fidal (France)
- Servulo & Associados (Portugal)
- Marccus Partners (France)
- Faegre & Benson LLP (UK)
- Stikeman Elliott LLP (UK)
- David Venus & Company (UK)
- Moorhead James LLP (UK)

Cabinets d'audit / cabinets d'expertise comptable

- Fédération des Experts-Comptables Européens - FEE (Europe)
- Mazars
- Price Waterhouse Coopers
- KPMG
- BDO
- Ricol-Lasteyrie (France)
- Corporate Governance Ltd (UK)

Annexe 2 : contenu possible du document d'enregistrement relatif aux actions adapté aux SMILEs

La présente annexe décrit une liste indicative et non exhaustive des modifications pouvant être apportées aux exigences d'information du prospectus afin que ces dernières soient mieux proportionnées aux SMILEs. Ainsi, les exigences du document d'enregistrement relatif aux actions²¹ pourraient être modifiées comme suit :

a. Informations financières sélectionnées (section 3) :

1. Les informations financières historiques devraient couvrir une période de deux ans (au lieu de trois ans) ;
2. Il conviendrait de faire figurer une liste exhaustive des indicateurs pertinents limitée à un chiffre pour chacune des informations financières essentielles suivantes : croissance, rentabilité opérationnelle, rentabilité nette, endettement.

b. Facteurs de risque (section 4) :

Une liste détaillée des risques et aussi exhaustive que possible devrait figurer dans cette section et comporter, par exemple :

1. une description de la dépendance du SMILE vis-à-vis de clients essentiels,
2. une déclaration spécifique sur le risque de liquidité,
3. si le SMILE a une exposition particulière, le risque de change et les autres risques de marché (taux d'intérêt, actions et matières premières) devraient figurer s'ils dépassent un certain seuil. Sinon, il devrait être possible de faire référence aux états financiers ou au rapport de gestion (IFRS 7).

c. Informations concernant l'émetteur (section 5) :

1. Pour les SMILEs déjà cotés, il conviendrait de limiter les événements importants liés aux activités de l'émetteur aux communiqués de presse publiés conformément aux dispositions de la DAM ;
2. Un seuil de matérialité devrait être fixé pour définir les « principaux investissements réalisés par l'émetteur » (i.e. 25% de la valeur de l'actif net).

d. Aperçu des activités (section 6) :

1. La description de la nature des opérations effectuées par l'émetteur et de ses principales activités ainsi que des nouveaux produits et/ou services fournis devrait être succincte et couvrir une période de deux ans.
2. Les sous-sections 6.3 et 6.4 ne seraient pas nécessaires si elles figurent déjà dans les « facteurs de risque » (section 4).

²¹ Les sections se réfèrent au classement opéré à l'annexe 1 du règlement (CE) n° 809/2004 mettant en œuvre la directive Prospectus.

e. Examen de la situation financière et du résultat (section 9) :

1. Situation financière : il conviendrait de limiter la période couverte à deux ans.

f. Trésorerie et capitaux (section 10) :

1. Les informations de cette section ne devraient être exigées que si elles ne figurent pas déjà dans les états financiers ;
2. Il conviendrait d'adopter un seuil de matérialité et de n'exiger ces informations que si l'endettement du SMILE (à court terme et à long terme) est important ;
3. Les informations sur les conditions d'emprunt, la structure de financement et les investissements du SMILE ne seraient pas obligatoires si elles figurent déjà dans les « facteurs de risque » (section 4).

g. Recherche et développement (section 11) : Il conviendrait d'adopter un seuil de matérialité et de n'exiger la publication des informations que lorsque les activités de recherche et développement des SMILEs représentent 10% du chiffre d'affaires.

h. Organes d'administration, de direction et de surveillance, direction générale (section 14) : l'obligation de publier des informations historiques sur les activités exercées, en dehors de l'émetteur, par les personnes visées à la sous-section 14.1 devrait, pour les SMILEs, se limiter à une description de la situation à la date du document.

i. Informations financières historiques (section 20.1) :

1. Les informations financières historiques ayant fait l'objet d'un audit devraient être limitées aux deux dernières années (ou la période d'activité du SMILE, si celle-ci est inférieure à deux ans) ;
2. Les comptes sociaux du SMILE ne devraient figurer que si ce dernier n'établit pas d'états financiers consolidés ;
3. Si le SMILE ne présente que des comptes sociaux, il devrait présenter les états financiers annuels complets et l'ensemble des annexes du dernier exercice et rajouter uniquement une colonne de comparaison présentant les chiffres de l'année antérieure ;
4. Si le SMILE présente des comptes consolidés annuels et qu'aucune opération importante n'a eu lieu au cours des deux années antérieures, la présentation de ces états financiers devrait être limitée au dernier exercice ;
5. Lorsque des informations financières intermédiaires doivent figurer dans le prospectus d'introduction en bourse, elles ne devraient couvrir qu'une seule période (i.e. pas de comparaison et seuls les principaux états devraient être publiés : le compte de résultat, le bilan, le tableau de financement et le tableau de variation des capitaux propres) ;

6. Lorsque l'entité juridique existe depuis moins de deux ans, il conviendrait d'autoriser spécifiquement la présentation de comptes agrégés ou combinés.