

# Accès des PME aux marchés boursiers : au milieu du gué

Mémoire réalisé par  
**Vladimir THUNIS**

Promoteur  
**Werner DERIJCKE**

Année académique 2017-2018  
**Master en droit**

## Introduction

1. “*An airplane flying on one engine*”, telle est la métaphore employée par les politiques et acteurs de marché lorsqu’ils évoquent le financement, majoritairement bancaire<sup>1</sup>, des PME au sein de l’UE<sup>2</sup>. Ce constat est à l’origine du plan d’action de la Commission européenne pour *l’Union des marchés de capitaux*<sup>3</sup> (ci-après UMC). Ce document extrêmement ambitieux, qui sert de fil rouge à notre travail, entend « *offrir aux PME un plus large choix de sources de financement aux différents stades de leur développement, élargir les possibilités d’investissement des épargnants et rendre l’économie plus résistante, tout cela à travers la mise en place d’un véritable marché unique des capitaux*<sup>4</sup> ». Dans ce document, la Commission regrette aussi l’écart flagrant existant entre les USA et l’UE en matière de développement des marchés de capitaux, alors que les deux économies sont de taille comparable. Il s’agit donc de favoriser le développement d’un second moteur « *engine* » - les marchés de capitaux<sup>5</sup>- pour financer les PME.

Pour mettre en œuvre ces objectifs, la Commission identifie six sous-objectifs, de portée plus limitée, mais rédigés de façon tout aussi vague. Parmi-ceux-ci, seuls deux retiendront notre attention, surtout le premier. Celui-ci souligne la nécessité de « *financer l’innovation, les start-ups et les sociétés non cotées* ». Selon le deuxième, il faudrait « *faire en sorte que les entreprises puissent plus facilement entrer en bourse et y lever des capitaux* ».

Le premier sous-objectif est fort large. *Business Angels, Crowdfunding, Venture Capital, Private Equity*<sup>6</sup>, *Placement privé* : autant de modes de financement, externes et non bancaires, dont la Commission entend faciliter l’accès et encourager l’utilisation par les PME. Ces sources sont néanmoins fort différentes, chacune correspondant à des stades de développement de l’entreprise, bien distincts eux aussi. Pour le dire autrement, la PME se finançant grâce à l’*Equity* ou au *Debt Crowdfunding*, diffère de celle qui effectue un placement privé, par ses besoins de financement, sa taille, son potentiel de croissance et par toute une série d’autres facteurs que nous analyserons dans ce travail. Un rapide coup d’œil aux *fundings escalators*<sup>7</sup> ou arbres décisionnels, présentés en Annexe, permet de prendre la mesure du phénomène.

Le deuxième sous-objectif que la Commission s’est fixé consiste à favoriser l’entrée des PME sur les marchés boursiers.

---

<sup>1</sup> Voyez figure 1 de l’Annexe.

<sup>2</sup> O. KAYA, “Capital Markets Union: An ambitious goal, but few quick wins”, *Deutsche Bank Research*, 2 November 2015, p.2.

<sup>3</sup> Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions : « Un plan d’action pour la mise en place d’une union des marchés des capitaux », *COM (2015) 468 final*, 30 septembre 2015.

<sup>4</sup> *Ibidem*, p.3.

<sup>5</sup> Marché de capitaux, entendus au sens large du terme. Lorsqu’il en est question, dans la Communication de la Commission ou dans notre travail, il s’agit du marché permettant une rencontre entre l’offre et la demande de capitaux, à l’exclusion du financement bancaire. Au sens strict du terme, les marchés de capitaux désignent les marchés financiers, monétaires et obligataires. Notre approche est plus globale et reprend tout type de financement « de marché » et non bancaire tel que le *Crowdfunding*, le *Private Equity* (etc.) en plus des marchés susmentionnés. La littérature anglo-américaine, plus pragmatique, fait référence au *market-based financing*.

<sup>6</sup> *Crowdfunding, Venture Capital et Private Equity* se traduisent respectivement en français par financement participatif, capital-risque et capital investissement. Néanmoins, au vu de l’utilisation systématique des termes anglais dans la littérature et le monde des affaires, il nous paraît plus commode d’utiliser la terminologie anglaise.

<sup>7</sup> Voyez les figures n°2, 3, et même 4 de l’Annexe. Nous y reviendrons plus tard, surtout dans le chapitre 1 de la première partie. Tout cela pour illustrer la diversité des sources de financement des PME, elle-même étant due à la diversité des PME.

Le plan pour l'UMC a donc pour ambition de révolutionner<sup>8</sup> le financement des PME « performantes » et de « croissance » à tous les stades de leur développement. Notre travail, limité en nombre de pages, ne peut étudier le financement de toutes les PME. Il se limite à examiner l'accès à certaines sources de financement (reprises dans les deux sous-objectifs susmentionnés), elles-mêmes répondant aux besoins financiers de certains types de PME bien particulières<sup>9</sup>, à savoir celles susceptibles d'être intéressées par :

- 1) les émissions obligataires publiques (qu'on ne confondra pas avec le placement privé) ;
- 2) ou par les IPO<sup>10</sup> ou émissions d'actions.

2. Le parti pris de limiter le champ d'analyse du travail aux PME susceptibles de se financer par les deux canaux précités a pour effet d'exclure l'immense majorité d'entre elles. Nous le verrons plus tard. De même, une série de problèmes, notamment celui de la trop grande dépendance des PME aux banques, ne se posent (presque) plus, ou alors de façon très incidente pour les PME auxquelles nous nous intéressons -celles qui veulent émettre des titres sur un marché-. En effet, la volonté de la Commission de compléter, voire de remplacer le financement bancaire par des solutions de marché (tels que le *Crowdfunding* ou le *Venture Capital*), thème central du plan pour l'UMC, concerne davantage les petites PME. Les PME, telles que nous les identifions dans la première partie du travail, se trouvent déjà à un stade de développement avancé, à un échelon élevé du *funding escalator*<sup>11</sup>, de telle sorte qu'elles ont déjà, par hypothèse, diversifié leurs sources de financement. Elles ont recouru, ou vont nécessairement recourir aux marchés des capitaux. Elles ne vont donc pas se contenter exclusivement d'un financement bancaire pour continuer à grandir (soit parce que les sommes nécessaires pour financer leur développement et leur potentiel de croissance excèdent largement l'offre bancaire, soit parce que ce financement est trop onéreux, voire inaccessible<sup>12</sup>).

Ainsi, la dépendance des PME aux prêts bancaires et ses conséquences, la volonté<sup>13</sup> des PME ou non de recourir aux marchés des capitaux plutôt qu'aux banques (« nos » PME<sup>14</sup> n'ont pas le choix), l'impact des réglementations sur l'accès des PME au financement bancaire, l'existence d'un déficit de financement au stade initial du développement de la PME, les problèmes d'accès au *Crowdfunding*, et au *Venture Capital*) sont autant d'exemples de questions que nous évoquerons peu, car elles ne concernent pas directement nos PME « cibles<sup>15</sup>».

---

<sup>8</sup> Le terme est fort, mais justement choisi, au vu de la dépendance des PME aux banques à l'heure actuelle (voir Annexe, figure n°1), la Commission estime que 75% des PME européennes se financent via les banques (voir page 8 du plan pour l'UMC).

<sup>9</sup> PME dont nous étudierons précisément le profil (besoins financier, stade de développement, etc.).

<sup>10</sup> *Initial Public Offering* ou introduction en bourse.

<sup>11</sup> Voir Annexe figures n°2, 3, 4.

<sup>12</sup> Hypothèse de refus d'octroi de crédit de la banque, pour toute une série de raisons, nous y reviendrons. Le paragraphe peut sembler obscur, mais son sens s'éclaircira au fur et à mesure du travail.

<sup>13</sup> Voyez figure 6 de l'Annexe, sans nous étendre sur le sujet, on voit que les PME sont globalement satisfaites quant à leur financement. Elles n'envisagent pas, pour la grande majorité, de se tourner vers les marchés des capitaux (le leasing ou le factoring ne relevant pas des marchés de capitaux, il s'agit d'échelonner un paiement ou de transférer ses créances à des professionnels du recouvrement). En réalité, les PME aspirent à davantage de financement bancaire, alors qu'il est déjà prédominant. La volonté d'émettre des actions ou obligations reste tout à fait marginale.

<sup>14</sup> Par 'nos PME', il faut entendre celles que nous dépeignons dans la première partie du travail.

<sup>15</sup> PME que l'on peut déjà, sans dévoiler toute la suite de notre analyse, placer au « Stage 4 » de la figure 3 (voir Annexe).

3. A ce stade de l'introduction, le lecteur se demande peut-être pourquoi nous nous obstinons à définir négativement le contenu du travail, en présentant un problème et les acteurs concernés par celui-ci<sup>16</sup>, pour les exclure ensuite du champ d'analyse du travail. Les raisons sont plurielles :

- L'idée initiale de ce travail était de discuter du plan pour l'UMC et de l'accès des « PME » européennes aux marchés financiers. Dans notre esprit, ces « PME » constituaient *a priori* un ensemble relativement homogène. Il nous a fallu un certain temps pour comprendre qu'il n'en était rien, que ce travail portait non pas sur « les » PME, mais sur environ 1% d'entre elles, et que les questions abordées seraient tout à différentes de celles initialement envisagées ;
- La deuxième raison est la suivante : la question de l'identification du « public cible » est centrale pour notre étude qui porte sur l'accès des PME aux marchés financiers<sup>17</sup>, sur les règles<sup>18</sup> ou phénomènes<sup>19</sup> entravant cet accès et sur les solutions existantes ou souhaitables pour le faciliter. Mais pour discuter de l'impact et comprendre en quoi ces règles de droit restreignent l'accès aux marchés financiers, il est d'abord indispensable d'en identifier les destinataires potentiels (c'est-à-dire ceux qui « subiront » ces législations du fait de leur choix pour l'IPO, l'émission obligataire publique), particulièrement dans ce travail, où les questions de proportionnalité et d'adaptation de la législation à ses destinataires sont prégnantes. En d'autres termes, un détour par l'économie (identification des PME pouvant recourir aux sources de financement qui font l'objet de ce travail) est nécessaire pour appréhender les problèmes posés par le droit en vigueur et son impact.

4. Formulée de façon concise, la question centrale de notre mémoire est la suivante : « Quel accès aux marchés financiers juniors pour les PME européennes ? » Afin d'y répondre, le travail est divisé en trois parties.

La première partie définit le champ d'analyse de l'exposé. Le premier chapitre est consacré à l'identification des PME faisant l'objet de notre analyse, c'est à dire celles concernées par les marchés financiers et visées par les propositions législatives énoncés dans le plan pour l'UMC. Elle attire l'attention du lecteur sur l'enjeu macro-économique que représente le financement de ces PME particulières, malgré leur très petit nombre<sup>20</sup>, en proportion de l'ensemble des PME. Nous pointons notamment le caractère abusivement général et englobant de la notion européenne de PME et ses conséquences. Le deuxième chapitre détermine ce qu'il y a lieu d'entendre par marchés financiers, en distinguant les marchés règlementés de leurs homologues non règlementés, autrement dénommés MTF (*Multilateral Trading Facility*). Les MTF européens d'actions et d'obligations sont ensuite présentés. Dans le même temps, nous exposons en quoi ces derniers nous semblent être les canaux de financement les plus appropriés pour les PME identifiées, et pourquoi un accès plus aisé à ces canaux est souhaitable. Corrélativement, nous justifions l'exclusion d'autres types de financement de notre analyse, ceux-ci nous semblant moins adaptés aux besoins de financement de nos PME.

---

<sup>16</sup> La dépendance des « petites » PME aux banques et le trop faible recours aux marchés de capitaux de ces dernières.

<sup>17</sup> Marchés financiers entendus largement, au sens du travail.

<sup>18</sup> Règlement prospectus, par exemple.

<sup>19</sup> Barrières à l'information, par exemple.

<sup>20</sup> On parle d'entreprises qui ensemble ne représentent pas plus d'1% des PME.

5. La deuxième partie est consacrée à l'accès des entreprises aux marchés financiers. Nous rentrons donc dans le vif du sujet.

Le premier chapitre a pour objet deux questions. D'une part, est-il vrai que les marchés non réglementés européens sont sous-utilisés, comme la Commission l'affirme dans son plan pour l'UMC ? D'autre part, existe-il réellement un *gap* de financement pour ces PME ? En d'autres termes, l'éventuelle sous-utilisation des marchés financiers par ces entreprises s'accompagne-t-elle de difficultés pour celles-ci à financer leur croissance ? Si la réponse est non, faciliter l'accès des PME aux marchés financiers ne viserait pas tant à combler un *gap*, qu'à améliorer une offre de financement déjà existante (quoique mobilisant des sources autres et peut-être moins performantes que les marchés financiers). Les réponses à ces questions doivent nous permettre de comprendre les réelles intentions de la Commission. Entend-elle simplement, à travers les mesures qu'elle propose<sup>21</sup>, développer le potentiel de ses marchés financiers, parce qu'elle estime qu'une telle orientation est saine, bénéfique et nécessaire pour l'économie européenne<sup>22</sup>, ou répond-elle plutôt à une vraie demande de nos PME qui, en l'absence de marchés financiers suffisamment accessibles ou économiquement viables, peinent à lever les fonds que leur croissance exige ?

Le deuxième chapitre de la deuxième partie porte sur les obstacles entravant l'accès de nos PME aux marchés financiers. Nous identifions les raisons susceptibles d'expliquer le faible recours des PME à ces sources de financement. Une distinction est faite entre les obstacles de type législatif, réglementaire et ceux non liés à la réglementation.

Dans la section dédiée aux obstacles réglementaires, le deuxième chapitre, cœur de notre travail, ambitionne d'analyser l'impact de la législation européenne sur l'accès des PME aux marchés financiers. Les conséquences négatives de certaines règles sur le financement des PME sont ainsi mises en évidence, et dans la mesure du possible, chiffrées. La législation Prospectus, fraîchement réformée, est un parfait exemple du type d'obstacle réglementaire dont nous discuterons. Elle fait peser sur ses destinataires des coûts difficilement supportables, de manière telle qu'elle peut les décourager d'émettre des actions ou des obligations sur un marché financier<sup>23</sup>. Plus généralement, nous débattons de l'adéquation de ces réglementations vis-à-vis de leurs destinataires, et relevons le phénomène de « *one size fits all* », qui caractérise un certain nombre de règles financières européennes. A travers ce chapitre, mais aussi tout au long de ce travail, nous nous risquons à pratiquer l'*Analyse économique du droit*, plus connue sous le vocable de « *Law & Economics* ». Cette approche nous invite notamment à analyser et à mesurer l'impact du droit sur les agents économiques<sup>24</sup>, ce qui constitue une des ambitions de ce deuxième chapitre.

6. Une telle démarche de *Law & Economics*, appliquée à notre objet d'étude, serait incomplète si elle limitait à constater *ex post* les conséquences négatives des règles de droit sur l'économie (*i.e* sur le financement des PME via les marchés financiers). L'analyse économique du droit permet aussi

---

<sup>21</sup> La Commission, dans son plan pour l'UMC, fait 3 propositions législatives pour améliorer l'accès au marché. Notons que ces propositions, annoncées dans le plan pour l'UMC, ne sont pas les seules prises par l'UE pour favoriser l'accès aux marchés. Nous y reviendrons.

<sup>22</sup> Et ce, malgré l'absence d'un *gap* de financement.

<sup>23</sup> Notons que nous distinguerons les obstacles (réglementaires ou non réglementaires) selon qu'ils empêchent l'accès aux marchés des actions ou des obligations, ou au placement privé.

<sup>24</sup> Généralement, cette discipline, lors de l'analyse du droit, mobilise un certain nombre de théories économiques, ce que nous ne ferons pas.

d'expliquer comment les réformes soutiennent l'économie (par exemple en modifiant ces règles aux conséquences néfastes pour les PME) et impactent, positivement cette fois, les agents économiques. C'est tout l'objet de notre troisième partie.

Cette troisième partie clôture notre travail en identifiant certaines solutions ou corrections (réglementaires ou non réglementaires) apportées aux obstacles (réglementaires ou non réglementaires) entravant l'accès aux marchés financiers constatés dans la deuxième partie. Elle est structurée en « miroir » : pour les problèmes constatés dans la partie précédente, nous tentons d'identifier la ou les mesures de correction y répondant, et discutons de leur pertinence. Les mesures européennes envisagées dans le plan pour l'UMC<sup>25</sup> et celles adoptées ultérieurement sont ainsi analysées. Cependant, la prise d'initiatives visant à résoudre les problèmes de financement des PME sur les marchés n'est certainement pas le monopole du législateur européen, au contraire. Les acteurs ou opérateurs de ces marchés européens se montrent extrêmement innovants et proposent toute une série de solutions, à la fois plus ciblées, plus adéquates et plus pragmatiques que celles de l'UE. Nous parcourons quelques-unes de ces initiatives, les plus marquantes à notre sens. C'est à ce moment-là que le placement privé (voir *supra*, n°1) est évoqué.

## Première partie : Champ d'analyse

### Chapitre 1. Des PME concernées

#### *Section 1. Notion européenne de PME*

7. La notion européenne de PME est large et imprécise, il importe de mieux la définir. Dans une recommandation datant de 2003<sup>26</sup>, la Commission énonce à l'article 2 de l'Annexe la chose suivante : « *La catégorie des micro-, petites et moyennes entreprises (PME) est constituée des entreprises qui occupent moins de 250 personnes et dont le chiffre d'affaires annuel n'excède pas 50 millions d'euros ou dont le total du bilan annuel n'excède pas 43 millions d'euros*<sup>27</sup> ». Parmi celles-ci, la Commission identifie trois sous catégories d'entreprises : les micros, les petites et les moyennes<sup>28</sup> (figure 6 de notre Annexe).

La notion européenne de PME est, à notre avis, trop large. Les « fourchettes » et seuils proposés par la Commission tels que 99.8 % des entreprises européennes sont des PME<sup>29</sup>. L'épicier du coin de la rue est ainsi mis dans le même sac que l'entreprise « high-tech », dont le chiffre

---

<sup>25</sup>Visant à améliorer le financement de ces PME.

<sup>26</sup> Recommandation 2003/361 de la Commission du 6 mai 2003 concernant la définition des micros, petites et moyennes entreprises, art. 2 (de l'Annexe), *J.O.U.E* du 20 mai 2003.

<sup>27</sup> Pour le calcul de ces seuils, il y a lieu de déterminer préalablement si l'entreprise est une entreprise autonome, partenaire ou liée. Dans les deux derniers cas, il faudra prendre en compte, dans le calcul des seuils, soit les données de(s) l'entreprise(s) partenaire(s), proportionnellement à leur (sa) participation dans celle-ci, (si l'entreprise est partenaire), soit l'intégralité des données des entreprises auxquelles est liée (si l'entreprise est liée). De ce fait, une entreprise financée via d'importantes participations d'autres entreprises, ou par le truchement de prêts intra-groupes, pourrait tout à fait, si les données agrégées excèdent les seuils, ne pas être qualifiable de PME et se trouver ainsi exclue du champ d'analyse de notre travail.

<sup>28</sup> Les micro-entreprises sont celles qui emploient moins de 10 personnes et dont le chiffre d'affaires annuel ou le total du bilan annuel n'excède pas 2 millions d'euros, les petites sont définies comme des entreprises qui emploient moins de 50 personnes et dont le chiffre d'affaires annuel ou le total du bilan annuel n'excède pas 10 millions d'euros, les moyennes entreprises sont celles qui emploient moins de 250 personnes et qui soit ont un chiffre d'affaires annuel qui ne dépasse pas 50 millions d'euros, soit un bilan annuel qui n'excède pas 43 millions d'euros.

<sup>29</sup> Elles emploient 67.7 % des travailleurs et sont responsables de 58% de la création de valeur au sein de l'UE (*Eurostat*).

d'affaires annuel atteint les 50 millions d'euros<sup>30</sup>. Une telle approche n'est pas sans conséquences. Premièrement, la notion de PME est trompeuse : elle donne l'illusion à la personne non initiée que ces PME forment un groupe homogène, relativement compact, alors qu'elles diffèrent considérablement en termes de taille, d'ambition de croissance<sup>31</sup>, de secteurs d'activités<sup>32</sup>, de besoins de financement et d'impact sur l'économie<sup>33</sup>. Deuxièmement, de nombreuses institutions, tels que l'OCDE ou Eurostat, publient des études statistiques<sup>34</sup> relatives au financement des PME, prises dans leur ensemble. Il nous semble que la récolte et la publication de statistiques de financement auprès d'un échantillon aussi hétérogène d'entreprises mène souvent aux mêmes conclusions, un peu simplistes. Un « gap de financement des PME » est ainsi presque systématiquement détecté. Un tel constat est inutilement alarmiste au vu du nombre et de la diversité des entreprises jaugées (toutes celles qui ne sont pas des grandes entreprises !). Nous vérifions *infra* aux n°46 à 49 si ce(s) gap(s) concerne(nt) aussi les PME qui nous intéressent.

La sous-utilisation des marchés d'actions ou d'obligations par l'ensemble des PME est, elle aussi, régulièrement soulignée par ces mêmes études statistiques<sup>35</sup>. Une telle constatation est, encore une fois, prévisible et peu pertinente, les micro-entreprises représentant l'immense majorité des PME<sup>36</sup> (92,2%). Il n'est donc pas surprenant d'obtenir un si faible pourcentage de recours aux marchés financiers par l'ensemble des PME. En 2015, seulement 11 370 des 23 000 000 de PME européennes sont admises à la négociation sur un marché réglementé ou sur un MTF<sup>37</sup>, soit environ une entreprise sur 2000<sup>38</sup>. A notre avis, la vraie question est de savoir si les entreprises réellement susceptibles de se financer sur ces marchés les utilisent. Malheureusement, les données statistiques pertinentes concernant leur financement manquent, tant les institutions mettent l'accent sur les PME prises dans leur globalité, lors de l'élaboration d'études sur le financement.

8. Enfin, notamment parce qu'elle est contenue et couverte par la catégorie des PME, la notion d'*Entreprise émergente à forte croissance*<sup>39</sup> (*Emerging Growth Company- EGC*), qui recouvre notamment la PME susceptible de se financer par les marchés et qui est reprise dans une récente législation américaine, n'est pas consacrée par le législateur européen. Cette carence conceptuelle rejaille directement sur le contenu de la réglementation financière européenne, dont les règles taillées et conçues pour les plus grandes entreprises<sup>40</sup> (5 à 10% des 13.225 sociétés cotées) s'adressent

---

<sup>30</sup> FREDERICO INFELISE et DIEGO VALIANTE, "Why a more accurate EU definition of SMEs matters!", *ECMI Commentary*, n° 35, November 2013, p.2.

<sup>31</sup> Les critères de taille employés par le législateur ne nous permettent pas de distinguer les PME quant à leur potentiel de croissance et *de facto* leurs besoins de financement.

<sup>32</sup> Le législateur américain l'a bien compris, et donne une définition « variable » des PME, qui diffère en fonction du secteur d'activité (agriculture, service, construction, vente de détail, de gros) ; voyez AFME (Association for financial markets in Europe), *Bridging the growth gap*, février 2015, p. 31.

<sup>33</sup> Voyez la figure n° 7 de l'Annexe

<sup>34</sup> Voy. par exemple : OECD, *Financing SMEs and Entrepreneurs 2016 : An OECD scoreboard*, OECD Publishing, Paris. NB: la version de 2018 est pertinente aussi.

<sup>35</sup> A. THOMADAKIS, "Developing EU Capital Markets for SMEs: Mission impossible?", *ECMI (European Capital Market Institute) Commentary*, n°46, 4 septembre 2017, p.2.

<sup>36</sup> Voyez le numéro 7 de l'Annexe. L'épicerie ou l'entreprise de peinture familiale, par exemple n'opèrent pas de placement privé de 25 millions d'euros, pas plus qu'elles ne tentent la cotation sur un MTF.

<sup>37</sup> *Multilateral trading facility* ou *Système multilatéral de négociation*, nous y reviendrons.

<sup>38</sup> European Commission, "Economic Analysis accompanying the Action plan on building a Capital Markets Union", Commission Staff Working Document, *SWD (2015) 183 final*, 30 September 2015, p. 45.

<sup>39</sup> Entreprise émergente à fort potentiel de croissance.

<sup>40</sup> IPO Task Force (European Issuers, the European Private Equity & Venture Capital Association and the Federation of European Securities Exchanges), *EU IPO Report: Rebuilding IPOs in Europe (creating jobs and growth in European capital markets)*, 23 mars 2015, p.24 et 31.

souvent indifféremment aux *EGC* cotées, les soumettant ainsi à des obligations financières disproportionnées et difficilement supportables. Le phénomène est dénommé « *one size fits all regulation*<sup>41</sup> », nous y reviendrons dans la deuxième partie. Il serait souhaitable que le législateur européen ne se limite pas à la notion de PME et qu'il crée, au sein de celle-ci, cette nouvelle catégorie d'*EGC*. Ceci permettrait une approche plus fine et aboutirait soit à adopter des règles financières pour ces entreprises-là, adaptées à leurs caractéristiques, soit à les exempter des règles qui ne le sont pas. C'est le choix opéré par le législateur américain, dès 2012, à travers le *Jumpstart Our Business Act*, (*JOBS Act*) dans lequel il crée une nouvelle catégorie d'émetteurs, d'entreprises (*Emerging Growth Companies*) et adopte tout une série de règles et d'exemptions, taillées à leurs besoins, et favorisant leur cotation<sup>42</sup>. Nous reviendrons à cette législation américaine dans la troisième partie du travail.

9. Consciente de ces problèmes d'inadéquation de la réglementation, l'UE lance dès 2017 les fameux *Marchés de croissance de PME*, censés alléger les charges pesant sur les PME cotées. Aux fins de cette directive « Marchés d'instruments financiers » révisée (MIFID II), une autre définition des PME est proposée. Il s'agit des sociétés dont la capitalisation boursière moyenne a été inférieure à 200 millions d'euros sur la base des cotations de fin d'exercice au cours des trois dernières années civiles. Cette dernière définition, selon l'ESMA<sup>43</sup>, pose question. Elle est également reprise dans le nouveau Règlement Prospectus, qui confère des effets pratiques à ce nouveau concept de marché des PME, théorisé dans MIFID II. Nous revenons à ces *marchés de croissance des PME* dans la troisième partie.

## *Section 2. Identification & caractérisation de ces PME*

10. Quelles sont ces PME susceptibles d'entrer en bourse pour y émettre actions et/ou obligations et cibles des mesures introduites dans le plan pour l'UMC ?<sup>44</sup>. La réponse à cette question doit permettre de limiter notre champ d'analyse. Premièrement, les PME dont nous parlons sont celles créées sur le territoire des Etats-membres de l'UE. Le propos n'est donc pas limité à celles de la zone Euro. Deuxièmement, les mesures compliquant ou favorisant leur financement, évoquées dans la deuxième et troisième partie sont soit européennes, supranationales, soit initiées par les marchés eux-mêmes. Nous n'analysons pas les initiatives locales et nationales. Celles-ci sont trop diverses et nombreuses pour être abordées dans ce travail. Par ailleurs, seul le financement des sociétés non financières (*SNF*) contribuant directement à l'économie réelle est discuté. Enfin, et c'est important à retenir, notre contribution entend par marché boursier ou financier non pas un marché réglementé, mais bien un marché non-réglementé (appelé également marché *junior* ou *organisé*) c'est-à-dire un *Système Multilatéral de Négociation*<sup>45</sup> (*MTF* ou *Multilateral Trading Facility* en anglais). La suite de notre travail (n° 18, 20 à 26 *infra*) permet de comprendre pourquoi les marchés réglementés ne sont pas pertinents lorsqu'il est question du financement de PME.

<sup>41</sup> Le phénomène décrit n'est pas à prendre au pied de la lettre. Le législateur européen a aussi légiféré pour alléger et adapter la charge réglementaire pesant sur les plus petites sociétés cotées, par exemple en rendant possible la cotation sur un *MTF* (voir section 2)

<sup>42</sup> I.K. NASSR, and G. WEHINGER, "Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs", *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 2015/1, 2016, p. 66 et s.

<sup>43</sup> *European Securities and Markets Authority*.

<sup>44</sup> Par exemple, quelles sont les entreprises concernées par la nouvelle exemption de prospectus pour les offres n'excédant pas 8 millions d'euros ?

<sup>45</sup> Les notions de marché réglementé et de système multilatéral de négociation sont respectivement définies aux points 21 et 22 de l'article 4 de la directive MIFID 2.

Revenons à la question initiale, celle des PME susceptibles de se financer via l'émission d'actions ou d'obligations sur un marché financier (MTF). Leurs profils diffèrent quelque peu, même si certaines caractéristiques tendent à se recouper. Les identifier n'est pas chose simple. Elles sont en effet dénommées ou caractérisées de façon sensiblement différente selon la littérature analysée. Le plan pour l'UMC les décrit comme des « *PME à forte croissance* ». Un autre document parle « *d'entreprises présentant d'importantes perspectives de croissance, caractérisées par leur profil de risque et leur performance plutôt que par leur taille*<sup>46</sup> ». La *European IPO Task Force* envisage les choses autrement. Dans son rapport<sup>47</sup>, elle les décrit comme des « *entreprises de taille moyenne, émergentes à fort potentiel de croissance (Emerging Growth Companies ou EGC)* » et renvoie à un autre document<sup>48</sup>, qui lui-même définit ces entreprises de taille moyenne comme étant celles dont le chiffre d'affaires annuel excède un certain seuil sans en dépasser un autre, ceux-ci différant selon le pays concerné<sup>49</sup>.

Au-delà des définitions proposées par ces documents cités plus haut à titre illustratif, il ressort de l'ensemble de la littérature parcourue que ces entreprises sont systématiquement qualifiées, quel que soit le document, comme étant des *high growth companies*, entreprises à forte croissance. Mais cet apparent consensus quant à leur caractérisation occulte un constat plus global : celui de la diversité des critères retenus. Alors que certains retiennent la taille de l'entreprise (chiffre d'affaires annuel au-delà d'un certain seuil) comme critère déterminant, d'autres le rejettent et insistent davantage sur leur croissance très soutenue et le risque associé à leur financement, les rendant impropres au financement bancaire. En vue de dresser au lecteur le portrait le plus fidèle de la PME candidate aux marchés financiers (*MTF*-voyez *supra* n° 10), nous passons en revue toutes les caractéristiques qui les définissent.

**11. Le stade de développement** d'une PME rend compte de sa situation globale, notamment de sa croissance et de ses besoins de financement. Les PME considérées se situent à cheval entre le 3<sup>ème</sup> et 4<sup>ème</sup> stade, c'est-à-dire entre la phase d'expansion et la phase de développement avancée (*later stage* ou *next push* en anglais). Les modes de financement y correspondant sont l'émission d'actions (IPO sur un marché junior), l'émission d'obligations et le placement privé. Nous renvoyons au *funding escalator*, décliné dans l'Annexe (figures 2 et 3, et fig.2 en particulier) pour visualiser la chose. Les startups, par exemple, sont exclues de notre champ d'analyse. Elles relèvent des deux premiers stades de développement, (voyez la figure 8 de l'Annexe qui définit ces stades) et se financent autrement.

**12. Le deuxième critère** permettant d'identifier les PME finançables sur un marché financier par rapport aux autres, c'est leur **besoin de financement**, c'est-à-dire le capital à lever, pour soutenir leur croissance. Pour chiffrer ces besoins, il est naturel de prendre en considération les montants levés lors d'émissions d'actions ou d'obligations sur des MTF ou marchés juniors. Prenons d'abord les

---

<sup>46</sup> I.K. NASSR, and G. WEHINGER, *op. cit.*, p.55.

<sup>47</sup> IPO Task Force, *op. cit.*, p. 6.

<sup>48</sup> A. MALSHE (in partnership with GE Capital's academic advisory board), "The Mighty Middle: Why Europe's Future Rests on its Middle Market Companies", *ESSEC Business School Report*, 2012, p. 4.

<sup>49</sup> Selon ce rapport, l'entreprise moyenne est celle dont le chiffre d'affaires annuel est compris entre 20 millions et un milliard en Allemagne, entre 20 millions et un milliard au Royaume-Uni, entre 10 et 500 millions en France et entre 5 et 250 millions en Italie (€).

premières. Le lecteur est invité, pour sa bonne compréhension, à consulter attentivement les figures 5, 9<sup>50</sup> et 10 de l'Annexe, ainsi que la 11 et la 12 pour des exemples concrets. Les PME lèveraient généralement entre 4,4 (émission médiane sur le *Stockholm first North Market*) et 14 millions d'euros<sup>51</sup> (émission médiane sur l'*AIM- Alternative Investment Market- du London Stock Exchange*) sur les marchés boursiers juniors européens, selon la place boursière concernée<sup>52</sup>. Néanmoins, il s'agit juste des valeurs médianes<sup>53</sup> (qu'on ne confondra pas avec la valeur moyenne). Il est fréquent d'observer des émissions dont le montant est supérieur ou inférieur à ces médianes. Entre 2007 et 2015, 19 émetteurs ont levé moins de 1 million d'euros sur les marchés juniors en France, en Allemagne, en Italie, en Espagne, et au Royaume-Uni<sup>54</sup>. Les levées de capitaux ont varié de 1 à 98 millions sur le *Nasdaq First North* en 2016<sup>55</sup>. Les montants maxima et minima levés sur ces MTF sont repris dans la figure 9 de l'Annexe et rendent compte du gouffre séparant certaines émissions sur un même marché. Les valeurs médianes, reprises en note de bas de page 53, synthétisent le phénomène.

Les chiffres exprimés ci-avant concernent les IPO. La situation est différente pour les émissions obligataires, le capital médian emprunté étant généralement plus important. Le rapport Casanova<sup>56</sup> caractérise l'émission obligataire publique comme un canal de financement à destination des PME dont les besoins financiers sont compris entre 3 et 100 millions d'euros. Ici aussi, la taille des émissions dépend très fort de la place boursière concernée et de l'offre obligataire spécialement dirigée vers les PME, proposée par celle-ci. Ainsi, sur *Euronext Growth Paris*, (anciennement dénommé *Alternext*) quatre *IBO* ou *Initial Bond Offering* (offres obligataires d'*Euronext*, requérant une levée de fonds de minimum de 5M€ minimum) ont été réalisés par des PME entre 2012 et 2014, chacune ayant levé entre 7,3 et 15M€ (voyez Annexe, fig. 11). Les émissions de *mini-bonds*, réalisées sur le MTF *ExtraMOT Pro*, segment PME de la *Borsa Italiana*, sont, quant à elles, généralement comprises entre 25 et 30M€. La taille des émissions *BondM*, offres obligataires du *Stuttgart Stock Exchange* taillées aux besoins des PME (y compris celles n'ayant aucune expérience de levées de fonds *via* les marchés et aucune culture obligataire) est comprise entre 20M€ et 220M€, la taille moyenne se situant entre 50 et 75M€<sup>57</sup>. Les émissions sur l'*Order Book for Retail Bonds*, (*ORB*) plateforme créée par le *London Stock Exchange*, varient de 15 à 300 M£ ; la plupart étant comprises entre 50 et 75M£<sup>58</sup>. Au vu des chiffres cités dans le présent paragraphe, qui illustrent la hauteur des montants recherchés par une PME désireuse d'entrer en bourse pour y émettre des obligations, les statistiques présentées (*supra* n°7) -seulement une PME sur deux mille est présente sur un MTF) prennent tout leur sens. La césure entre nos PME candidates aux marchés et les plus traditionnelles

<sup>50</sup> La figure 9 est déjà un peu dépassée. Les chiffres mentionnés ci plus haut à propos de la taille médiane des émissions peuvent différer de ceux présentés dans le tableau, car il n'aborde pas la situation post-2015.

<sup>51</sup> AFME, *Lever des fonds pour les petites et moyennes entreprises en Europe : Guide pratique du financement bancaire, obligataire et par actions*, Septembre 2015, p.45.

<sup>52</sup> Entre 2007 et 2015, 50 % des émetteurs ont levé un minimum de 7,4 millions d'euros sur *Alternext* (ancien *Euronext Growth*), 6 millions d'euros sur l'*Entry Market de Deutsche Börse*, 5,4 millions d'euros sur l'*AIM de Borsa Italiana*, 4,4 millions d'euros sur le *Mercado Alternativo Bursatil* (MAB) d'Espagne et 14,1 millions d'euros sur l'*AIM de London Stock Exchange*.

<sup>53</sup> C'est-à-dire qu'on trouve autant d'émissions se trouvant au-dessus qu'en dessous de la valeur indiquée.

<sup>54</sup> AFME, *Ibidem*, p. 25.

<sup>55</sup> AFME (Association for Financial Markets in Europe), *The Shortage of Risk Capital for Europe's High Growth Businesses*, Mars 2017, p. 62 et 65.

<sup>56</sup> Paris Europlace, *Financement en Dette des PME/ETI : Nouvelles Recommandations- « Rapport Casanova »*, mars 2014, p.6.

<sup>57</sup> *Ibidem*, p. 39 et s.

<sup>58</sup> AFME, *Lever des fonds pour les petites et moyennes entreprises en Europe : Guide pratique du financement bancaire, obligataire et par actions*, Septembre 2015, p.19.

se fait de plus en plus nette. PIERRE SCHAMMO souligne à ce propos, en s'appuyant sur des données empiriques, que « *les besoins financiers de la grande majorité des PME européennes, nécessaires à la réalisation de leurs ambitions de croissance, sont inférieurs à 1M€, tandis que près d'une PME sur quatre anticipe un besoin de financement compris entre 25.000 et 100.000 euros*<sup>59</sup> ». Donc, les besoins de financement de la grande majorité des PME sont fort limités, et les entreprises qui font l'objet de ce travail ne constituent qu'une infime fraction de l'ensemble des PME.

**13.** Passons maintenant à la **croissance** de ces entreprises. Cette caractéristique de « croissance rapide » concerne davantage les entreprises émettant sur les marchés d'actions, plutôt qu'obligataires). Comme expliqué précédemment, il existe un consensus quant au fait que les PME, s'aventurant sur un marché financier sont des « entreprises à forte croissance » (*high growth companies- HGC*). La Commission européenne les définit<sup>60</sup> comme des entreprises employant au moins 10 salariés au début de leur croissance, (en t-3) et dont la croissance moyenne annuelle du nombre de salariés dépasse 10% par an pendant une période de 3 ans (de t – 3 à t)<sup>61</sup>. Il s'agit d'un seuil qui, selon nous, n'est pas si difficile à atteindre. Pas moins de 9,2% des entreprises européennes (parmi celles ayant au moins 10 employés) sont des *HGC*<sup>62</sup>. Mais, la majorité des PME admises sur les marchés d'actions juniors européens sont parmi les entreprises ayant le taux de croissance le plus élevé en Europe<sup>63</sup> (on parle des *Highest Growth Companies*). Le seuil des 10% de croissance annuel, qui qualifie une entreprise d'*HGC*, est souvent largement dépassé par ces PME, que l'on prenne leur nombre d'employés ou leur chiffre d'affaires (la croissance s'exprimant davantage par rapport à ce dernier indicateur) comme référent (voyez pour exemple la croissance d'*Oxatis*, Annexe, fig. 17 & 18). Le constat est similaire que celui fait au paragraphe précédent. Les entreprises à (très) forte croissance (*i.e* les candidates aux marchés financiers) sont peu nombreuses en proportion de l'ensemble des PME, les *Highest Growth Companies* n'étant qu'une fraction des *HGC*, elles-mêmes ne représentant que 9,2% des PME.

**14.** De nombreux documents<sup>64</sup> laissent entendre que seules les PME vraiment jeunes ou qualifiables de « *gazelles* » (c'est-à-dire des *HGC*, au sens de la définition donnée plus haut, dont l'âge n'excède pas 5 ans) se prêteraient à la cotation sur un marché junior. Une telle approche, sans être inexacte, est trop radicale. Il est vrai que la moyenne d'**âge des entreprises** au moment de leur IPO sur l'ensemble de ces marchés juniors européens est de 4 ans (voyez la figure 13 de l'Annexe et ses commentaires). Néanmoins, deux remarques méritent d'être formulées. Premièrement, l'approche statistique s'appuyant sur l'âge médian plutôt que sur la moyenne d'âge indique qu'une entreprise sur deux a plus de 8,2 ans au moment de son IPO sur les marchés repris dans la figure 13. Deuxièmement, cette moyenne d'âge de 4 ans sur l'ensemble des marchés n'est que la conséquence

---

<sup>59</sup> P. SCHAMMO, "Market Building and the Capital Markets Union: Addressing Information Barriers in the SME Funding Market", *European Company and Financial Law Review (ECFR)*, Vol. 14(2), p.273-274.

<sup>60</sup> Notons que cette définition est proposée par la Commission à des fins purement statistiques, en vue de permettre une meilleure comparabilité des données. Elle n'introduit donc nullement une nouvelle catégorie d'entreprises, et ne contredit pas ce que nous disions supra au n° 8 à propos de *EGC* et de la carence conceptuelle en droit de l'*UE*.

<sup>61</sup> Règlement d'exécution 439/2014 de la Commission du 29 avril 2014 modifiant le règlement 250/2009 portant application du règlement 295/2008 du Parlement européen et du Conseil relatif aux statistiques structurelles sur les entreprises, en ce qui concerne les définitions des caractéristiques et le format technique de transmission des données, *J.O.U.E.*, 30 avril 2014, L 128/72.

<sup>62</sup> European Commission, *Annual Report on European SMEs 2016/2017*, November 2017, p. 91.

<sup>63</sup> I.K. NASSR, and G. WEHINGER, *op. cit.*, p. 64.

<sup>64</sup> Voyez pour exemple, les pages 53-54 de « Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs », précité.

de la moyenne d'âge des entreprises lors d'IPO sur l'AIM (2 ans). En effet, les introductions sur l'AIM, tant en valeur absolue qu'en volume de capitaux levés, représentent l'écrasante majorité des émissions sur les MTF européens, (voyez la figure 9 de l'Annexe, éloquent à cet égard) et faussent ainsi la situation générale. Si les entreprises cotées sur l'AIM sont jeunes, ce n'est certainement pas le cas de toutes celles présentes sur les autres marchés (de nouveau, les caractéristiques varient fort d'une place boursière à une autre).

15. S'il est vrai que les *gazelles*, définies plus haut, sont presque exclusivement issues du secteur des hautes technologies (biotechnologie, technologies de l'information et de la communication), c'est moins le cas<sup>65</sup>, contrairement aux idées reçues, des entreprises à forte croissance, prises dans leur globalité<sup>66</sup>. En outre, l'immense majorité de ces HGC seraient des « entreprises faisant une utilisation intensive de la connaissance<sup>67</sup> », à « fort contenu intellectuel », « sociétés d'expertise » (*knowledge-intensive firms*). Elles seraient surreprésentées dans le domaine de l'information et de la communication<sup>68</sup>. La répartition précise de ces entreprises par **secteur d'activité** est disponible à la figure 15 de l'Annexe. La variété des PME sur les marchés en termes de sphère d'activité s'observe aussi chez les émettrices d'obligations<sup>69</sup>. Plus généralement, toutes ces entreprises à forte croissance ont en commun d'être innovantes<sup>70</sup>. Et ces innovations (et par ricochet, les HGC qui en sont porteuses) se trouvent très inégalement réparties géographiquement, au sein de l'UE (voyez Annexe, fig. 16).

16. La **taille de l'entreprise** est un critère tantôt présenté comme déterminant, tantôt rejeté par les auteurs. Quoi qu'il en soit, il nous semble utile de synthétiser les ordres de grandeur renseignés dans la littérature. Par taille, il faut entendre le chiffre d'affaires annuel, et ce bien sûr avant l'IPO ou l'émission obligataire. Les entreprises émettant des actions sur les marchés juniors sont généralement plus petites que celles ayant recours à l'émission obligataire publique. Prenons d'abord les premières. En juin 2014, 48 % des sociétés cotées sur *Alternext (Euronext Growth)* génèrent un chiffre d'affaires annuel inférieur à 25 millions d'euros<sup>71</sup> (voyez pour exemple *Oxatis* aux figures 17 & 18 de l'Annexe). « *L'arbre décisionnel du financement des PME* » (repris à la figure 4 de l'Annexe) conseille -il s'agit d'un guide- uniquement aux PME dont le chiffre d'affaires annuel excède 25M€ d'opter pour les marchés financiers (d'actions ou d'obligations). Un autre indicateur de la taille de l'entreprise, est sa valeur de marché (pré-IPO). Le lecteur est à cet effet invité à consulter la figure 10 de l'Annexe. Les chiffres d'affaires annuels des PME procédant à des émissions obligataires publiques, ou à des placements privés (émissions obligataires non publiques), sont quant à eux

---

<sup>65</sup> Beaucoup d'entre elles le sont, mais pas exclusivement, voyez pour exemple la figure 13 de l'Annexe.

<sup>66</sup> European Commission, *Annual Report on European SMEs 2016/2017*, November 2017, p. 92.

<sup>67</sup> *Ibidem*

<sup>68</sup> Eurostat, "Business demography characteristics - Almost 1 in 10 enterprises in the EU recognised as high-growth companies - Highest shares in services", *Eurostat News Release*, 209/2016, 26 October 2016, p. 1

<sup>69</sup> Pour exemple, les PME émettant sur le marché *BondM* de Stuttgart sont actives dans des secteurs aussi divers que l'automobile, l'industrie manufacturière, les biens de consommations, l'agro-alimentaire, la distribution (voyez à cet effet *Financement en Dette des PME/ETI : Nouvelles Recommandations* (précité), p. 40.)

<sup>70</sup> I.K. NASSR, and G. WEHINGER, *op. cit.*, p. 64.

<sup>71</sup> AFME, *Lever des fonds pour les petites et moyennes entreprises en Europe : Guide pratique du financement bancaire, obligataire et par actions*, Septembre 2015, p.24 ; A. THOMADAKIS, *op. cit.*, p 3 (voyez la note de bas de page 8 de ce document).

supérieurs à 20<sup>72</sup>- 25M€<sup>73</sup>. L'une des idées sous-jacentes à notre travail est qu'il serait bénéfique de permettre aux PME un plus grand recours aux marchés, sans que leur taille, justement, ne constitue un obstacle. Raison pour laquelle nous prêtons davantage d'attention à leurs perspectives de croissance, à leur caractère innovant et n'envisageons pas la caractéristique de la taille de façon trop discriminante. Enfin, au-delà de 50M€ de chiffres d'affaires annuel, l'entreprise n'est plus une PME au sens européen du terme (voyez *supra* n°7) et se trouve ainsi hors de notre champ d'analyse. « Nos » PME ont donc des chiffres d'affaires annuels allant de 20M€ (pour les émettrices d'obligations) voire moins (émettrices d'actions) à maximum 50M€.

17. Le dernier trait distinctif envisagé est le profil « **à risque** » de ces PME, qui les rend **impropres au financement bancaire**. Cet élément caractérise les PME se finançant en fonds propres, par le biais d'IPO sur les marchés juniors, et non celles s'endettant sur ces mêmes marchés. Ainsi, il apparaît que « *le financement bancaire n'est pas adapté pour les entreprises nouvelles, innovantes et à croissance rapide, se situant dans le haut de la fourchette risque-rendement*<sup>74</sup>. Elles souffrent donc d'un déficit en capitaux de croissance.

Ces dernières sont perçues comme « à risque<sup>75</sup> » par les banques parce que leurs flux de trésorerie sont instables, voire négatifs<sup>76</sup> (*negative cash-flows*) au moment de l'éventuel emprunt (il y a plus d'argent qui sort qu'il n'en rentre au départ du projet – voyez pour exemple Annexe, fig. 17 & 18) tandis que les bénéfiques correspondants à leur projet<sup>77</sup> et, partant, les flux de trésorerie futurs, sont imprévisibles<sup>78</sup> (voyez la figure 4 de l'Annexe, qui oriente l'entrepreneur vers le financement bancaire/obligataire ou au contraire vers l'IPO suivant la prévisibilité de ces flux).

En outre, le prêteur peut difficilement se prémunir du risque (voir la note de bas de page 80), le modèle d'activité de ces HGC s'appuyant souvent sur « *des actifs incorporels qui sont très spécifiques à l'entreprise et difficiles à utiliser en garantie dans un contrat de prêt classique*<sup>79</sup> ». Pour caricaturer<sup>80</sup> la chose, l'entreprise très innovante mais non rentable au moment de solliciter le prêt (voyez pour exemple les figures 10 et surtout 17-18 de l'Annexe, qui font état d'entreprises non rentables avant leur IPO), animée par un projet dont la réussite n'est pas certaine, ne disposant pas de garanties suffisantes et dont la trésorerie (*cash-flow*) est instable, n'obtiendra pas de prêt bancaire, tout au moins pas à la hauteur des montants substantielles nécessaires à l'aboutissement de son projet (voyez *infra* n° 36 & 40) . Le profil de risque des PME émettant des obligations plutôt que des actions contraste nettement avec celles discutés ci-dessus. Il s'agirait d'entreprises « *ayant de solides*

---

<sup>72</sup> Les BondM, instruments du marché obligataire allemand, visent les PME dont le chiffre d'affaires est compris entre 20 et 100M€ (voir page 40 du rapport Casanova, précité).

<sup>73</sup> Ces chiffres constituent des moyennes, bien sûr. Il existe bien sûr des émetteurs de moindre taille.

<sup>74</sup> OCDE, « Nouvelles approches du financement des PME et de l'entrepreneuriat : élargir la gamme des instruments », *Rapport de synthèse final*, 2015, p.3.

<sup>75</sup> La notion de risque, ici, recouvre tant le risque lié au crédit, à savoir le risque de ne pas être remboursé intégralement à échéance, que le risque d'insolvabilité de ces entreprises vis-à-vis de la banque, en cas d'échec du projet entrepreneurial.

<sup>76</sup> I.K. NASSR, and G. WEHINGER, *op. cit.* p. 64.

<sup>77</sup> OCDE, *Ibidem*, p. 3.

<sup>78</sup> OCDE, "Opportunities and constraints of market-based financing for SMEs", *OECD Report to G20 finance ministers and Central Bank governors*, September 2015, p. 11.

<sup>79</sup> OCDE, *Ibidem*, p. 3.

<sup>80</sup> Il est évident que les PME candidates aux marchés juniors ne réunissent pas toutes ces caractéristiques liées au risque. Nous grossissons le trait pour rendre la chose plus évidente. Nous verrons d'ailleurs dans les chapitres suivants que l'IPO et l'endettement bancaire sont des sources de financement complémentaires plutôt qu'exclusives.

antécédents en matière de crédit et de bénéfice et dont le chiffre d'affaires ou les bénéfices sont peu volatiles<sup>81</sup> ». Voyez par exemple le profil d'*AgroGeneration*, illustré en figure 9 de l'Annexe.

**18.** En guise de **conclusion**, nous attirons l'attention du lecteur sur plusieurs points :

- La caractérisation des PME cibles des marchés juniors d'actions ou d'obligations ne relève pas de la science exacte. D'une part, la plupart des critères (par exemple celui des besoins de financement ou de la taille) s'expriment en « fourchette » et par voie de conséquence ratissent large. D'autre part, il est tout à fait possible, voire probable, qu'une PME ne réunisse pas l'ensemble des caractéristiques discutées, mais la combinaison de deux ou plusieurs d'entre elles (et l'absence corrélative d'autres caractéristiques) nous semble suffisante pour qualifier cette PME<sup>82</sup> de « candidate au MTF », la distinguant ainsi des PME traditionnelles ;
- Les caractéristiques de ces PME diffèrent parfois substantiellement selon qu'elles procèdent à une IPO ou une émission obligataire (au niveau de la taille-du chiffre d'affaires annuel-et du profil de risque notamment) et suivant la place boursière concernée (âge des entreprises au moment de l'*IPO* sur l'*AIM* par ex.). Pour toutes ces raisons, nous n'appliquons pas les critères mentionnés de façon trop rigide ;
- Dans une optique de synthèse, en gardant bien à l'esprit les considérations précédentes, nous proposons une définition brève et très générale de la PME cible des marchés juniors d'actions et d'obligations. Il s'agit de l'entreprise innovante à forte croissance, relativement jeune, en fin de phase d'expansion, forte d'un modèle d'activité reposant sur des connaissances<sup>83</sup>, générant un chiffre d'affaires annuel conséquent mais limité à 50M€, et dont la demande en capitaux de croissance, généralement supérieure à 5M€, ne peut être rencontrée par l'endettement bancaire, au vu du risque et de l'incertitude associés à l'activité projetée (surtout les émettrices d'actions) ;
- Seule une infime partie des PME sont concernées par les marchés financiers. Notre champ d'analyse est ainsi nettement circonscrit ;
- Enfin, le lecteur est vivement invité à consulter les sites d'*Euronext* et du LSE, (référencés en notes de bas de page) sur lesquels sont renseignées les dernières introductions/ émissions obligataires ayant eu lieu respectivement sur *Euronext Growth/ Access*<sup>84</sup> et sur l'*AIM*<sup>85</sup> et l'*ORB*<sup>86</sup> (LSE). Une telle démarche permet de visualiser les PME décrites jusqu'ici de façon

---

<sup>81</sup> A. THOMADAKIS, *op. cit.*, p. 3

<sup>82</sup> Ainsi, le fait que la croissance d'une PME ne corresponde pas strictement à celle d'une *High Growth* ne peut suffire à exclure cette PME de notre champ d'analyse, pour autant bien sûr qu'elle remplisse d'autres critères, en ayant des besoins de capitaux plus ou moins équivalents à ceux décrits plus haut (1<sup>er</sup> critère) pour financer son projet, pour lequel les banques n'oseraient pas octroyer de prêt (2<sup>ème</sup> critère).

<sup>83</sup> Souvent active dans les domaines de l'information et de la communication.

<sup>84</sup> [https://www.euronext.com/fr/equities/ipos-initial-public-offerings?keys=&term\\_node\\_tid\\_depth%5B%5D=35&term\\_node\\_tid\\_depth%5B%5D=39&combo\\_date\\_filter%5Bmin%5D%5Bdate%5D=&combo\\_date\\_filter%5Bmax%5D%5Bdate%5D](https://www.euronext.com/fr/equities/ipos-initial-public-offerings?keys=&term_node_tid_depth%5B%5D=35&term_node_tid_depth%5B%5D=39&combo_date_filter%5Bmin%5D%5Bdate%5D=&combo_date_filter%5Bmax%5D%5Bdate%5D) (consulté le 13/6/18) – une capture d'écran est également disponible en figure 14 de l'Annexe.

<sup>85</sup> <http://www.londonstockexchange.com/statistics/markets/aim/aim.htm> (consulté le 13/06/18) - voyez les nombreux fichiers *excel* qui sont disponibles. Très illustratifs, ils sont eux-mêmes composés de plusieurs tableaux thématiques

<sup>86</sup> <http://www.londonstockexchange.com/statistics/specialist-issues/retail-bonds/retail-bonds.htm> (consulté le 13/06/18) - voyez le premier fichier .pdf situé en haut de la page

générale et de prendre la mesure de leur diversité en termes d'âge, de croissance, de secteur d'activités, de besoins de financement (volumes d'émission) et de taille (chiffres d'affaires)<sup>87</sup>.

### Section 3. Pourquoi parler du financement de ces PME ?

19. Le financement des PME identifiées à la section précédente, les obstacles à celui-ci et les moyens de l'améliorer sont un sujet qui intéresse l'économie européenne tout entière. Pour cause, ces entreprises sont qualifiées de « *moteurs de la croissance économique*<sup>88</sup> ». En effet, de nombreux documents<sup>89</sup> soulignent « une responsabilité de ces entreprises dans la création d'emplois, qui serait disproportionnée par rapport à leur nombre ». Les « entreprises de taille moyenne » (italiennes, françaises, anglaises et allemandes), catégorie en partie composée de nos PME<sup>90</sup>, sont à l'origine de 32 millions d'emplois, soit 32% de la main d'œuvre du secteur privé de ces pays, alors qu'elles ne représentent que 1,5% du total des entreprises de ces mêmes pays (voyez le graphique présenté à la figure 19 de l'Annexe). Elles engageraient plus que les petites, pourtant majoritaires et traditionnellement perçues comme des viviers d'emplois. Leurs contributions aux PIB seraient supérieures à celles des grandes entreprises<sup>91</sup>. Dans le même sens, il ressort d'une étude portant sur les *High-Growth Companies* que la moitié des nouveaux emplois créés par des entreprises existantes entre 2002 et 2008 au Royaume-Uni furent générés par les 6% d'entreprises présentant la plus forte croissance (*highest growing businesses*- typiquement nos PME). Des résultats similaires ont été observés en Finlande, en Allemagne, au Pays-Bas, en Italie, en Suède, et dans une myriade d'autres pays<sup>92</sup>.

L'impact du financement de marché sur ces entreprises créatrices d'emplois est conséquent : selon une étude de l'OCDE réalisée en 2007, 92% de la création d'emplois dans une entreprise cotée intervient après l'IPO<sup>93</sup>.

En plus d'être à l'avant-garde de la création d'emplois, ces PME sont aussi des pionnières dans le développement et l'utilisation des nouvelles technologies, y compris celles de pointe (supra, n°15).

Enfin, des marchés financiers juniors d'actions et d'obligations bien développés doivent permettre aux investisseurs particuliers ou institutionnels/ professionnels (qui en réalité investissent

---

<sup>87</sup> Obtenir les informations afférentes à certaines de ces caractéristiques requiert parfois un détour par le site de l'entreprise (ex : croissance, chiffre d'affaires). Une autre possibilité est de se rendre sur la page renseignant les dernières cotations sur le site d'Euronext, auquel on accède en cliquant sur le lien ci-dessus (ou en suivant le parcours détaillé dans les remarques figurant en dessous de la figure 14 de l'Annexe). Il suffit ensuite de cliquer sur le nom de l'entreprise et de télécharger le dossier « document d'information ». Voyez à cet effet les figures 17 & 18 de l'Annexe.

<sup>88</sup> IPO Task Force, *op. cit.*, p. 51.

<sup>89</sup> I.K. NASSR, and G. WEHINGER, *op. cit.*, p. 54 ; IPO Task Force, *op. cit.*, p. 5 ; European Commission, *Annual Report on European SMEs 2016/2017*, November 2017, p. 93.

<sup>90</sup> Le document sur lequel nous nous basons, à savoir « The Mighty Middle : Why Europe's Future Rests on its Middle Market Companies (p. 5) » parle d'*entreprises de taille moyenne*. Il s'agit d'entreprises dont le chiffre d'affaires annuel excède un certain seuil, différent selon le pays concerné (5, 10 ou 20M€ - voyez les montants exacts et les seuils maximums en notes de bas de page n°54). Nous savons désormais, suites aux développements de la section précédente, que la notion de PME (au sens du travail) et cette notion d'entreprise de taille moyenne, se recoupent, du moins partiellement. Nos PME sont, pour la plupart, des *entreprises de taille moyenne* (voir chapitre 1, section 2) en ce que leur chiffre d'affaires excède généralement les seuils précités. Cependant, le chiffre d'affaires de nos PME n'excède pas 50M€ (voyez *infra* n°7, définition européenne de la PME). Voilà pourquoi l'ensemble « entreprises de taille moyenne » n'est composé que partiellement de nos PME. Toute une série de ces entreprises de taille moyenne génèrent plus de 50M€ annuellement.

<sup>91</sup> A. MALSHE (in partnership with GE Capital's academic advisory board), "The Mighty Middle: Why Europe's Future Rests on its Middle Market Companies", *ESSEC Business School Report*, 2012, p. 4-6.

<sup>92</sup> European Commission, *Annual Report on European SMEs 2016/2017*, November 2017, p. 93-94.

<sup>93</sup> IPO Task Force, *op. cit.*, p. 4.

l'argent des particuliers) d'investir dans des produits financiers proposant des rendements supérieurs à ceux généralement proposés à l'heure actuelle<sup>94</sup>. Il s'agit de diversifier les sources de financement pour les demandeurs de capitaux, mais aussi de multiplier les opportunités d'investissement pour les offreurs de capitaux<sup>95</sup>.

En conclusion, l'impact macro-économique de ces PME et leur rayonnement sur toute l'économie expliquent notre choix de parler de leur financement, et des moyens d'améliorer celui-ci.

## Chapitre 2. Des marchés et opérations concernés

### Section 1. Identification et caractérisation des marchés financiers discutés

20. Cette section distingue les marchés financiers règlementés des non-règlementés (MTF) et discute de leurs caractéristiques respectives (§1 et §2). Les marchés d'actions et d'obligations juniors européens sont ensuite brièvement présentés (§3). Notons que le propos englobe les marchés financiers de l'UE<sup>96</sup> et ne se limite pas à ceux de la zone Euro, sans quoi les marchés juniors londoniens tels que l'*ORB* ou l'*AIM* ne seraient pas traités, alors qu'ils sont significativement plus importants que leurs homologues continentaux.

#### §1. Marchés règlementés et marchés non-règlementés

21. La directive révisée concernant les marchés d'instruments financier (MIFID II) distingue aux points 21 à 24 de l'article 4, trois types de plateforme de négociation : le « marché règlementé » ; le « système multilatéral de négociation ou MTF (*Multilateral Trading Facility*) » et « le système organisé de négociation ou OTF (*Organised Trading Facility*) ». Il est aussi question d'internalisateurs systématiques, (IS) eux-mêmes opérant des marchés OTC (*Over-the-Counter*). Les deux derniers types de marchés ne nous intéressent pas<sup>97</sup>. C'est uniquement de l'accès aux MTF<sup>98</sup> ou marchés non-règlementés<sup>99</sup> dont nous discutons <sup>100</sup>, car il est économiquement et empiriquement non pertinent d'évoquer les marchés règlementés lorsque c'est du financement des PME<sup>101</sup> qu'il est question. La figure 13 de l'Annexe permet une comparaison des caractéristiques des entreprises présentes sur les « *main markets* » (marchés règlementés) avec celles actives sur des « *exchange-regulated markets* »

<sup>94</sup> Paris Europlace, *op. cit.*, p. 39. Les taux quasi nuls des comptes d'épargne montrent à suffisance la faiblesse des rendements à l'heure actuelle au moins pour les petits épargnants.

<sup>95</sup> European Commission, "Analysis of European Corporate Bonds", *Analytical report supporting the main report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds*, November 2017, p. 4.

<sup>96</sup> Remarquons que l'impact imminent du *Brexit* sur le financement des PME n'est pas traité dans le travail. Une telle question nécessiterait la rédaction d'un autre mémoire. Nous englobons le Royaume-Uni dans l'UE, alors même que l'entrée en vigueur du *Brexit* est attendue pour 2019.

<sup>97</sup> Un OTF ne permet pas l'émission de titres de capital. Il n'obéit du reste pas aux mêmes obligations de transparence qu'un MTF. Sur les marchés OTC, autrement appelé marché hors-cote ou de gré à gré, les transactions sont directement conclues entre le vendeur et l'acheteur. Ces sont les principales places de négociation des obligations d'entreprises aux USA. Pour rassembler le propos, ces deux types de 'lieux d'échanges' ne sont pas régulés.

<sup>98</sup> *Bourse de sociétés à petites capitalisation, marchés juniors, des PME, de croissance, régulés mais non-règlementés*<sup>98</sup>, *alternative exchange regulated* ou *unregulated markets* sont autant de synonymes désignant un MTF (terme légal faisant foi).

<sup>99</sup> Le terme « marché non-règlementé » porte à confusion. Il est surtout employé pour les distinguer, voire les opposer aux marchés règlementés. En réalité, ces marchés sont bel et bien « règlementés » au sens courant du terme. Les participants à ces marchés obéissent eux aussi à tout une série de règles de transparence et de surveillance, mais qui sont toutefois moins contraignantes que celles applicables aux marchés règlementés, au sens légal du terme. On pourrait ainsi conclure en considérant que s'ils ne sont pas règlementés (parce que c'est inexact sur le plan juridique), ils sont toutefois régulés.

<sup>100</sup> Chaque fois que nous évoquons un marché (financier), il faut entendre, au sens de notre contribution, un MTF.

<sup>101</sup> L'affirmation inverse n'est pas correcte. Les marchés non règlementés ou MTF tels que l'*AIM* ou *Euronext Growth* ne sont pas exclusivement employés par les PME tels que définies au chapitre précédent. De nombreuses entreprises plus grande que nos PME sont cotées sur des MTF, parfois des suites d'un *delisting* sur le marché principal, trop exigeant en termes d'obligations.

(marchés non règlementés). On observe empiriquement que les entreprises émettant sur les marchés règlementés sont significativement plus âgées au moment de la cotation que les autres. De plus, quelle que soit la place financière concernée, les sommes levées lors de l'*IPO*, la taille (chiffre d'affaires) et les actifs de ces grandes entreprises relèvent d'un ordre de grandeur tout à fait différent de celui dans lequel évoluent nos PME. Pour le dire autrement, nos PME et ces grandes entreprises « ne boxent pas dans la même catégorie » et leurs caractéristiques respectives sont sans commune mesure. Si aucune de nos PME ne s'aventure sur ces marchés règlementés, et que nous excluons ceux-ci du champ de notre travail, c'est que « *les coûts engendrés par les conditions d'admissions à la cotation et les obligations de transparence durant la durée de celle-ci sont beaucoup trop élevés et disproportionnés par rapport aux montants levés par les PME émettrices*<sup>102</sup> ». Mais les marchés juniors ou MTF, en soumettant celles-ci à des règles différentes, allégées, plus souples et spécialement adaptées à leur profil, sont susceptibles de rendre la cotation sur un marché boursier économiquement viable. Les différences entre les marchés règlementés et non-règlementés s'expriment à travers trois corps de règles<sup>103</sup> :

- les conditions d'admission à la cote ;
- les obligations déclaratives permanentes ;
- et les droits d'inscription et de maintien de l'inscription.

#### a) Conditions d'admission à la cote

**22.** Les conditions d'admission à la cote (conditions à respecter une fois, au moment de l'*IPO*) ne sont pas les mêmes. La réglementation prospectus, fraîchement révisée, oblige l'émetteur dont les titres sont admis sur un marché règlementé à publier un prospectus. L'entreprise admise sur un MTF ne doit faire de même que si son *IPO* est constitutive d'une « offre au public de valeurs mobilières » au sens du règlement. Et une telle offre peut perdre son caractère public lorsque le placement est privé, c'est-à-dire lorsque l'émetteur place ses titres sur le MTF, mais seulement auprès d'un nombre restreint d'investisseurs institutionnels/qualifiés. L'émetteur peut ainsi se passer d'un prospectus remplacé par un document d'information, beaucoup plus succinct et de la longue et lourde procédure d'approbation y afférente auprès de l'autorité de marché. Il leur est donc permis d'être cotés en bourse en quelques semaines seulement<sup>104</sup>. Nous reviendrons sur les aspects techniques, le caractère onéreux et fastidieux du prospectus (*infra*, n°85 à 97).

**23.** En outre, les grandes places boursières subordonnent généralement l'entrée sur leur segment règlementé au respect de quatre autres critères d'admission. Les figures 20, 21, 22 et 23 de l'Annexe détaillent ces exigences. Il s'agit des suivantes : une diffusion minimum de 25% des titres (*free float*<sup>105</sup>), un historique des comptes de 3 ans, (ce qui implique un âge minimum de 3 ans) une

<sup>102</sup> I.K. NASSR, and G. WEHINGER, *op. cit.*, p 57.

<sup>103</sup> Le lecteur est vivement invité à consulter le document cité ci-après. Celui-ci analyse l'ensemble des différences entre les règles applicables aux différents MTF européens et à leurs homologues règlementés : F. INFELISE, « Supporting Access to Finance by SMEs : Mapping the Initiatives in five EU Countries », *ECMI Research Report*, n°9, Avril 2014, p. 23-30.

<sup>104</sup> S. VISMARA, S. PALEARI & J. R. RITTER, "Europe's Second Markets for small companies", *European Financial Management*, Vol. 18, No. 3, 2012, p. 362-363.

<sup>105</sup> Cette règle de diffusion, requérant un *free float* minimum de 25%, renvoie à la propriété des titres, et non à leur liquidité. Minimum 25% des parts de la société doivent être détenus par « le public », *i.e* des actionnaires non majoritaires ou non liés entre eux. On constate à la figure 20 de l'Annexe que ce critère est très rarement atteint par les entreprises cotées sur le

comptabilité exprimée conformément aux normes IFRS, ainsi qu'une capitalisation boursière minimum, allant de 700.000£ sur le marché réglementé du *LSE* jusqu'à 50M€ sur *Euronext* (marché réglementé). Ces conditions sont difficilement atteignables pour nos PME. Sur les 2114 entreprises ayant procédé à une IPO sur les marchés juniors européens durant la période 1995-2009, 1511 d'entre elles, soit 71,5%, ne satisfaisaient pas aux critères restrictifs conditionnant l'accès aux marchés réglementés. Ce pourcentage est encore plus élevé (95%) lorsqu'on isole les entreprises présentes sur *Alternext* (ancien nom d'*Euronext Growth*) durant la même période<sup>106</sup>. Pour rappel et comme évoqué en note de bas de page 103, les entreprises présentes sur des MTF ne sont pas toutes des PME. Certaines sont plus grandes. Notre hypothèse est que les pourcentages présentés ci-dessus seraient encore plus importants, et partant les marchés réglementés plus excluants, s'ils ne concernaient strictement que les PME. La figure 20 de l'Annexe reprend toutes les statistiques précitées et évoque en prime le ou les critères « les plus insatisfaits ». Les MTF prévoient eux aussi certains critères d'admission à la cote, mais ceux-ci sont plus souples et plus simples à respecter pour les PME (voyez Annexe, fig. 21, 22, 23 et 24).

#### *b) Obligations permanentes déclaratives*

**24.** Parallèlement aux conditions d'admission, les entreprises cotées sur les marchés financiers (réglementés ou non) sont, durant toute la durée de la cotation, soumises à une série d'obligations permanentes dites « déclaratives », liées à la transparence. Ces exigences sont toutefois allégées pour les MTF, parce que la directive transparence et la batterie d'obligations qu'elle prévoit ne s'applique qu'aux entreprises émettant sur des marchés réglementés. Ainsi, les entreprises présentes sur l'*AIM* plutôt que sur le segment réglementé du *LSE* ne sont pas sujettes aux contraignantes *Disclosure and Transparency Rules (DTR)*, corps de règles transposant la directive précitée en droit britannique<sup>107</sup>.

Autrement dit, la cotation sur un MTF plutôt que sur un marché réglementé permet de s'affranchir des obligations découlant de la directive transparence. Globalement, celles-ci concernent la divulgation d'informations financières périodique (rapports financiers semestriels/annuels) ou continue (déclaration de dépassement de seuil, etc..). Le lecteur est invité à consulter successivement les figures 22, 23, 23 bis, 24 et 25 de l'Annexe. Ces différents tableaux permettent de comparer les obligations permanentes des marchés réglementés avec celles propres aux MTF. Nous constatons que les entreprises présentes sur des MTF tels qu'*Alternext (Euronext Growth)*, le *MAB*, l'*Entry Standard* sont-elles aussi soumises à une série d'obligations déclaratives. Cependant, ces règles sont issues non pas de la directive Transparence (car l'émetteur actif sur un marché non réglementé n'y est pas soumis) mais sont établies par les marchés eux-mêmes. C'est la raison pour laquelle les MTF sont qualifiés *d'exchange-regulated markets* en anglais, et de marchés « régulés » en français (voyez notes de bas de page n°101). Bien souvent, les opérateurs de marché étendent aux MTF un régime de déclaration similaire, mais toutefois plus léger<sup>108</sup>, à celui découlant de la directive et s'appliquant

---

segment MTF d'*Euronext (Alternext)* sans doute parce que leur petite taille rime avec actionnariat concentré. Ce n'est pas le cas sur le *LSE/ AIM*, l'actionnariat anglais étant traditionnellement beaucoup plus dispersé.

<sup>106</sup> S. VISMARA, S. PALEARI & J. R. RITTER, *op. cit.*, p. 365.

<sup>107</sup> *Ibidem*, p. 379.

<sup>108</sup> Par exemple, sur le segment réglementé d'*Euronext*, les déclarations de franchissements des seuils sont obligatoires dès qu'un investisseur excède ou passe en dessous d'un pourcentage de participation financière multiple de 5 (ex : 5,10,15,20,

aux marchés règlementés<sup>109</sup>. Il y va de la viabilité économique du MTF ; l'absence d'obligations déclaratives nuit à la transparence et à la protection des investisseurs, ce qui mine la confiance de ceux-ci dans le marché de croissance. L'attractivité du MTF et les volumes d'émissions réalisés sur celui-ci s'en trouvent négativement affectés. D'aucuns identifient d'ailleurs le manque de confiance des investisseurs comme le grand désavantage des marchés juniors vis-à-vis de leurs homologues règlementés. Ces derniers, extrêmement transparents, bénéficient de la confiance des acteurs du marché et drainent donc beaucoup plus d'investisseurs. Qui dit plus d'investisseurs, dit plus de liquidité, et vice versa. Selon certains, de tels avantages surpasseraient ceux propres aux MTF<sup>110</sup> : ces derniers sont certes moins coûteux et moins contraignants, mais ils manquent de liquidité et n'attirent que peu d'investisseurs. Notons que la directive abus de marché s'applique tant aux émetteurs de titres actifs sur les marchés règlementés que ceux cotés sur des MTF.

*c) Frais d'inscription à la cote et frais de maintien de cette inscription*

**25.** Les droits d'inscription et de maintien de cette inscription sont moindres sur la plupart des MTF que sur les marchés règlementés<sup>111</sup>. Soit les places boursières prévoient des tarifs différents pour les segments règlementés et non règlementés, soit elles « taxent » les entreprises en fonction de leur capitalisation boursière (marchés d'actions- Annexe, fig. 26) ou de la taille de l'émission (marchés obligataires- Annexe, fig. 27). *Euronext* opte pour une solution hybride.

Les frais d'admission sur *Euronext* (règlementé) et sur *Euronext Growth* (MTF) sont les mêmes. Ils sont d'ailleurs repris dans la même brochure tarifaire (voyez Annexe, fig. 26)<sup>112</sup>. Ils restent néanmoins fonction de la capitalisation boursière de l'entreprise. Cela signifie qu'en pratique, la grande entreprise présente sur la plateforme règlementée paye davantage que la PME cotée sur le MTF.

*Euronext* adopte la première méthode évoquée plus haut, vis-à-vis d'*Euronext Access*. Les entreprises présentes sur ce MTF payent donc moins de frais (voyez Annexe, fig.29) que sur *Euronext Growth* ou *Euronext* (règlementé). *Euronext Access* est un MTF, au même titre qu'*Euronext Growth*, mais vise exclusivement un public de PME, et les soumet à des obligations encore plus allégées que ce qu'elles ne l'étaient déjà sur *Euronext Growth*. La taille des émissions est significativement moins importante que sur *Euronext Growth* (pour plus détails sur l'organisation d'*Euronext*, voir *infra*, n°30). Malgré les deux différentes méthodes « d'imposition » employées, la structure de tarification reste semblable : les émetteurs sont tenus de payer des frais d'admission, uniques et dus au moment de l'IPO, des frais annuels (frais de maintien) qui prennent la forme d'un abonnement (voyez fig. 28 et 29 de l'Annexe), ainsi que des frais d'admission supplémentaires en cas d'émission secondaire, une fois la société cotée.

---

etc...) Sur Alternext (*Euronext Growth*), de telles déclarations ne sont requises que si le stade de 50% ou 95% de participation financière est atteint (voyez figures 23 et 23 bis). Voyez aussi, pour un aperçu plus précis des règles sur Alternext le lien suivant :

<sup>109</sup> Voyez figures 23,24 & 25.

<sup>110</sup> I.K. NASSR, AND G. WEHINGER, *op. cit.*, p 57.

<sup>111</sup> J. YOO. (2007), *Financing Innovation- How to build an Efficient Exchange for Small Firms*, Viewpoint, Financial and Private Sector Development Presidency, World Bank Group, Note Number 315, 2007, p. 3.

<sup>112</sup> Consultable à l'adresse suivante : <https://www.enternext.biz/fr/listing-fees> (*Euronext & Euronext Growth – Brochure tarifaire 2018*).

#### d) *Phénomène de delisting*

26. Le *delisting*, entendu non pas comme une radiation définitive de l'entreprise du marché boursier, mais comme un transfert de ses titres, au sein de la même place boursière, du segment règlementé vers le segment non règlementé (MTF), n'est pas un phénomène inhabituel. Nous le mentionnons car il est souvent révélateur d'une volonté des entreprises de s'affranchir des obligations juridiques contraignantes et coûteuses imposées par les marchés règlementés et de bénéficier du régime allégé, propre aux MTF qui est décrit ci-dessus (*supra* n° 21 à 25)

Le *delisting* est plus fréquent sur les marchés londoniens que sur les marchés continentaux. Entre 1995 (lancement de l'*AIM*) et 2009, pas moins de 282 sociétés ont transféré leurs titres de la liste officielle du LSE vers l'*AIM*, marché régulé, mais non règlementé (voyez figure 30 de l'Annexe). Les entreprises transférant leurs titres mentionnent, lorsqu'elles justifient leur choix (voyez figure 31 de l'Annexe) des coûts plus bas (argument cité dans 31,7% des cas), plus de flexibilité (20,3%) et moins de réglementation (16,3%)<sup>113</sup>. Cela rejoint ce que nous disions plus haut. Enfin, et à titre simplement exemplatif, nous avons reproduit à la figure 32 de l'Annexe un extrait du document d'information<sup>114</sup> publié par la société française *Encrès Dubuit* à l'occasion du transfert de ses actions d'*Euronext* vers *Euronext Growth* en décembre dernier. Elle énumère les raisons de son transfert sur le MTF. Parmi celles-ci : une réglementation trop lourde et inadaptée ; le fait que *Alternext (Euronext Growth)* soit un segment plus adapté à la taille de l'entreprise ; un allègement des contraintes réglementaires et des coûts y afférents.

#### §2. Des marchés d'actions juniors (MTF)

##### a) *Des opérations ayant lieu sur ces MTF*

27. Les émissions d'actions sur les marchés juniors sont, en valeur absolue, majoritaires par rapport à celles sur les marchés règlementés. Entre 1995 et 2009, pas moins de 2910 des 3775 *IPO* réalisées sur le LSE, *Euronext Paris*, *Borsa Italiana* et *Deutsche Börse* ont eu lieu sur des MTF. Cependant, les émissions sur les marchés règlementés de ces bourses, bien que moins nombreuses, sont beaucoup plus importantes en termes de volume d'émission, de capitaux levés. Cela ressort très clairement des deux graphes reproduits en figure 33 de l'Annexe.

28. Différents types de cotation ont lieu sur ces marchés et elles ne constituent pas toutes des introductions en bourse. L'*IPO* ou introduction en bourse sur MTF ne se confond ni avec l'admission d'actions existantes (ex : en cas de transfert d'actions d'un segment à un autre), ni avec l'émission secondaire, ni même avec le placement privé, dont nous avons discuté plus haut (n°22). Pour rappel, il s'agit de l'émission et du placement subséquent d'actions auprès soit d'investisseurs qualifiés<sup>115</sup> (le plus courant), soit d'un nombre d'investisseurs restreint (voyez article 1, point 4 du Règlement Prospectus). Une telle démarche, sur un MTF tout du moins, permet d'éviter la rédaction coûteuse et fastidieuse d'un prospectus qui est remplacé par un document d'information. Le lecteur est à nouveau

<sup>113</sup> S. VISMARA, S. PALEARI & J. R. RITTER, "Europe's Second Markets for small companies", *European Financial Management*, Vol. 18, No. 3, 2012, p. 378.

<sup>114</sup> Disponible à l'adresse suivante : <https://www.euronext.com/ipo-detail/732417/FR0004030708-XP/ENCRESES%20DUBUIT>

<sup>115</sup> Investisseurs qualifiés au sens de l'article 2 e) du Règlement Prospectus. Il s'agit en réalité d'investisseurs institutionnels, professionnels tels que les fonds de pensions, les fonds d'assurance, les banques, les fonds d'investissements, etc.

invité à se rendre sur le site d'*Euronext*<sup>116</sup>, à l'interface des dernières émissions ayant eu lieu sur *Euronext Growth* et *Euronext Access* (voyez Annexe, fig. 14). De nombreuses émissions prennent la forme d'un placement privé d'actions (ex : *Parx Plastics*, *Media Lab*, *Metrics in Balance*). Certains marchés d'actions, tels que l'*AIM*, fonctionnent exclusivement sur base du placement privé d'actions. Les émetteurs sur l'*AIM* évitent ainsi le prospectus et l'approbation de celui-ci auprès de l'*UKLA* (*United Kingdom Listing Authority*, équivalent anglais de la FSMA) de façon systématique.

D'aucuns pourraient légitimement se demander pourquoi tous les émetteurs ne procèdent pas, en lieu et place d'une offre au public de valeurs mobilières, à un placement privé, pour éviter l'obligation prospectus. D'autant qu'à la lecture attentive des prospectus publiés par les entreprises procédant à des IPO sur *Euronext Growth*, *Oxatis* par exemple (voyez figure 14 en Annexe), nous nous sommes rendus compte que les IPO elles-mêmes étaient systématiquement structurées de façon hybride, avec un placement global (privé) auprès d'investisseurs institutionnels (le placement représentant souvent 90% des titres émis) et une offre à prix ouvert, (OPO) c'est-à-dire une offre à caractère public, ne comptant généralement pour pas plus de 10-15% des titres émis, mais soumettant néanmoins l'émetteur à l'obligation prospectus.

Pourquoi donc opter pour l'IPO et alourdir tout le processus, si l'offre se structure à 90% comme un placement privé ? Nous avons interrogé deux professionnels à ce sujet, par voie électronique. Il s'agit de MATHIEU DUPLAT, professeur à l'Université catholique de Louvain et CEDRIC PACHECO, responsable de la croissance et des marchés de capitaux à l'AFME. Notre question ainsi que la réponse de Monsieur DUPLAT sont reproduites en Annexe à la figure 34. Sa réponse concorde avec notre raisonnement relatif aux raisons pour lesquelles certaines obligations déclaratives étaient prévues par les MTF alors qu'ils n'en étaient pas légalement tenus (voyez *supra* n°24). Les émetteurs préfèrent l'IPO au placement privé, au risque de supporter plus de coûts, parce que cette opération « *met la barre plus haut en termes de qualité d'informations* », présente de sérieuses garanties en termes de transparence et de protection des investisseurs, (même institutionnels) et est donc susceptible d'en attirer davantage. Monsieur PACHECO insiste quant à lui sur l'aspect réputationnel et la visibilité permise par l'IPO (voyez *infra*, n°34), elle-même favorisant un futur rachat/ OPA. En outre, il considère que certains investisseurs peuvent préférer le placement privé à l'émission obligataire en raison de la relation plus proche avec l'émetteur.

#### b) *Des MTF d'actions européens*

29. L'Union européenne est parsemée de MTF. Parmi ceux-ci, le *FirstNorth* qui couvre la Scandinavie et les pays baltiques, le *NewConnect* à Varsovie, le *Mercado Alternativo Bursatil* (MAB) en Espagne, l'*Euro MTF* (qui dépend du *Luxembourg Stock Exchange*), *AIM ItaliaMAC* (né de la fusion entre *AIM Italia* et *MAC Mercado Alternativo del Capitale*) autrement appelé *AIM of Borsa Italiana*, l'*Entry Standard of Deutsche Börse*, l'*AIM du London Stock Exchange* ainsi que bien sûr *Euronext Growth*, anciennement dénommé *Alternext*<sup>117</sup>. Ces marchés n'ont bien sûr pas tous la même

<sup>116</sup> <https://www.euronext.com/ipo-detail/746107/FR0013328184-ALXP/OXATIS> Sur le site d'Euronext. Il y a lieu de dérouler la page vers le bas, cliquer sur « listing » puis « view all IPO's », sélectionner « Euronext Growth » et « Euronext access » (MTF) et exclure corrélativement « Euronext ». La page en résultant est reprise en figure 14 de l'Annexe.

<sup>117</sup> IPO Task Force, *op. cit.*, p. 25; I.K. NASSR, AND G. WEHINGER, *op. cit.*, p. 57; Luxembourg for finance, *Capital Markets*, 2017, p. 57.

importance (voyez figure 9 de l'Annexe). Certains d'entre eux retiennent davantage notre attention. L'AIM est de très loin le plus développé et le plus dynamique de ces marchés. Il existe un véritable gouffre entre ce dernier et les autres d'Europe continentale, tant du point de vue du nombre d'IPO, qu'en termes de capitaux levés (voyez la figure 9 de l'Annexe, très explicite).

### c) Euronext

**30.** Depuis le début de notre contribution, l'accent est ostensiblement mis sur *Euronext*. Il en sera ainsi jusqu'à la fin. Comme il s'agit de la première bourse paneuropéenne, il nous semble logique de s'y attarder. Elle couvre 5 pays : la Belgique, la France, les Pays-Bas, le Portugal et le Royaume-Uni. Elle est le premier opérateur de la zone Euro avec plus de 1 300 émetteurs représentant une capitalisation boursière totale de 3 600 milliards d'euros<sup>118</sup>. Sa proximité avec la Belgique, la clarté de son site Internet, son rôle pionnier dans l'amélioration de l'accès des PME aux marchés boursiers (*Enternext, Techshare*, voyez *infra* n°126 et 127), sa diversité en termes d'offres, de plateformes de financement (adaptées à différents profils d'entreprises) sont autant d'autres raisons qui justifient l'attention que nous lui portons.

L'organisation d'*Euronext* mérite d'être brièvement évoquée. L'offre de cotation et de service aux émetteurs est assez complète. Elle se présente commercialement sous le nom de *Next Step*. Elle comporte quatre plateformes différentes, chacune visant l'entreprise à un certain stade de son développement. Dans un souci de lisibilité et de modernisation de son offre, *Euronext* a changé le nom de ses quatre marchés. La figure 35 de l'Annexe résume la structure. *Euronext* est le segment règlementé, réservé aux grands émetteurs. En dessous se trouvent trois autres marchés, qui ont tous le statut juridique de MTF. *Alternext*, nouvellement appelé *Euronext Growth* est « le marché dédié aux valeurs moyennes, avec des règles de cotation adaptées aux spécificités des PME ». Nous retrouvons ensuite *Euronext Access*, anciennement appelé *Marché Libre*. Ce marché « offre une porte d'entrée pour les entreprises qui souhaitent bénéficier d'un accès simple à la Bourse ». Entre *Euronext Access* et *Euronext Growth*, l'opérateur de marché a introduit *Euronext Access+* « qui est destiné aux start-ups et aux PME en croissance qui souhaitent s'acclimater au marché et à ses pratiques ». *Access+* n'est rien d'autre qu'un tremplin vers les marchés « plus sérieux » d'*Euronext*<sup>119</sup>. En résumé, ces quatre marchés représentent quatre niveaux d'exigence différents. Plus on monte, plus les obligations sont rigoureuses et coûteuses. Les caractéristiques de l'entreprise détermineront le marché qui lui est le plus adapté. *Euronext Growth* et *Euronext Access* n'attirent pas le même profil d'entreprise. Ainsi, *Air Marine*, spécialiste des prestations aériennes par avion et par drones, coté en décembre 2017 sur *Euronext Access*, réalise un chiffre d'affaires de 2 174 073 euros en 2016, tandis que sa croissance est de 6, 7% pour cette même année<sup>120</sup>. Ces chiffres sont fort bas par rapport aux seuils de taille et de croissance déterminés *supra*, (voyez *supra* n° 13 et 16) qui correspondent davantage aux profils des PME cotées sur *Euronext Growth*. Pour rappel (voyez *supra* n°18), les PME ne doivent pas strictement réunir toutes les caractéristiques discutées plus haut (n° 11 à 17) pour être visées par

<sup>118</sup> Euronext & Euronext Growth, *Brochure tarifaire 2018*, date d'entrée en vigueur : 1 janvier 2018, p.2. Consultable à l'adresse suivante : <https://www.enternext.biz/fr/listing-fees>.

<sup>119</sup> Les développements précédents sont tirés du site d'Euronext et sont disponibles à l'adresse suivante : [https://www.euronext.com/fr/nextstep?quicktabs\\_205=0#quicktabs-205](https://www.euronext.com/fr/nextstep?quicktabs_205=0#quicktabs-205).

<sup>120</sup> Voyez leur document d'information, disponible sur le site d'Euronext : <https://www.euronext.com/ipo-detail/732058/FR0013285103-ALXP/AIR%20MARINE%20SA>.

notre travail. Les entreprises du type d'*Airmarine* restent incluses dans notre champ d'analyse. A travers cet exemple, nous attirons l'attention du lecteur non plus tellement sur la diversité des profils des entreprises cotées, mais davantage sur l'hétérogénéité des plateformes MTF rencontrées, qui sous ce même vocable peuvent donner l'illusion d'être semblables. Elles constituent toutes l'objet de notre travail.

### §3. Des marchés d'obligations juniors

#### a) Des opérations ayant lieu sur ces marchés

**31.** Le terme « émission obligataire » couvre énormément d'opérations. Toutes ne présentent pas d'intérêt pour notre travail. Nous nous concentrons uniquement sur celles réalisées sur les marchés financiers. Ainsi, le *debt crowdfunding*<sup>121</sup>, outre qu'il ne répond pas adéquatement à la demande de nos PME (voyez *supra* n°12), n'est pas de notre ressort. Il en est de même de l'émission d'obligations strictement privée, convenue par exemple entre une société et plusieurs de ses associés. L'émission obligataire, bien que réalisée sur un marché, mais inadaptée à nos PME, ne nous intéresse pas davantage. Par exemple, le marché obligataire du *High Yield*, concentré sur les marchés réglementés, vise les entreprises « avec l'expérience des marchés et des besoins de financement supérieurs à 100M€<sup>122</sup> ». En bref, seules les opérations d'endettement adaptées à nos PME et réalisées sur un marché financier nous concernent.

Parmi celles-ci, l'émission obligataire publique et le placement privé obligataire, lorsqu'ils sont réalisés sur des MTF. « *L'offre au public désigne le placement de titres de créances, obligations, auprès d'un large public. Une émission de titres financiers est réalisée par placement privé lorsqu'elle s'adresse à un cercle restreint d'investisseurs qualifiés (i.e. banques, sociétés d'assurance, fonds de retraite...) dont le nombre est limité à 150, et qu'elle repose sur une documentation ad hoc négociée entre l'emprunteur et les investisseurs, avec généralement l'intermédiation d'un arrangeur*<sup>123</sup> ». Nous ne revenons plus sur l'évitement du prospectus qu'il permet<sup>124</sup> (le raisonnement développé *supra* au n°22 est applicable à l'émission d'obligations). Nous discutons du placement privé obligataire (voyez *infra* au n°130). Nous envisageons ces opérations comme des solutions de marché en pleine expansion répondant efficacement à certains problèmes soulevés dans la deuxième partie (voyez *infra* n°43 et s.). Pour l'heure, nous nous concentrons sur les émissions obligataires publiques et les plateformes sur lesquelles elles sont réalisées.

#### b) Des MTF obligataires européens

**32.** Au cours de ces cinq dernières années, plusieurs grandes places financières ont développé, parallèlement aux traditionnels marchés obligataires visant les grandes entreprises, une offre obligataire dédiée aux PME/ETI<sup>125</sup>. Ces MTF sont donc récents, mais nombreux. Dès 2013, la *Borsa Italiana* lance les fameux *mini bonds*. Ces titres de créances particuliers sont négociables sur le nouveau segment non réglementé *ExtraMotPRO*. En Allemagne, le MTF *BondM* est lancé par le

<sup>121</sup> Une telle opération constitue par ailleurs une offre au public de valeurs mobilières au sens de la réglementation européenne. Elle est donc soumise à l'obligation du prospectus.

<sup>122</sup> Paris Europlace, *op. cit.*, p. 5.

<sup>123</sup> *Ibidem*, p.5.

<sup>124</sup> Le raisonnement concernait l'émission d'actions mais est applicable par analogie à l'émission d'obligations.

<sup>125</sup> L'ETI désigne une entreprise de taille intermédiaire. Elle se situe entre la PME et la grande entreprise.

Stuttgart Stock Exchange en 2010. La même année, l'*Order Book For Retail Bonds (ORB)* est initié par le *London Stock Exchange's (LSE)*. Ce marché est originellement dédié aux grandes entreprises, mais il s'est récemment ouvert aux PME/ETI. En Espagne, le *MARF* ou *Marché Alternatif Obligataire* est inauguré en octobre 2013. Celui-ci a pour ambition de devenir la principale plateforme de financement des PME/ETI espagnoles par émission d'obligations. En France, l'*IBO* ou *Initial Bond Offering*, pendant obligatoire de l'*IPO*, est lancé en 2012. Il s'agit d'une procédure d'offre au public de titres obligataires qui mobilise les techniques de l'*IPO*. L'*IBO* est envisageable tant sur le segment réglementé que non réglementé d'*Euronext* et les conditions d'émission sont allégées sur ce dernier. Son succès est mitigé<sup>126</sup>.

**33.** Ces marchés ont deux choses en commun ; ils sont juridiquement qualifiables de MTF et ils permettent aux PME de procéder à l'émission et à l'offre de titres de créances au public, alors qu'une telle opération est traditionnellement l'apanage des grandes entreprises. Toutefois, ils présentent quelques différences.

Premièrement, les montants généralement levés sont plus ou moins importants selon la plateforme (voyez *supra*, n°12). Deuxièmement, les critères d'admission ne sont pas les mêmes et peuvent être plus ou moins restrictifs selon le MTF concerné. L'*ExtraMotPRO* italien est ainsi perçu comme « *plus souple qu'un MTF normal*<sup>127</sup> ». Il n'exige pas que les *mini-bonds* soient notés par une agence de notation de crédit (ce qui représente un coût important) alors que l'émission sur le *MARF* Espagnol ou l'*IBO* réalisée sur *Euronext Growth* le requiert (voyez figure 35 de l'Annexe, qui reprend certaines caractéristiques de ces marchés). De même, certains marchés fixent un seuil minimum d'émission (ex : levée de fonds de minimum 5 millions sur *Euronext Growth*) alors que d'autres n'en fixent pas. Troisièmement, la proportion d'émissions réalisées par des entreprises non cotées<sup>128</sup> sur ces marchés diffère fort d'un marché à un autre. Alors que les *mini-bonds* émissibles sur l'*ExtraMotPRO* de la *Borsa Italiana* visent spécialement les PME non-cotées, seules deux entreprises non-cotées ont émis sur l'*ORB* depuis son lancement<sup>129</sup>. Jusqu'à présent, que ce soit pour caractériser des entreprises ou des marchés, nous nous sommes toujours placés du côté de la demande de capitaux. Mais l'offre de capitaux, c'est-à-dire le type d'investisseurs, permet aussi de spécifier les entreprises ou les marchés les uns par rapport aux autres. La figure 35 de l'Annexe détermine la base d'investisseurs propre à chaque marché. Ceux-ci sont composés soit d'investisseurs de détail (individus, ménages) et institutionnels/ professionnels, soit exclusivement d'investisseurs de ce dernier type (*ExtraMotPro*<sup>130</sup>). Remarquons que l'*Order Book For Retail Bonds* du *LSE*, comme son nom le suggère, est spécialement orienté vers les détaillants, le premier ticket

<sup>126</sup> I.K NASSER & G. WEHINGER, "Unlocking SME finance through market-based debt: Securitisation, private placements and bonds", *OECD Journal - Financial Market Trends*, vol. 2014/2, 2015, p. 167; Paris Europlace, *op. cit.*, p. 39-42 ; F. INFELISE, « Supporting Access to Finance by SMEs : Mapping the initiatives in five EU countries », *ECMI Research Report*, n°9, Avril 2014, p. 23-25.

<sup>127</sup> F. INFELISE, *Ibidem*, p. 25.

<sup>128</sup> Aucun des marchés obligataires précités (*BondM*, *ORB*, *MARF*, *ExtraMotPRO*, *IBO* sur *Euronext Growth*) n'exige que les titres émis soient ensuite cotés sur le marché. Les émissions sont donc ouvertes tant aux PME cotées que non cotées.

<sup>129</sup> Paris Europlace, *Ibidem*, p. 41-42.

<sup>130</sup> Le fait que l'*ExtraMotPro* ne soit ouvert qu'aux investisseurs institutionnels et professionnels ne signifie pas que les émissions obligataires y prenant place soient qualifiables de placement privé. Il ressort de nos lectures qu'il s'agit d'émissions obligataires publiques. Pour cause, la définition donnée *supra* au n° 31 exige une négociation entre emprunteur et investisseurs, qui scellent leur accord dans une documentation ad hoc, ce qui n'est pas le cas sur l'*ExtraMotPRO*.

(c'est-à-dire le montant minimal d'une obligation) ne s'élevant qu'à 1000€. Bien sûr, d'autres types d'investisseurs fourmillent sur ce même marché. D'aucuns remarquent que « *l'ouverture de l'ORB aux investisseurs retail impose un niveau de transparence, d'information des investisseurs et de sélection des entreprises émettrices plus élevé* » (les investisseurs de détail nécessitent plus de protection que les institutionnels) ». En conséquence, l'ORB attire plus d'ETI que de PME, les premières disposant plus souvent d'une notation que les secondes (parce que cela coûte cher et que c'est plus abordable pour les ETI que pour les PME). Si la notation n'est pas une condition d'admission sur l'ORB, elle le devient presque en pratique lorsque de nombreux investisseurs sont des détaillants, ceux-ci souffrant d'un déficit d'information, partiellement corrigé par cette notation. Le niveau de transparence et la taille (et donc les moyens financiers) des émetteurs actifs sur un marché est fonction du type d'investisseur présent sur celui-ci.

## *Section 2. Pourquoi se financer sur les marchés juniors d'actions et d'obligations plutôt que par d'autres sources de financement ?*

**34.** Nous avons traité (*supra* n° 19) des raisons macro-économiques justifiant notre choix de parler du financement d'un certain type de PME. Ici, il est question des avantages que l'entreprise elle-même retire de son financement par le marché boursier (et non l'économie tout entière). L'approche est davantage micro-économique. Nous envisageons successivement les bénéfices de l'IPO (§1) et de l'émission obligataire (§2).

### *§1. IPO*

**35.** Les auteurs retiennent certains attributs « classiques » et propres à l'IPO. Dans un rapport de 2016, l'OCDE synthétise bien ces « *avantages du financement des PME par capitalisation boursière* ». Ceux-ci iraient « *bien au-delà du seul accès initial au capital (IPO) et permettent de renouveler l'accès aux financements (levées de fonds renouvelées)*<sup>131</sup> ». L'entreprise cotée peut mettre en place une stratégie de financement à long terme et réaliser des opérations de levée de fonds secondaires pour continuer à financer son développement et sa croissance<sup>132</sup>. Le nombre d'offres secondaires émises sur un marché junior d'actions est d'ailleurs un bon indicateur de sa santé économique. Sur les 4,5M£ déjà levées sur l'AIM, 38% proviennent d'offres secondaires<sup>133</sup>. En outre, le financement boursier « *renforce la solvabilité, la transparence, la visibilité et la crédibilité de l'entreprise en l'associant à un écosystème dédié*<sup>134</sup> ». Le statut de société cotée « *témoigne de la solidité d'une société, de son ouverture au monde extérieur et de son désir d'expansion. L'IPO accroît considérablement la notoriété de l'entreprise, tant nationale qu'internationale*<sup>135</sup> ». De plus, « *la responsabilité publique et l'obligation accrue de rendre des comptes constituent un encouragement à améliorer la gestion, la gouvernance et le suivi*<sup>136</sup> ». Une fois cotée, l'entreprise devient plus sérieuse, gagne en maturité et les principes de bonne gouvernance se trouvent plus rigoureusement appliqués.

<sup>131</sup> OCDE, *Le financement des PME et des entrepreneurs (Version Abrégée) : Tableau de bord de l'OCDE*, Editions OCDE, 2016 ; Paris, p. 52.

<sup>132</sup> Euronext, « Pourquoi s'introduire sur NYSE Alternext », *Listing NYSE Alternext : le marché boursier sur mesure pour les PME-ETI*, 2013, p. 3.

<sup>133</sup> I.K. NASSR, and G. WEHINGER, *op. cit.*, p. 66 et s.

<sup>134</sup> OCDE, *op. cit.*, p. 52.

<sup>135</sup> Euronext, *op. cit.*, p.3.

<sup>136</sup> OCDE, *op. cit.*, p. 52.

Aussi, « *la base d'investisseurs est étendue (investisseurs de détail et institutionnels) et les risques sont répartis de manière plus efficace*<sup>137</sup> ». Le lecteur est invité à consulter la figure 37 de l'Annexe. Elle reprend notre propos de façon plus complète et plus imagée. Enfin, le rôle « accélérateur » joué par l'IPO mérite d'être souligné. L'introduction en bourse vient stimuler la croissance de la PME. Ainsi, les entreprises cotées sur l'*AIM* enregistrent en moyenne une hausse de 37% de leurs chiffres d'affaires et de 20% de leurs effectifs dans l'année suivant leur *IPO*<sup>138</sup>.

**36.** Si les marchés boursiers nous semblent les plus adaptés pour financer les PME constituant l'objet de notre travail, c'est aussi parce que les autres sources de financement le sont moins. Nous passons rapidement en revue divers modes de financement et soulignons leur caractère inadéquat, s'il en est. Néanmoins, en définissant précisément les PME concernées par notre travail (voyez *supra* n°10 à 18), nous avons déjà mis de côté certaines sources de financement et partiellement justifié leur exclusion. Une partie du travail a donc déjà été réalisé et nous renvoyons aux numéros pertinents lorsque cela est nécessaire. En outre, il est inopportun de hiérarchiser ces sources de financement ou de les opposer entre elles car elles sont **complémentaires**. Ainsi, la promotion du financement en fonds propres par les marchés n'induit pas un rejet du financement bancaire<sup>139</sup> ou d'autres sources. Le but n'est pas de remplacer un mode de financement par un autre. Il s'agit davantage de développer un « écosystème de financement » efficient, où les capitaux sont mis à disposition des PME qui en ont besoin pour développer leurs projets innovants et créer de la valeur.

**37.** Le profil de nos PME les rend impropres au **financement bancaire**, comme nous l'avons soutenu (*supra*, n° 17). Notre argumentaire ne reposait sur aucune donnée statistique. Pour cause, celles-ci n'existent pas. Nos PME, très peu nombreuses et définies de façon purement « artisanale » (voyez *supra* n°18) ne font pas l'objet d'études statistiques, celles-ci « ratissant » généralement bien plus large (voyez *supra* n°7). Ainsi, les taux de rejet des prêts bancaires concernent l'ensemble des PME et ne nous aident guère. Pire encore, ils nous gênent. Le faible taux de rejet des prêts aux PME de 5% (en 2017<sup>140</sup>) crée en effet l'illusion dans l'esprit de la personne non initiée qu'il est facile pour nos PME d'obtenir un prêt. Nous ne revenons pas sur l'aspect abusivement englobant et non pertinent de ces statistiques (voyez *supra*, n°7). Toujours est-il que nous sommes dans l'impossibilité de documenter cette inadéquation du financement bancaire vis-à-vis de « nos » PME de façon empirique, à l'aide de statistiques. Toutefois, sur la base des très nombreux documents allant dans ce sens<sup>141</sup>, des observations faites plus bas et au *supra* n°17, nous affirmons que, si le taux de rejet de prêts concernant spécifiquement « nos » PME (infime fraction, voyez *supra* n°11 à 18) était établi, il serait beaucoup plus important que celui propre à l'ensemble des PME.

---

<sup>137</sup> *Ibidem*, p. 52.

<sup>138</sup> European Commission, "Economic Analysis accompanying the Action plan on building a Capital Markets Union", Commission Staff Working Document, *SWD* (2015) 183 final, 30 September 2015, p. 50.

<sup>139</sup> I.K. NASSR, and G. WEHINGER, *op. cit.*, p. 52.

<sup>140</sup> European Central Bank, *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area -April to September 2017*, November 2017, p.5.

<sup>141</sup> Voyez pour exemple K. E. WILSON, "Policy Lessons from Financing Innovative Firms", *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, No. 24, OECD Publishing, Paris, 2015, p. 15. Voyez aussi tous les documents cités *supra* au numéro 17.

Si les banques ne prêtent pas à nos PME, ce n'est pas à cause de leurs besoins financiers qui seraient trop importants. Les banques prêtent bien des sommes conséquentes aux grandes entreprises. La réticence des banques n'est pas non plus, contrairement à ce que beaucoup affirment, liée aux exigences réglementaires de fonds propres introduites par Bâle 3. Dans un contexte d'expansion monétaire et de taux d'intérêt historiquement bas (dicté par la BCE), la plupart des banques pourraient leur prêter, mais s'en gardent pour des raisons qui sont structurelles et liées à des considérations de risque<sup>142</sup>. D'aucuns soulignent le rôle unique des modes de financement en fonds propres lorsqu'il s'agit de fournir du capital-risque de façon permanente<sup>143</sup>. Pour rappel (v. *supra* n°17), le financement bancaire se prête à « *des profils de risque faible à moyen, à savoir des entreprises caractérisées par une trésorerie stable, une croissance modeste, un modèle d'activité qui a fait ses preuves et l'accès à des sûretés ou à des garanties*<sup>144</sup> ». Bref, tout le contraire de nos PME, qui combinent flux de trésorerie incertains, risques, croissance rapide, manque de garanties, etc.

**38.** Pour nos PME, les plateformes boursières non réglementées auraient un rôle double :

- a) fournir du capital-risque au-delà d'un certain stade développement ;
- b) permettre la sortie des investisseurs dans le cadre d'un financement de type *private equity*<sup>145</sup>.

Si nous envisageons les marchés boursiers comme des pourvoyeurs de capitaux-risque à un certain stade de développement, c'est en vue d'exclure d'autres modes de financement en fonds propres, soit parce qu'ils répondent à des besoins financiers moindres que ceux exigés par nos PME (voyez figure 5 de l'Annexe), soit qu'ils interviennent à des stades de développement antérieurs. Pour ces raisons, l'*equity crowdfunding*, le recours aux *business angels* ou le *peer2peer lending* sont autant de sources non pertinentes pour nos PME (voyez *supra* n°11 et 12, ainsi qu'au n°18 pour notre définition générale des PME).

En caractérisant ensuite les marchés boursiers juniors comme des « portes de sortie » du *private equity* (on parle d'*exit vehicles* en anglais) ou du *venture capital*<sup>146</sup>, nous soulignons leur caractère complémentaire et successif. A nouveau, il ne sert à rien d'opposer ces deux modes de financement et de comparer leurs bénéfices respectifs<sup>147</sup> ; l'un prépare la PME à l'autre, qui lui succède. A cet égard, le nom donné à la sixième et dernière phase du *venture capital* (subdivisé en 6 phases) est révélateur ; elle est appelée *préfinancement*, par référence au fait qu'elle sert à financer le processus d'introduction en bourse<sup>148</sup>, qu'elle précède et prépare. Dans le même sens, on s'aperçoit que le *venture capital* répond à des besoins financiers compris 200.000 et 5M€ (voyez aussi la figure

<sup>142</sup> I.K. NASSR, and G. WEHINGER, *op. cit.*, p. 54.

<sup>143</sup> EU IPO Report, *op. cit.* p.5.

<sup>144</sup> OCDE, « Nouvelles approches du financement des PME et de l'entrepreneuriat : élargir la gamme des instruments », *Rapport de synthèse final*, 2015, p.4.

<sup>145</sup> OCDE, *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*, 2015, p. 98.

<sup>146</sup> Le *venture capital* ou *capital risque* n'est rien d'autre qu'une catégorie du *private equity* ou *capital investissement* dédiée aux investissements risqués (et donc particulièrement au financement de nos PME) Les montants investis sont généralement moindres que ceux engagés dans le cadre d'opérations de *private equity* plus classiques (*Leveraged Buy-Out* ou *LBO* par exemple) qui concernent normalement des entreprises plus « installées ».

<sup>147</sup> Ainsi, nous ne rentrons pas dans des considérations du type : « La bourse offre plusieurs avantages par rapport au *private equity*. Elle augmente la visibilité dans les médias et renforce par la même la légitimité et la crédibilité auprès des clients (voyez Euronext, « Pourquoi s'introduire sur NYSE Alternext », *Listing NYSE Alternext : le marché boursier sur mesure pour les PME-ETI*, 2013, p. 3.)

<sup>148</sup> AFME, *Lever des fonds pour les petites et moyennes entreprises en Europe : Guide pratique du financement bancaire, obligatoire et par actions*, Septembre 2015, p.45.

5 de l'Annexe) soit des montants tout juste inférieurs à ceux généralement recherchés par nos PME (supérieurs à 5M€, voyez le n°18). En résumé, le *venture capital* se situe en amont du financement boursier.

**39.** Les liens entre ces deux sources de capitaux sont ténus. Les entreprises cotées ont souvent recours au *venture capital* avant leur *IPO*. La figure 13 de l'Annexe indique que 51,5% des entreprises (soit plus d'une sur deux) présentes sur les segments non réglementés (*exchange-regulated*) du *LSE*, d'*Euronext*, de la *Deutsche Börse* et de la *Borsa Italiana* sont « *VC-backed*<sup>149</sup> ». Le rapport existant entre le *venture capital* (*private equity*) et les marchés financiers juniors se décline de façon différente selon les auteurs, même si tous s'accordent sur cette idée de complémentarité. Pour la plupart, les MTF sont entrevus comme des véhicules de sortie permettant aux investisseurs en *venture capital* de vendre leurs parts et de réaliser une plus-value. D'autres les analysent comme des « *public venture market*<sup>150</sup> », marquant ainsi la similitude entre les deux modes de financement, que seule l'ouverture à un actionariat plus étendu différencie. Enfin, certains refusent de considérer les marchés comme des véhicules de sortie pour les investisseurs. Selon eux, l'implication croissante des investisseurs en capital-risque dans la réalisation du projet de l'entreprise aurait des répercussions positives sur la logistique, le management, les ressources humaines, la transparence et la gouvernance de l'entreprise. Cette nouvelle génération d'investisseurs serait tellement concernée par le projet entrepreneurial qu'elle resterait actionnaire de l'entreprise même après l'*IPO*. Dans une telle conception, les marchés boursiers sont plus vus comme des leviers permettant de nouvelles levées de fonds, que comme des véhicules d'*exit*<sup>151</sup>.

## §2. Emission obligataire publique

**40.** Beaucoup des avantages susmentionnés et liés à l'*IPO* se retrouvent dans l'émission obligataire publique sur un MTF. Les bénéfices de cette dernière opération sont plus brièvement abordés puisque les développements précédents lui sont partiellement applicables, par analogie. En effet, l'émission obligataire et la cotation subséquente des titres de créances peuvent elles aussi<sup>152</sup> être suivies d'émissions secondaires et permettre l'établissement d'une stratégie de financement de long terme. De même, l'émission d'obligations et leur cotation renforcent la notoriété, la visibilité et la crédibilité de l'entreprise et rendent celle-ci à la fois plus mature et plus transparente (prise en compte accrue des principes de bonne gouvernance). Le financement bancaire est tout aussi complémentaire avec d'autres sources de capitaux, tel que le financement bancaire. Néanmoins, l'émission obligataire présente plusieurs avantages par rapport à l'émission d'actions (*IPO*). Les obligations étant des titres de créance et non de capital, l'opération n'a pas d'effet dilutif sur le capital et sur le pouvoir votal des actionnaires existants. En outre, contrairement aux décisions d'augmentation de capital préalables à l'*IPO* ou à l'offre publique secondaire d'actions, l'émission d'obligations ne requiert en principe pas l'aval de l'assemblée générale<sup>153</sup>.

---

<sup>149</sup> *Venture capital backed*.

<sup>150</sup> S. VISMARA, S. PALEARI & J. R. RITTER, "Europe's Second Markets for small companies", *European Financial Management*, Vol. 18, No. 3, 2012, p. 361.

<sup>151</sup> I.K. NASSR, and G. WEHINGER, *op. cit.*, p. 62.

<sup>152</sup> La présente énumération est simplement exemplative et non limitative.

<sup>153</sup> Paris Europlace, *op. cit.*, p. 39.

41. Nous avons souligné (*supra*, n°37) l'inadaptation du financement bancaire. Ce reproche n'est pas applicable à l'émission obligataire. Pour cause, les PME émettrices d'obligations sur un MTF n'ont pas le même profil de risque que celles procédant à des IPO (voyez *supra*, n° 17 et 18). Pour faire court, les banques ne sont pas réticentes à prêter à ce type d'entreprises, vu la stabilité et le faible risque de défaut qui les caractérisent<sup>154</sup>, indispensables pour émettre sur les marchés obligataires. Les raisons justifiant le recours aux marchés obligataires plutôt qu'aux banques sont donc différentes de celles qui sont propres aux marchés d'actions (énumérées *supra*, n°37).

Les avantages d'une émission d'obligations sur le financement bancaire sont multiples. Ce dernier « offre aux prêteurs un niveau de sécurité très élevé et peut être très contraignant pour la PME. Le prêt bancaire implique la mise en place de nombreuses garanties/sûretés. Le contrat de prêt contient des covenants<sup>155</sup> restrictifs<sup>156</sup>, qui réduisent la probabilité de défaut, mais souvent « contraignent » la gestion et la stratégie de l'entreprise. Les taux d'intérêt/ coupons variables créent un risque de taux<sup>157</sup> ». L'émission obligataire permet d'éviter toutes ces contraintes, économiquement lourdes à supporter pour la PME.

Elle est aussi plus flexible<sup>158</sup> que le prêt bancaire. Les conditions d'émissions (structure, taux d'intérêt, échéances, covenants, timing, devise, etc.) sont entièrement adaptables au profil de l'émetteur, tandis que les conditions d'un prêt sont généralement standardisées, peu négociables ; « à prendre ou à laisser ». Il est aussi plus aisé de tirer parti de conditions de marché favorables, même très temporaires, parce que l'émission (surtout secondaire) est **plus souple**, c'est-à-dire plus rapidement mise en œuvre que le prêt bancaire (surtout lorsque les sommes sont importantes et le prêt syndiqué). Les marchés obligataires permettent en outre à l'entreprise de diversifier son financement et d'élargir sa base d'investisseurs particuliers et institutionnels (comme l'IPO). Enfin, les PME ont des besoins financiers à long terme et « le financement bancaire est actuellement limité, dans la grande majorité des cas, à la tranche 3-5 ans », voir 5-7 ans selon d'autres sources<sup>159</sup>. Les marchés permettent justement à l'entreprise d'émettre des obligations à plus longue échéance. C'est d'ailleurs ce qui explique qu' *AgroGénération* ait délaissé le financement bancaire pour procéder à une IBO (voyez Annexe, fig.11).

42. La quasi-totalité des documents<sup>160</sup> parcourus envisagent la titrisation comme une des méthodes les plus efficaces pour répondre au déficit de financement des PME. La titrisation permet

---

<sup>154</sup> Tout comme celle qui contracte un prêt, l'entreprise qui émet des obligations doit avoir un profil de risque tel que les investisseurs soient suffisamment confiants pour souscrire. Ces derniers n'achèteraient pas d'obligations si le risque de défaut était trop important. La certitude d'obtenir un retour sur l'investissement est bien plus grande chez le souscripteur en obligations que chez l'acheteur d'actions. On dit parfois du retour sur obligation qu'il est garanti, alors que celui qui investit dans des actions ne peut qu'espérer obtenir un dividende ou réaliser une plus-value.

<sup>155</sup> Un covenant est une clause contractuelle qui s'analyse comme un test financier (ratio dette-fonds propres par exemple). L'inobservation de ce test par le débiteur est constitutive d'un « *event of a default* », lui-même autorisant le prêteur à prendre certaines mesures contractuellement prédéfinies, comme par exemple le remboursement anticipé du prêt, ou la saisie de certains actifs. Globalement, le covenant permet au créancier de surveiller le débiteur et de se prémunir contre le risque de défaut.

<sup>156</sup> Il est toutefois fréquent que les investisseurs institutionnels exigent des covenants quant aux niveaux de fonds propres, ratios d'endettement. Ces covenants sont malgré tout moins intrusifs que ceux habituellement introduits dans les contrats de prêt bancaire.

<sup>157</sup> Paris Europlace, *op. cit.*, p. 39.

<sup>158</sup> C'est une des raisons principales poussant les entreprises à préférer l'émission obligataire au financement bancaire.

<sup>159</sup> European Commission, "Analysis of European Corporate Bonds", *Analytical report supporting the main report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds*, November 2017, p. 7; Paris Europlace p. 39.

<sup>160</sup> En ce compris le *plan pour l'UMC*, point de départ de notre réflexion.

aux banques de transformer les prêts auxquels elles consentent en titres de créance négociables et transférables à autrui. Etant soumise à de strictes exigences de fonds propres depuis Bâle 3, une telle technique « soulage le bilan » des banques en les déchargeant d'une partie de leurs créances et en transformant celles-ci en liquidités<sup>161</sup>. La capacité de prêt de ces banques aux PME est ainsi augmentée. Outre qu'une telle méthode soit dangereuse, critiquable et à l'origine de la *crise des subprimes* en 2008, elle ne relève pas de notre analyse. Premièrement parce qu'il s'agit d'une technique -non d'un mode financement- indirect, à la disposition des banques et non des PME, qui ne peuvent y recourir directement. Deuxièmement et dans le même ordre d'idées, cet instrument favorise le financement des PME, mais uniquement par ricochet. Essentiellement, la titrisation, en augmentant la capacité de prêt des banques, favorise le financement bancaire. Le but de notre travail ainsi que du plan pour l'UMC n'est certainement pas d'encourager un recours accru à ce mode de financement, mais justement d'en explorer les alternatives (voyez *supra* n°1)

## Deuxième partie : Accès des PME aux marchés financiers

**43.** La première partie a permis d'identifier les PME et les plateformes concernées. La seconde partie du travail discute de l'accès de ces entreprises à ces plateformes. Dans un premier temps, (n°44 à 50) le recours actuel aux marchés financiers par les PME est décrit. Dans un deuxième temps, les raisons permettant d'expliquer le recours, accru, faible ou inexistant aux marchés sont exposées (n°51 à 108).

### Chapitre 1. Financement des PME sur les marchés financiers : quel diagnostic ?

**44.** Ce premier chapitre de la deuxième partie s'attache à mettre en évidence une série de constats. Le premier concerne l'utilisation des plateformes par les PME (section 1). On aborde ensuite l'éventuelle existence d'un *gap* de financement pour « nos » PME (section 2).

Ce chapitre dédié au constat est très important, car il annonce les chapitres suivants consacrés aux obstacles entravant l'accès des PME aux marchés financiers juniors. Les marchés ne sont pas suffisamment employés (voyez *infra*, n°43 à 45) mais quelles en sont les raisons (voyez *infra*, n°51 et s.) ?

---

<sup>161</sup> OCDE, "Opportunities and constraints of market-based financing for SMEs", *OECD Report to G20 finance ministers and Central Bank governors*, September 2015, p. 5.

## Section 1. De l'utilisation des marchés juniors par nos PME

### §1. Marchés d'actions

45. Il faut avant tout reconnaître l'importance du développement de ces plateformes dédiées aux PME ces dernières années, en Europe comme dans le reste du monde<sup>162</sup> (voyez *supra* n°29). Elles sont d'ailleurs significativement plus développées que leurs homologues obligataires (voyez *infra* au n°47).

Néanmoins, malgré le nombre croissant de ces plateformes et les nombreuses IPO réalisées dessus, leur impact économique reste relatif. Certes, les émissions d'actions sur les MTF sont, en valeur absolue, majoritaires par rapport à celles réalisées sur les marchés réglementés. Entre 1995 et 2009, pas moins de 2910 des 3775 IPO réalisées sur le LSE, Euronext Paris, Borsa Italiana et Deutsche Börse ont eu lieu sur des MTF. Cependant, les émissions sur les marchés réglementés de ces bourses, bien que moins nombreuses, sont beaucoup plus importantes en termes de capitaux levés. C'est ce qu'il ressort des deux graphes reproduits en figure 33 de l'Annexe. Dans le même sens, FEDERICO INFELISE remarque que les émissions des petites entreprises<sup>163</sup> représentent seulement 6% du total des émissions boursières<sup>164</sup>.

Il est difficile de jauger la santé économique et de l'utilisation des marchés d'actions pour PME simplement en regardant la proportion de PME qui y sont présentes. Le phénomène est similaire à celui décrit à propos du financement bancaire (*supra* n°37) ; nous ne disposons que de statistiques concernant l'ensemble des PME. Il n'existe pas de données permettant de conclure à la forte ou faible présence des PME sur ces marchés parmi celles « présentant les caractéristiques pour être présentes sur ces marchés » (voyez *supra* n°18). Mesurer le succès économique du financement des PME via les MTF n'est donc pas tâche facile.

46. Néanmoins, la réunion de certains éléments peut nous aider à poser un diagnostic. Ainsi, même si la pertinence de ce chiffre est discutable (voyez *supra* n°7), l'insignifiante proportion des PME-prises dans leur ensemble se finançant sur les marchés boursiers est révélatrice du manque d'activité sur ces marchés, qui leur sont pourtant destinés. En 2015, seulement 11 370 des 23 000 000 de PME européennes sont admises à la négociation sur un marché réglementé ou sur un MTF, soit environ une entreprise sur 2000, ou 0,049% d'entre elles.

De plus, les auteurs sont unanimement critiques quant au succès de ces plateformes boursières. Ces MTF « *peineraient à maintenir un marché actif, ne parvenant pas à attirer suffisamment d'entreprises à la cote*<sup>165</sup> ». D'autres rappellent le très petit nombre de PME les employant et les considèrent comme « *sous-développés* » par rapport à leur potentiel<sup>166</sup>. Il est vrai qu'en analysant la figure 9 de l'Annexe (ainsi que les importantes remarques s'y rapportant), le lecteur s'aperçoit du faible nombre d'IPO et du peu de sommes levées sur les MTF européens, exception

<sup>162</sup> I.K. NASSR, and G. WEHINGER, *op. cit.*, p. 79.

<sup>163</sup> Il les définit comme étant celles dont la capitalisation boursière est inférieure à 1,75 milliard d'euros, soit une catégorie d'entreprise beaucoup plus englobante que nos PME, qui inclut aussi des grandes entreprises. *In fine*, le pourcentage mentionné plus haut serait encore plus réduit s'il concernait seulement nos PME.

<sup>164</sup> A. THOMADAKIS, "Developing EU Capital Markets for SMEs: Mission impossible?", *ECMI (European Capital Market Institute) Commentary*, n°46, 4 septembre 2017, p.2.

<sup>165</sup> A. THOMADAKIS, *op. cit.*, p. 3.

<sup>166</sup> I.K. NASSR, and G. WEHINGER, *op. cit.*, p. 56.

faite de l'AIM. Ainsi, 62 introductions seulement ont eu lieu sur *Alternext* entre 2007 et 2015. Elles ont permis de lever 447 millions d'euros levés, ce qui est un montant limité.

Plus généralement, les différents documents parcourus attestent d'un déclin général des *IPO*, tant sur les marchés réglementés que non-réglementés, que ce soit en Europe ou aux USA<sup>167</sup>. Ces dix dernières années, les capitaux levés via des *IPO* ont été deux fois moindre que ceux levés dans les années nonante. Entre 1993 & 2000, la moyenne annuelle d'*IPO* réalisés dans les pays de l'OCDE était de 1170, alors qu'entre 2001 et 2011, ce chiffre est tombé à 670. La période post-crise n'a pas non plus permis d'égaliser le nombre d'*IPO* précédemment atteint. Cette tendance à la baisse des *IPO* ne serait non pas cyclique, mais davantage structurelle, non liée à la conjoncture macro-économique. En effet, le déclin persiste à travers les cycles de l'économie et les périodes de relance post-crise ne changent pas la donne<sup>168</sup>.

Ce qui est intéressant, c'est que ces mêmes documents attribuent directement le déclin général du nombre d'*IPO* au déclin des petites *IPO*<sup>169</sup> (réalisées par des petites entreprises sur des MTF). Pour cause, « l'Europe n'atteint plus que la moitié des introductions de PME en bourse qu'elle enregistrait avant la crise (478 introductions en bourse par an en moyenne en 2006-2007, contre 218 entre 2009 et 2017, sur les systèmes multilatéraux de négociation (MTF) de l'UE destinés aux PME). Entre 2006 et 2007, les capitaux levés au moyen des introductions en bourse sur les MTF spécialisés dans les PME atteignaient en moyenne 13,8 milliards d'EUR par an. Ce montant a chuté à 2,55 milliards d'EUR en moyenne, de 2009 à 2017 <sup>170</sup>». Cette baisse drastique du nombre d'émissions et des volumes dégagés est interpellante ; les crises de 2008 et de 2011 sont lointaines et n'expliquent pas tout. Les raisons expliquant le déclin des MTF d'actions sont autres et c'est tout l'objet du chapitre suivant. Notons que la baisse du volume d'émissions au fil des ans est due tant au nombre décroissant d'*IPO* (réticence des potentiels nouveaux émetteurs) qu'aux *delistings* d'émetteurs cotés <sup>171</sup>.

## §2. Marchés d'obligations

47. Depuis 2012 et jusqu'à mars 2014, le marché *Initial Bond Offering* (IBO) a hébergé quatre émissions dont les volumes étaient compris entre 7,3 millions d'euros et 15 millions d'euros. Il ne rencontre donc pas un franc succès. De 2010 à septembre 2014, il y a eu 148 émissions obligataires sur l'ensemble des MTF obligataires allemands, avec une valeur de marché totale de 5,9 milliards d'euros. 82 émissions obligataires ont vu le jour sur l'*ExtraMotPro* de la *Borsa Italiana* depuis sa création en 2013 jusqu'en 2015, levant plus de 4 milliards d'euros. Depuis sa création en 2013 et

<sup>167</sup> OCDE, *Financing SMEs and Entrepreneurs 2018: An OECD Scoreboard*, OECD Publishing, Paris, 2018, p. 56.

<sup>168</sup> EU IPO Report, *op. cit.* p. 4 et 71; AFME (Association for Financial Markets in Europe), *The Shortage of Risk Capital for Europe's High Growth Businesses*, March 2017, p. 17.

<sup>169</sup> Ce constat est assez logique, dès lors qu'elles sont plus nombreuses en valeur absolue que celles réalisées sur les marchés réglementés.

<sup>170</sup> Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n° 596/2014 et le règlement (UE) n°2017/1129 en ce qui concerne la promotion du recours aux marchés de croissance des PME, COM (2018) 331 final, 24 mai 2018, p. 2.

<sup>171</sup> OCDE, *op. cit.*, p. 56.

jusqu'à juin 2014, quatre émissions obligataires ont eu lieu sur le MARF. Sur l'ORB londonien (LSE), les sociétés ont levé quelques 4,8 milliards d'euros entre 2010 et 2015<sup>172</sup>.

Selon les auteurs, ces marchés juniors obligataires européens (présentés *supra* au n° 32) sont moins développés que leurs homologues permettant l'émission d'action<sup>173</sup>, alors que ces derniers étaient déjà considérés comme « sous-développés » (voyez *supra* n°46). Ils sont également plus récents. Les capitaux levés et le nombre d'émissions restent très limités<sup>174</sup>.

Les MTF d'actions tirent leur épingle du jeu vis-à-vis des marchés d'actions réglementés, notamment quant au nombre d'IPO, plus important sur les marchés non-réglementés que réglementés. Les marchés d'obligations de PME ont quant à eux une importance dérisoire vis-à-vis des marchés d'obligations réglementés « de gros », tant du point de vue des capitaux levés (on s'y attendait) que du point de vue du nombre d'émissions.

Ainsi, les émissions obligataires réalisées sur le marché européen entre 2014 et 2016 étaient en moyenne supérieures à 400M€. 11% d'entre elles étaient inférieures à 50M€ tandis que seulement 3% se situaient en dessous de la barre des 25M€, ce qui correspond aux volumes d'émission dégagées sur un MTF obligataire (voyez *supra* n°13 et 18). L'exemple suivant révèle lui aussi l'absence de petits émetteurs sur le marché obligataire, et corrélativement le non recours aux MTF obligataires. Sur l'ensemble des prospectus (précédant une émission obligataire) approuvés par l'AMF (*Autorité des Marchés Financiers* en France) en 2016 et au Q1 de 2017, 66% ont été introduits par des émetteurs dont la capitalisation boursière excédait 5 milliards d'euros, 24% par des émetteurs dont la capitalisation boursière était comprise entre 1 et 5 milliards, alors qu'elle n'était inférieure à 1 milliard que pour 10% d'entre eux. Parmi ceux-ci, seules deux entreprises ne dépassaient pas les 200M€ de capitalisation boursière. En d'autres termes, aucune PME<sup>175</sup> n'a procédé à une émission obligataire publique (on ne parle évidemment pas des placements privés) durant cette période en France<sup>176</sup>.

Les marchés d'obligations d'entreprises restent donc fort dominés par les grands émetteurs et les marchés d'obligations de PME, très récents, peinent à se développer. La suite du travail permet de comprendre pourquoi et identifie certaines solutions pour y remédier.

## *Section 2. Y a-t-il un gap de financement et des difficultés à se financer pour ces PME ?*

Cette section concerne les PME potentiellement émettrices sur un marché d'actions. Les PME capables d'émettre des obligations sont assez différentes (voyez *supra* n° 13 à 18 et 35 à 39) et rencontrent moins ce type de difficultés. On examine successivement la responsabilité des marchés financiers vis-à-vis du « déficit en capitaux de croissance » auquel font face les PME (§1) et les difficultés qu'elles ont à se refinancer une fois cotées (§2).

---

<sup>172</sup> AFME, *Lever des fonds pour les petites et moyennes entreprises en Europe : Guide pratique du financement bancaire, obligataire et par actions*, septembre 2015, p.45.

<sup>173</sup> F. INFELISE, « Supporting Access to Finance by SMEs: Mapping the initiatives in five EU countries », *ECMI Research Report*, n°9, April 2014, p. 23-25.

<sup>174</sup> I.K NASSER & G. WEHINGER, «Unlocking SME finance through market-based debt: Securitisation, private placements and bonds», *OECD Journal - Financial Market Trends*, vol. 2014/2, 2015, p. 167 et s.

<sup>175</sup> Si ce n'est peut-être les deux dernières, on ne dispose pas d'informations plus précises à leur égard.

<sup>176</sup> European Commission, «Analysis of European Corporate Bonds», *Analytical report supporting the main report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds*, November 2017, p. 7; Paris Europlace p. 10.

### §1. Déficit en capitaux de croissance : la faute au *venture capital* ?

48. La littérature identifie énormément de « *gaps* » de financement des PME. Ce n'est pas surprenant, au vu de la diversité et du nombre d'entreprises incluses dans la notion de PME (voyez *supra* n°7). Néanmoins, peu de ces *gaps* nous concernent, parce qu'ils touchent des entreprises à des stades de financement inférieurs, ayant des profils différents, etc.

Ce qui est couramment appelé l'assèchement du crédit bancaire n'est pas non plus de notre ressort. Nous l'avons vu, nos PME<sup>177</sup> (du moins celles aspirant à l'IPO) n'ont pas le profil adéquat pour se financer de la sorte. Soit dit en passant, certains auteurs critiquent ce discours alarmiste<sup>178</sup> et dominant consistant à dire que les banques ne prêtent plus aux PME, ou qu'elles pratiquent des taux d'intérêts difficilement supportables depuis la crise de 2008 et l'entrée en vigueur des nouvelles règles prudentielles (exigences de fonds propres introduites par Bâle 2 et 3). Ces auteurs remarquent que les banques locales, contrairement aux grandes banques internationales, ont continué à prêter et à soutenir les PME. Ainsi par exemple, les banques coopératives allemandes ont augmenté leurs prêts aux entreprises de 14% entre 2008 et 2011<sup>179</sup>. Nous refermons la parenthèse.

49. Il existe par contre bel et bien un déficit en capitaux de croissance ou *risk finance gap* qui touche les « *entreprises nouvelles, innovantes et à croissance rapide, qui se situent dans le haut de la fourchette risque-rendement. Celles-ci nécessitent des ressources substantielles pour financer leurs projets (risqués) à fort potentiel de croissance*<sup>180</sup> ». Cette catégorie d'entreprise recoupe les nôtres (voyez *supra* n°17). Ce *gap* ou ce déficit en capitaux de croissance se situe plus précisément entre le 2<sup>ème</sup> et le 3<sup>ème</sup> stade de développement, tels qu'ils sont présentés en figure 2 de l'Annexe (*early growth stage* et *expansion stage*). Il s'agit du moment où l'entreprise nécessite l'intervention d'investisseurs en *venture capital* pour financer ses projets, après qu'elle ait éventuellement eu recours à *l'equity crowdfunding* ou à des *business angels* (investisseurs providentiels). Plus précisément, l'entreprise rencontre des difficultés à se financer lorsque qu'elle recherche auprès de ces investisseurs en *venture capital* des sommes comprises entre 3 et 10M€. Très peu d'entre eux sont prêts à investir autant. Ce *gap* de financement coïncide malheureusement avec le moment où l'entreprise souhaite s'agrandir, vendre ses produits sur des marchés étrangers ou étendre sa gamme de produit. Le problème est européen. Aux USA, les *venture-backed companies* reçoivent en moyenne 6,4M€ des investisseurs, ce qui permet un tel développement. La somme moyenne reçue par leurs équivalentes européennes n'est que d'1,3M€, et c'est là que le bât blesse<sup>181</sup>.

A ce stade, peut-être le lecteur se demande-t-il pourquoi nous évoquons ce *gap* du *venture capital*, alors que nos entreprises ne sont *a priori* pas concernées, ce mode de financement visant des PME aux caractéristiques différentes des nôtres (voyez *supra* n° 10 à 18).

<sup>177</sup> Du moins celles aspirant à l'IPO. Il en est autrement de celles susceptibles d'émettre des obligations.

<sup>178</sup> OCDE, « Nouvelles approches du financement des PME et de l'entrepreneuriat : élargir la gamme des instruments », *Rapport de synthèse final*, 2015, p.3.

<sup>179</sup> V. BAVOSO, "Capital markets, debt Finance and the EU Capital Markets Union: a law and finance critique", *ECMI working Papers*, No. 5, October 2017, p. 7.

<sup>180</sup> OCDE, *op. cit.*, p. 3.

<sup>181</sup> AFME, *The Shortage of Risk Capital for Europe's High Growth Businesses*, Mars 2017, p. 13; European Commission, *Annual Report on European SMEs 2016/2017*, November 2017, p. 99.

Premièrement, il est inexact de qualifier ce *gap* comme relevant strictement du *venture capital*. Les marchés financiers sont aussi concernés. En réalité, le *venture capital* fonctionne bien, mais jusqu'à un certain niveau. Ce n'est qu'à partir de 3M€ (voyez *supra* ici même au n° 49) qu'il montre ses limites. Il s'agit donc davantage d'un « *gap* au-delà des 3 millions » plutôt qu'un *gap* propre au *venture capital*<sup>182</sup>. Il nous semble que si les *venture capitalists*<sup>183</sup> n'osent plus investir au-delà d'un certain montant, les marchés ont un rôle à jouer. En effet, de telles sommes, comprises entre 3 et 10M€, sont typiquement celles qui sont levées par les entreprises présentes sur les MTF d'actions européens (voyez *supra* au n°12). Dans le même sens, le document sur lequel nous nous basons depuis le début de la section, situe précisément ce *gap* entre le *venture capital* et les marchés de croissance, soulignant ainsi la « *responsabilité partagée* » des deux modes de financement quant au déficit en capitaux de croissance (voyez la figure 39 de l'Annexe). Autrement dit, le *gap* serait tant celui du *venture capital* que des marchés de PME. En outre, si les *venture capitalists* refusent d'investir autant dans ce type de PME, c'est à cause des risques associés au projet, qu'ils doivent supporter seuls. Les marchés d'actions, publics, permettent justement une diversification de l'actionariat et un partage de ces risques (voyez *supra* n°35). Ceux-ci ne doivent plus être supportés en totalité par une seule et même personne.

Deuxièmement, la frilosité des *venture capitalists* et le *gap* qui en résulte seraient liés à l'incapacité des marchés financiers à leur offrir une sortie<sup>184</sup>. Les *venture capitalists* se refusent à investir de trop grandes sommes de peur d'être prisonniers de leurs investissements, faute de marchés suffisamment accessibles (voyez *infra* n°51 et s.) et/ou liquides (voyez *infra* n°73 et s.). Le rôle d'*exit vehicles* joués par les marchés est expliqué *supra* au n°38.

En résumé, les marchés financiers sont soit directement concernés et partiellement responsables du déficit en capitaux de croissance, soit indirectement. Dans les deux cas, une amélioration de l'accès des PME à ces marchés est nécessaire, surtout lorsque les sommes à lever sont peu importantes.

## *§2. Des difficultés pour les entreprises à se refinancer une fois cotées*

**50.** Les marchés financiers d'actions et d'obligations permettent un renouvellement du financement sur le long terme, via des émissions d'actions ou d'obligations secondaires (voyez *supra* au n°35 et 40).

Il est admis que le problème des PME n'est pas seulement un problème d'accès aux marchés boursiers. Le financement postérieur sur ceux-ci, une fois les entreprises cotées, est lui aussi difficile. Les études démontrent que les petites entreprises cotées restent petites même après leur *IPO*, notamment parce que les revenus générés par celle-ci ne permettent pas de contrebalancer les coûts liés à la cotation, et encore moins de réaliser une émission secondaire, trop coûteuse (voyez *infra*, n°92) comment le règlement prospectus révisé soulage les entreprises procédant à des émissions secondaires). Parmi d'autres raisons, l'illiquidité de certains de ces marchés de PME et l'absence de

<sup>182</sup> La littérature l'attribue au *venture capital*, parce c'est un montant qui est traditionnellement considéré comme relevant de ce mode de financement. En pratique, on voit que c'est inexact. Voyez la somme moyenne levée par les *VC-backed companies* en Europe *supra* au n°47.

<sup>183</sup> Littéralement il s'agit des investisseurs capital-risque.

<sup>184</sup> R. VEUGELERS, "Mind Europe's Early-Stage Equity Gap", *Bruegel Policy Contribution*, Issue 2011, December 2011, p. 4-8.

soutien post-IPO des opérateurs de ces marchés (*absent after market support system*) vis-à-vis des PME, notamment quant au processus de levée de fonds secondaires, rendent également cette dernière opération hypothétique<sup>185</sup>. Néanmoins, ce n'est pas le cas partout. Par exemple, l'AIM du LSE s'en sort bien ; sur les 4,5M£ déjà levées dessus, 38% proviennent d'offres secondaires<sup>186</sup>. Le nombre d'offres secondaires émises sur un marché junior d'actions est un bon indicateur de la santé économique du marché.

## Chapitre 2. Obstacles entravant l'accès des PME aux marchés financiers d'actions et d'obligations

51. Le présent chapitre expose les raisons du sous-emploi des marchés d'actions et d'obligations constaté au chapitre précédent. Pourquoi restent-ils si peu utilisés, malgré les avantages qu'ils procurent (*supra* n°34 à 42) ? Comment expliquer le déclin des MTF d'actions et le quasi non recours aux MTF obligataires (voyez *supra*, n°46 et 47) ?

Après quelques remarques préliminaires (section 1), les obstacles non-réglementaires et réglementaires sont successivement présentés et commentés (section 2 et 3). Enfin, ceux-ci sont synthétisés et les coûts qu'ils occasionnent pour les PME se lançant sur les MTF sont soulignés (section 4).

### Section 1. Remarques préliminaires

52. Avant de rentrer dans le vif du sujet, certaines remarques méritent d'être formulées. Premièrement, la notion « d'obstacles entravant l'accès des PME aux marchés » doit être entendu au sens large du terme. Elle recouvre bien sûr les obstacles qui empêchent directement la PME d'accéder aux marchés, comme la coûteuse production et publication de l'information financière, ou la taille d'émission minimum. A côté de ces obstacles directs, il existe une série de facteurs, tels que le manque d'informations concernant l'émetteur ou l'illiquidité d'un marché, qui formellement ne sont pas « des obstacles entravant (directement) l'accès des PME aux marchés ». En fait, de tels facteurs constituent des obstacles à l'investissement. Ils concernent et rebutent initialement les investisseurs, mais ils diminuent parallèlement l'attrait des marchés pour les PME et les découragent d'y accéder. Nous les envisageons comme des obstacles entravant indirectement l'accès des PME aux marchés. Par « obstacles entravant l'accès des PME aux marchés », il faut entendre « raisons expliquant le faible recours aux marchés » (voyez *supra* n° 43). Néanmoins, le terme « obstacle » nous a semblé plus indiqué. Il traduit davantage cette idée de grilles (réglementaires ou non) se dressant à l'entrée des marchés.

Aussi, il nous paraît nécessaire de clarifier les notions d'obstacles « réglementaires » et « non-réglementaires ». Au sens de notre travail, l'obstacle réglementaire est celui qui résulte d'un processus législatif (les règles du prospectus par ex.). Pour rappel, notre travail ne s'étend pas aux mesures législatives locales et nationales (voyez *supra* n° 10). Les obstacles réglementaires discutés résultent donc nécessairement de la législation européenne. Nous rappelons également que les

---

<sup>185</sup> A. THOMADAKIS, *op. cit.*, p.5.

<sup>186</sup> I.K. NASSR, and G. WEHINGER, *op. cit.*, p. 66 et s.

entreprises présentes sur un MTF ne sont, contrairement aux sociétés cotées sur un marché réglementé, pas soumises à la directive transparence et aux obligations déclaratives et contraignantes qu'elle prévoit. Nous avons cependant observé que les opérateurs de MTF avaient tendance à soumettre les entreprises présentes sur leurs marchés à des règles analogues à celles prévues par la directive transparence (voyez *supra* n° 24). De telles règles sont établies par les marchés, non par un législateur, et sont donc à ranger dans la catégorie des obstacles non-réglementaires, bien qu'il s'agisse de règles au sens premier du terme.

Les obstacles empêchant l'accès aux marchés d'obligations et ceux restreignant l'entrée sur les marchés d'actions ne sont pas traités dans des sections différentes car la majorité de ces obstacles se recoupent. Si l'un concerne davantage l'un des deux types de marché, cela sera précisé.

Enfin, les règles propres aux marchés réglementés ne sont plus discutées. Elles constituent certes des obstacles, mais ne concernent pas nos PME. Ces dernières ne cherchent tout simplement pas la cotation sur de tels marchés. L'inopportunité d'en discuter, au vu du profil « nos » PME, est amplement expliqué (*supra* n° 21 à 26). Les obstacles traités sont ainsi uniquement ceux restreignant l'accès aux MTF d'actions et d'obligations, quoique ceux-ci prévoient déjà des règles allégées (par rapport aux marchés réglementés) censées permettre aux PME d'y accéder.

## *Section 2. Obstacles non-réglementaires*

### *§1. Environnement de marché défavorable*

#### *a) Inadaptation structurelle des PME aux marchés : déficit de compétences organisationnelles et manque d'éducation financière*

**53.** La cotation sur un marché est très exigeante. Avant d'être cotées, les PME n'ont ni « la connaissance du marché » ni les compétences légales, financières, organisationnelles et de communication que celui-ci requiert<sup>187</sup>. On parle de **déficit de compétences organisationnelles**. La PME doit se discipliner. Ses anciennes pratiques de gestion et son management doivent être adaptés aux exigences du marché, sa stratégie commerciale affûtée. La PME doit s'institutionnaliser : la structure de gouvernance doit être rehaussée<sup>188</sup>, les systèmes de comptabilité et de *reporting* opérationnalisés, son dispositif de communication (vis à des investisseurs et d'autres *stakeholders*) métamorphosé<sup>189</sup>.

Une telle transformation, indispensable en vue d'attirer les investisseurs<sup>190</sup>, requiert beaucoup de moyens économiques et humains. La PME, fraîchement débarquée dans ce nouvel environnement de marché qu'elle ne connaît pas, doit engager du personnel qualifié<sup>191</sup> (*compliance officers*, juristes, spécialistes financiers), s'entourer de consultants, mettre en place un département spécialisé dans les

---

<sup>187</sup> European Commission, "Analysis of European Corporate Bonds", *Analytical report supporting the main report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds*, November 2017, p. 7; Paris Europlace p.11.

<sup>188</sup> European Commission, "Economic Analysis accompanying the Action plan on building a Capital Markets Union", Commission Staff Working Document, SWD (2015) 183 final, 30 September 2015, p. 50.

<sup>189</sup> A. THOMADAKIS, *op. cit.*, p. 3.

<sup>190</sup> EU IPO Report, *op. cit.* p. 4 et 71; AFME (Association for Financial Markets in Europe), *The Shortage of Risk Capital for Europe's High Growth Businesses*, Mars 2017, p. 16.

<sup>191</sup> European Commission, "Analysis of European Corporate Bonds", *Analytical report supporting the main report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds*, November 2017, p. 7; Paris Europlace p.11.

relations avec les investisseurs, trouver et rémunérer des CFO et CEO performants, former les travailleurs déjà présents au sein de l'entreprise, etc. Bref, un changement structurel est nécessaire.

**54.** Le **manque d'éducation financière** des PME est souvent décrié par les auteurs. Ce phénomène en recouvre deux.

Il désigne d'abord la méconnaissance du processus d'entrée en bourse, de la vie boursière et du fonctionnement du marché en général (*supra* au n°53). Celle-ci explique la réticence des PME à rejoindre les marchés boursiers<sup>192</sup>. Outre qu'elles sont structurellement inadaptées aux marchés et manquent des compétences essentielles pour s'y financer, les PME sont ne pas suffisamment « financièrement éduquées » au marché. N'étant pas formées, elles ne connaissent pas les marchés, n'ont pas confiance et n'osent pas s'y lancer<sup>193</sup>. Il est nécessaire que leurs compétences financières, fiscales soient développées. Les conséquences légales de la cotation, les exigences de transparence, les implications structurelles de l'ouverture à un actionariat plus élargi, les principes de bonne gouvernance à appliquer, les prévisions nécessaires quant au budget<sup>194</sup> ; tous ces éléments nécessitent d'être expliqués. Les opérateurs de marché doivent mettre en place des structures de conseil et d'accompagnement pour former les entrepreneurs et leurs collaborateurs au marché. Cela renforcerait la confiance de ces derniers et réduirait certains coûts décourageant les PME d'accéder aux marchés et liés à l'information (quant à la cotation), au processus d'introduction, à l'embauche, à la formation, etc. L'idée est que licencier l'actuel CEO pour le remplacer par un financier coûte beaucoup d'argent et dissuade la PME d'être cotée alors qu'il suffit que l'actuel soit adéquatement formé, si possible par l'opérateur de marché, pour éviter d'en engager un nouveau.

**55.** Dans sa deuxième acception, le manque d'éducation financière renvoie à la méconnaissance des marchés financiers, en tant qu'opportunités de financement. Les entrepreneurs ne sont pas suffisamment au courant du rôle joués par ces marchés et des bénéfices qu'ils peuvent tirer d'une telle source de financement (voyez *supra* n°34 à 42). Une étude démontre que seul un quart des personnes responsables des décisions financières au sein des PME possède des compétences financières, tandis qu'une infime minorité des PME dispose d'une personne formée à la finance<sup>195</sup>.

#### *b) Du manque d'écosystème spécialisé dans les PME au sein des marchés européens*

**56.** En plus de manquer de compétences, de ne pas connaître les marchés et de n'être pas davantage formées pour s'y lancer, les PME, une fois cotées, ne sont pas suffisamment entourées et soutenues par le marché. Tout comme une espèce animale a besoin d'un biotope particulier pour survivre, le développement d'une PME au sein du marché repose sur l'existence d'un écosystème qui lui est dédié (voyez la figure 40 de l'Annexe). On parle d'écosystème de marché lorsqu'il existe sur la plateforme un tissu relationnel suffisamment étroit entre les différents acteurs qui le composent (émetteurs, courtiers, teneurs de marchés, banque d'investissement, conseillers, recherche de valeurs, investisseurs) pour permettre une mise en relation des émetteurs avec les

<sup>192</sup> OCDE, « Nouvelles approches du financement des PME et de l'entrepreneuriat : élargir la gamme des instruments », *Rapport de synthèse final*, 2015, p.11.

<sup>193</sup> I.K. NASSR, and G. WEHINGER, op. cit., p. 63.

<sup>194</sup> OCDE, "Opportunities and constraints of market-based financing for SMEs", *OECD Report to G20 finance ministers and Central Bank governors*, September 2015, p. 19

<sup>195</sup> European Commission, "Economic Analysis accompanying the Action plan on building a Capital Markets Union", Commission Staff Working Document, *SWD (2015) 183 final*, 30 September 2015, p. 44.

investisseurs, tous deux aux extrémités de la chaîne. Ce sont les intermédiaires du marché (courtiers, analystes financiers, teneurs de marché, etc.) qui permettent leurs interactions. La présence d'un écosystème performant revêt une importance capitale. C'est l'écosystème qui permet l'investissement et la liquidité du marché, ni plus ni moins. De plus, certains participants à cet écosystème, tels que les conseillers juridiques ou financiers ou les banques d'investissement, renforcent la transparence et la confiance des investisseurs. Un écosystème de marché consistant est indispensable tant au moment de l'IPO que dans « l'aftermarket ». D'aucuns constatent le peu d'écosystèmes de marché spécialement dédiés aux PME et les supportant, avant ou après l'IPO<sup>196</sup>, tandis qu'il en existe de performants pour les grandes entreprises. C'est le manque de profitabilité sur les opérations boursières des PME (en comparaison de celles réalisées par les grandes entreprises) qui conduirait certains intermédiaires (analystes financiers ou brokers) à ne pas s'intéresser aux PME. Ce désintérêt des intermédiaires pour les PME endommage l'écosystème, court-circuite le lien entre les PME et investisseurs<sup>197</sup> et diminue la liquidité sur les marchés secondaires des MTF. Certains proposent d'augmenter les commissions des brokers (courtiers) sur les transactions boursières des PME, en vue d'améliorer la liquidité des titres de PME. Aux USA, la SEC ou *Securities and Exchange Commission* (autorité fédérale des marchés boursiers américains) a d'ailleurs lancé en 2016 un projet-pilote visant à augmenter les minima des commissions empochées par les traders ou autres brokers sur les transactions boursières des PME<sup>198</sup> (par rapport à ceux applicables aux transactions des grandes entreprises), de façon à les rendre économiquement intéressantes pour les intermédiaires financiers.

57. Le manque d'écosystème dédié aux PME se manifeste surtout de deux façons. D'une part, les PME, peu soutenues et encadrées dans l'*aftermarket*, après l'IPO, rencontrent **des difficultés à se refinancer** par le biais d'émissions secondaires (voyez *supra* n°50). D'autre part, elles **souffrent d'un manque de visibilité**, à cause du **peu d'attention que leur portent les analystes financiers**. Ce problème est considéré par les PME comme l'un des deux principaux auxquels elles font face lorsque l'introduction en bourse est envisagée (l'autre problème principal est le surcroît d'informations qu'elles doivent fournir)<sup>199</sup>. C'est ce qu'il ressort des consultations publiques initiées par l'UE préalablement au lancement du plan pour l'UMC.

L'analyse financière joue un rôle clé sur les marchés financiers d'actions. Son pendant sur les marchés obligataires est la notation (*infra*, n°62). L'analyse financière permet aux investisseurs de prendre des décisions d'investissement éclairées et leur fournit quantité d'informations pertinentes quant à l'attractivité de actions émises par une entreprise ou la performance probable de celle-ci dans le futur. Elle est particulièrement importante lorsque c'est des PME cotées qu'il est question, les informations les concernant étant plus limités et plus difficiles à évaluer que celles concernant les

---

<sup>196</sup> OCDE, *Le financement des PME et des entrepreneurs (version abrégée): Tableau de bord de l'OCDE*, Editions OCDE, 2016; Paris, p. 52 ; OCDE, "Opportunities and constraints of market-based financing for SMEs", *OECD Report to G20 finance ministers and Central Bank governors*, September 2015, p. 17.

<sup>197</sup> OCDE, "Opportunities and constraints of market-based financing for SMEs", *OECD Report to G20 finance ministers and Central Bank governors*, September 2015, p. 17.

<sup>198</sup> A. THOMADAKIS, *op. cit.*, p. 5.

<sup>199</sup> Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions : « Un plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux », COM (2015) 468 final, 30 septembre 2015, p. 16.

grandes entreprises<sup>200</sup>. Pas moins de 50% des PME cotées sur *Euronext* Amsterdam, Bruxelles, Paris et Lisbonne ne font l'objet d'aucune analyse financière tandis que 16% d'entre elles ne sont suivies que par un seul analyste financier<sup>201</sup>. Ce désintérêt des analystes financiers vis-à-vis des PME les rend très peu visibles auprès des investisseurs institutionnels. L'investissement s'en trouve réduit. Le manque de recherche financière renforce aussi l'asymétrie d'informations, déjà importante au départ. Cela provoque la méfiance des investisseurs, plombe l'investissement et durcit les taux d'intérêt (coût du financement) en cas d'émission obligataire, le risque de défaut étant perçu plus grand lorsque les informations sont limitées<sup>202</sup>. La PME non couverte par des analystes financiers peut seulement espérer attirer les investisseurs institutionnels ayant spécifiquement commandé ou procédé à une analyse du secteur d'activité dans lequel elle évolue<sup>203</sup>. Notons que l'aversion stratégique des PME à communiquer des données sensibles les concernant ne favorise pas la recherche financière à leur égard. Nous revenons sur cet aspect *infra* au n°61.

Le manque de recherche financière est certainement une barrière à l'information. Nous ne l'incluons pas dans la section suivante, qui pourtant s'y rapporte, parce que le désintérêt des analystes financiers vis-à-vis des PME nous semble être l'illustration la plus marquante de la faiblesse des écosystèmes dédiés aux PME des marchés. Il nous a donc paru plus cohérent d'en parler ici au §1.

## §2. Barrières à l'information

**58.** Les barrières à l'information ou obstacles à l'information constituent la catégorie d'obstacles la plus importante. Cette catégorie est très large : tous les obstacles liés de près ou de loin à l'information en font partie.

Il existe deux types de barrières à l'information. Il y a d'abord celles qui empêchent l'information relative aux PME de circuler jusqu'aux investisseurs (par ex. le manque d'analyse financière discuté *infra* au n° 59). Ensuite, il y a les barrières à l'information qui sont des barrières économiques, entravant l'accès des PME aux marchés, par la publication, transmission ou production d'information.

L'emploi du terme « barrière à l'information » pour ce deuxième type de barrière est malheureux. En bon français, une barrière « à l'information » est une barrière qui obstrue la circulation, diffusion ou transmission de l'information. Or, les barrières du deuxième type n'empêchent pas l'information de circuler. C'est la diffusion de l'information elle-même qui est problématique et génère des coûts. On devrait donc parler théoriquement de « barrières économiques liées à la diffusion de l'information ». Nous utiliserons néanmoins le terme d'obstacles à l'information, parce qu'il est celui employé dans la littérature. Il est la traduction littérale d'« *information barriers* », qui s'utilise aussi en anglais pour désigner les deux types de barrières, sans que cela ne porte à confusion.

---

<sup>200</sup> OCDE, "Opportunities and constraints of market-based financing for SMEs", *OECD Report to G20 finance ministers and Central Bank governors*, September 2015, p. 17.

<sup>201</sup> European Commission, "Economic Analysis accompanying the Action plan on building a Capital Markets Union", Commission Staff Working Document, *SWD (2015) 183 final*, 30 September 2015, p. 44.

<sup>202</sup> OCDE, "Opportunities and constraints of market-based financing for SMEs", *OECD Report to G20 finance ministers and Central Bank governors*, September 2015, p. 17.

<sup>203</sup> I.K. NASSR, AND G. WEHINGER, *op. cit.*, p. 51.

Les barrières du premier type contrarient l'investissement et concernent les investisseurs, - offreurs de capitaux. Par exemple, les investisseurs ne disposent pas d'assez d'informations sur la PME et se refusent à investir (asymétrie d'information). Il s'agit d'obstacles entravant indirectement l'accès des PME aux marchés (voyez la *summa divisio* expliquée *supra* n°52). Les barrières du second type concernent les PME demandeuses de capitaux et entravent directement leur accès aux marchés financiers. On songe par exemple à l'exigence coûteuse de notation par une agence de crédit, que certains émetteurs ne peuvent se permettre. L'information elle-même (la notation de l'émetteur) est l'obstacle. Il est patent que les barrières à l'information du côté des émetteurs sont aussi des barrières économiques : la diffusion d'information leur coûte trop cher.

Nous envisageons d'abord les barrières à l'information auxquels sont confrontés les PME émettrices et demandeuses de capitaux (sous point a)). Les barrières à l'information contrariant l'investissement et les offreurs de capitaux sont ensuite étudiées (sous point b)).

#### a) *Les barrières à l'information auxquelles les PME sont confrontées*

59. Les MTF ou marchés non-règlementés offrent une plus grande souplesse que leurs homologues réglementés en matière de **critères de cotation (conditions d'admission à la cote)** et d'**obligations déclaratives permanentes** à respecter. Pour rappel, ces règles ne constituent pas des obstacles réglementaires au sens de notre travail, dès lors qu'elles édictées par les opérateurs de marchés, et non par le législateur européen (voyez *supra* n°23, 24 et 52 ainsi que les figures 22, 23, 23 bis, 24 et 25 de l'Annexe). Ces exigences, censées garantir la transparence et entraîner la confiance des investisseurs, sont moins rigoureuses que celles s'appliquant aux marchés règlementés. Elles n'en demeurent pas moins lourdes pour les petits émetteurs, qui n'ont pas l'expérience des marchés<sup>204</sup>. La diffusion de l'historique des comptes au moment de la cotation, la déclaration du franchissement des seuils ou la publication régulière et permanente de comptes durant la cotation ; toutes ces obligations déclaratives ou critères d'admissions génèrent beaucoup de contraintes bureaucratiques. Leur respect coûte cher et nécessite une institutionnalisation de la PME (voyez *supra* n°53). Un département de *reporting* financier, composé de juristes et de comptables, doit être mis en place, en vue d'assurer la fastidieuse préparation de l'information financière périodique et permanente. Les nombreux comptes publiés doivent être chaque fois vérifiés, et les frais d'audit peuvent être conséquents.

Au vu des considérations précédentes, il n'est pas surprenant que le surcroît d'informations à fournir au moment de la cotation (conditions d'admission à la cote, historique des comptes par ex.) et durant la durée de celle-ci (obligations déclaratives permanentes) soit perçu par les entreprises comme un des deux grands obstacles à la cotation (voyez *supra* n°57).

60. Même si ces deux types d'exigences imposées par les opérateurs de marché ne sont pas formellement des barrières à l'information, il nous semble pertinent de mentionner aussi les **frais d'inscription et de maintien à la cote** ainsi que le **montant minimum d'émission** requis sur certains MTF obligataires. Nous en parlons ici, puisque le propos concerne les règles édictées par les opérateurs de marchés, économiquement contraignantes pour les PME.

---

<sup>204</sup> Paris Europlace, *op. cit.*, p.7.

Si les frais d'inscription et de maintien de l'inscription pratiqués sur les MTF sont moindres que sur les marchés réglementés, ils représentent tout de même un coût économique supplémentaire conséquent pour les PME (voyez *supra* n°25).

Quant aux montants minimums de levées imposées sur les marchés obligataires, ils sont trop importants et évincent de nombreuses PME<sup>205</sup> (voyez *supra* n°33). Certains marchés adaptent leurs minima et les rendent surmontables pour les plus petits émetteurs. C'est le cas de l'*ORB* (*Order Book for Retail Bonds*), qui fixe le seuil d'émission minimum à seulement 200.000 £<sup>206</sup>.

**61.** Si la préparation et la divulgation d'informations financières représentent un coût économique important et décourageant pour les PME, de telles exigences peuvent également nuire à la stratégie de celles-ci. De nombreux documents soulignent leur **aversion à communiquer des données sensibles**<sup>207</sup> particulièrement lorsqu'elles sont innovantes<sup>208</sup> et/ou qu'elles évoluent dans un contexte de concurrence agressive. Il ressort des entretiens menés dans le cadre de l'élaboration du rapport *Casanova*<sup>209</sup> que les PME, pour des raisons stratégiques et commerciales, sont réticentes à divulguer « au public » des informations détaillées concernant leur *business plan*, leur positionnement sur un marché, leurs stratégies, leur analyse de l'environnement concurrentiel.

**62.** La **notation financière (rating)** obstrue elle aussi l'accès des PME aux marchés. La notation d'une entreprise s'entend de l'appréciation du risque de défaut et d'insolvabilité qu'elle présente. Les infrastructures d'évaluation du crédit sont diverses : agences de notation et organismes similaires, registres, entrepôts de données, etc.<sup>210</sup>. Nous nous concentrons sur les premières. La notation concerne les PME actives sur le marché de la dette (émettrices d'obligations). Celles qui émettent des actions sont évaluées, dans le meilleur des cas, par des analystes financiers (voyez *supra* n°57). La notation atténue « *la perception du caractère risqué du financement des PME aux yeux des investisseurs et les aider à cerner les investissements intéressants*<sup>211</sup> ». Elle réduit l'asymétrie d'information, inhérente aux relations entre PME et investisseurs (voyez *infra*, n°68 et s.). La notation, qui concerne soit les titres<sup>212</sup>, soit l'émetteur, est la plupart du temps obligatoire sur les MTF obligataires européens. La figure 36 de l'Annexe en rend compte. La notation n'est pas imposée sur l'*ORB* du *LSE*, plus libéral, même si elle est presque indispensable en pratique, surtout lorsque les titres émis sont partiellement destinés à des investisseurs particuliers (voyez *infra* n° 33).

S'il est vrai qu'elle conforte les investisseurs et permet ainsi d'attirer des capitaux, « *la notation est perçue par les PME émettrices comme une contrainte très importante, non seulement en raison d'une offre encore inadaptée des grandes agences de notation, mais, surtout, du niveau des*

---

<sup>205</sup> Paris Europlace, *Ibidem*, p. 7.

<sup>206</sup> AFME, *Lever des fonds pour les petites et moyennes entreprises en Europe : Guide pratique du financement bancaire, obligataire et par actions*, Septembre 2015, p.19.

<sup>207</sup> OCDE, « Nouvelles approches du financement des PME et de l'entrepreneuriat : élargir la gamme des instruments », *Rapport de synthèse final*, 2015, p.11.

<sup>208</sup> I.K. NASSR, AND G. WEHINGER, *op. cit.*, p. 63.

<sup>209</sup> Paris Europlace, *Financement en Dette des PME/ETI : Nouvelles Recommandations-* « Rapport Casanova », mars 2014, p.58.

<sup>210</sup> OCDE, « Nouvelles approches du financement des PME et de l'entrepreneuriat : élargir la gamme des instruments », *Rapport de synthèse final*, 2015, p.

<sup>211</sup> OCDE, *Ibidem*, p.

<sup>212</sup> Généralement le cas lorsque l'émetteur est une PME

coûts associés à l'obtention d'un rating (à l'émission et au cours de la vie du produit)<sup>213</sup> ». Ceux-ci, associés aux coûts induits par le *reporting* financier (voyez supra n°59) peuvent être disproportionnés par rapport à la taille, souvent modeste, des émissions envisagées par les PME<sup>214</sup>. « *La disponibilité, potentiellement large, du rapport de notation, facilement accessible aux entreprises concurrentes* »<sup>215</sup> est également problématique (voyez supra au n°61 à propos de l'aversion des PME à communiquer des informations stratégiques les concernant).

Le *rating* est ici caractérisé comme une barrière à l'information du point de vue des émetteurs. C'est l'information elle-même (c'est-à-dire le *rating*) qui pose question et qui se dresse comme une barrière économique entravant l'accès des PME aux marchés (voyez supra n°58).

**63.** Avant d'être cotées sur les marchés financiers, la plupart des PME européennes expriment leur comptabilité conformément aux principes comptables généralement admis (GAAP ou *Generally Accepted Accounting Principles*) dans le pays dont elles sont issues. Ces principes ou normes sont locaux et diffèrent d'un pays à un autre. Contrairement aux marchés réglementés, la plupart des MTF n'obligent pas les émetteurs à transformer et conformer leur comptabilité aux normes internationales IFRS (*International Financial Reporting Standards*) lorsqu'elles deviennent cotées.

Néanmoins, les investisseurs institutionnels et internationaux préfèrent les normes IFRS. Ce corps de règles s'apparente à langage comptable quasi universel. Il facilite l'analyse financière de l'entreprise qui l'emploie par les investisseurs internationaux ou par d'autres acteurs du marché (ex : analystes financiers). Surtout, les normes IFRS permettent une comparabilité. Les investisseurs peuvent facilement comparer les chiffres, comptes et résultats de différentes entreprises cotées utilisant le même système comptable, alors qu'une telle analyse comparative est fastidieuse et chronophage lorsque les normes comptables employées par l'entreprise sont locales. C'est sur les comptes que les investisseurs institutionnels basent leurs décisions d'investissement. Il est donc important d'en faciliter, voire d'en permettre la lecture. En réalité, l'emploi de normes comptables locales plutôt qu'internationales réduit la visibilité de l'entreprise et fragilise la possibilité d'investissements transfrontaliers. La PME qui n'entend pas se limiter seulement aux investisseurs locaux a donc tout intérêt à transformer son système comptable.

Cette **transition comptable** souhaitable, voire nécessaire lors de l'arrivée de la PME sur le marché, se dresse comme une nouvelle barrière économique à l'entrée de celui-ci. L'adoption de normes IFRS représente un énième coût économique non négligeable pour la PME<sup>216</sup>. Les comptes antérieurs doivent être modifiés, au besoin ré-audités, des professionnels du chiffre doivent être engagés, les anciens travailleurs formés, etc. A nouveau, la PME doit consentir un effort « d'institutionnalisation » (voyez supra n° 53 et 59). Pour toutes les raisons précitées, et parce que les marchés non-réglementés le permettent, de nombreuses PME continuent à fonctionner avec leurs normes comptables nationales.

---

<sup>213</sup> Paris Europlace, *op. cit.*, p.7.

<sup>214</sup> OCDE, "Opportunities and constraints of market-based financing for SMEs", *OECD Report to G20 finance ministers and Central Bank governors*, September 2015, p. 9.

<sup>215</sup> Paris Europlace, *Ibidem.*, p.7.

<sup>216</sup> European Commission, « Green Paper: Building a Capital Markets Union », COM (2015) 63 final, 18 February 2015, p. 14.

Nous revenons sur l'impact de l'emploi de normes comptables locales par les PME vis-à-vis l'investissement *infra* au n°72.

*b) Les barrières à l'information auxquelles les investisseurs sont confrontés*

**64.** Il est maintenant question des barrières à l'information touchant les investisseurs et entravant l'investissement. Nous ne revenons plus sur l'impact indirect qu'elles ont sur l'accès de nos PME aux marchés de capitaux (voyez *supra* n°58). Certains des barrières à l'information analysées (n°65 à 67, 69) concernent davantage les marchés obligataires. Les autres sont communes aux deux types de marchés.

**65.** Le sous-développement des marchés européens d'obligations de PME (voyez *supra* n°47) est surtout dû au comportement des investisseurs, qui leur préfèrent les marchés réglementés et ses gros émetteurs. Comment expliquer cette préférence, et la réticence à investir dans les PME qui lui est corrélée ?

**66.** Tout d'abord, le marché des obligations d'entreprise est traditionnellement un 'marché du gros' orienté vers et dominé par les grands émetteurs. Les tranches d'émission sont très larges afin d'élargir au maximum la base d'investisseurs et d'accroître la **liquidité** des titres sur le marché secondaire. Les émissions sur les MTF sont beaucoup plus petites et la liquidité du marché limitée (*infra* n° 73 à 75). Néanmoins, la liquidité accrue permise par les grosses émissions n'est pas l'unique raison expliquant le faible nombre d'investissements dans les obligations de PME. Toute une série de **barrières à l'information**, propres aux MTF obligataires et empêchant l'information relative aux PME de parvenir aux investisseurs, permettent d'expliquer ce phénomène.

**67.** Ainsi, pour qu'une obligation puisse être **incluse dans un indice obligataire**<sup>217</sup> (*FTSE European Corporate Bond* par exemple), l'émission doit être de minimum 300M€ ou 500M€, excluant du même coup les petits émetteurs. La non inclusion des obligations de PME dans ces grands indices obligataires les rend moins visibles aux yeux des investisseurs institutionnels, certains d'entre eux limitant strictement leurs investissements aux obligations reprises dans ces indices ou « paniers d'obligations », pour des raisons d'économie. Un tel manque de visibilité nous rappelle celui dont souffrent les émetteurs d'actions à cause du peu de recherche financière à leur égard.

**68.** Surtout, les grands émetteurs ont tendance à fournir davantage d'informations que les plus petits, ce qui facilite le travail d'analyse des investisseurs, les rassure et les rend plus enclins à investir dans les grandes entreprises plutôt que dans les petites<sup>218</sup>. Pour le dire autrement, les PME sont **moins transparentes** que les grandes entreprises. Les investisseurs, attirés par les possibilités de rendement et de diversification qu'offre l'investissement dans des PME à forte croissance<sup>219</sup>, se

---

<sup>217</sup> Un indice obligataire est un indice calculé sur le niveau d'un panier d'obligation. Il permet de suivre la moyenne du marché obligataire. Les investisseurs suivent ces indices et investissent dedans (c'est-à-dire qu'ils investissent dans les obligations émises par les entreprises et qui sont reprises dans cette indice). Les obligations non reprises dans ces indices souffrent d'un manque de visibilité et pourraient ne pas attirer l'investissement.

<sup>218</sup> European Commission, "Analysis of European Corporate Bonds", *Analytical report supporting the main report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds*, November 2017, p. 7; Paris Europlace p. 10.

<sup>219</sup> Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions : « Un plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux », COM (2015) 468 final, 30 septembre 2015, p. 16.

trouvent rapidement confrontés à une **asymétrie d'information**, que les titres qu'ils envisagent d'acquérir soit des actions ou des obligations. Nous nous concentrons davantage sur les deuxièmes.

Cette asymétrie d'informations ou ce manque de transparence résulte de l'opacité entourant la plupart des PME. En effet, celles-ci ont peu d'antécédents de crédits<sup>220</sup>, sont souvent jeunes, peu matures, moins capables<sup>221</sup> de produire et partager des renseignements les concernant<sup>222</sup>, etc. Pourtant, la transmission et la qualité des informations relatives au risque de défaut et à la solvabilité de l'émetteur sont essentielles sur un marché d'obligations<sup>223</sup>. Elles conditionnent la décision d'investissement, ni plus ni moins. L'activité économique du marché obligataire tout entier dépend de cette faculté et propension des émetteurs à divulguer des informations de qualité, permettant de jauger de leur solvabilité et des risques associés à leur financement. A travers toutes les exigences liées à la transparence qu'ils prévoient<sup>224</sup>, le législateur européen et les opérateurs de marché favorisent cette divulgation et tentent de résorber l'asymétrie d'information, en vue d'encourager l'investissement dans les marchés de PME et d'améliorer leur santé économique.

#### 69. Cette asymétrie d'information entraîne plusieurs conséquences.

Premièrement, dans l'hypothèse où elle n'a pas ôté aux investisseurs l'envie d'investir, la rareté d'information engendre des coûts pour ceux-ci. Elle contraint les investisseurs à se fournir eux-mêmes les informations relatives à la solvabilité et au risque de défaut de l'émetteur. L'investisseur doit non seulement engager des **dépenses de recherche et d'analyse financière** (*analysis costs*) au moment de l'investissement, mais aussi supporter des **coûts de surveillance** (*monitoring costs*) de l'investisseur et sa solvabilité durant toute la durée de vie du produit<sup>225</sup>.

L'analyse et la surveillance des risques d'insolvabilité de la PME émettrice représentent des **coûts fixes** importants qui peuvent être **disproportionnés** par rapport à la hauteur de l'investissement. Peu d'investisseurs disposent en interne d'une capacité d'analyse financière des PME. La majorité n'est pas équipée pour gérer les risques liés aux PME. La plupart des investisseurs, rationnels, se limitent aux obligations des grands émetteurs, moins chers à analyser et à surveiller, les informations les concernant ne manquant pas<sup>226</sup>.

70. Deuxièmement, l'asymétrie d'information et les difficultés de détection et d'appréciation du risque (de défaut et d'insolvabilité, voire simplement de perte de valeur du titre) qui l'accompagnent,

---

<sup>220 220</sup> I.K NASSER & G. WEHINGER, "Unlocking SME finance through market-based debt: Securitisation, private placements and bonds", *OECD Journal - Financial Market Trends*, vol. 2014/2, 2015, p. 168.

<sup>221</sup> Elles sont moins structurées et institutionnalisées que les grandes entreprises, plus performantes en matière de communication et de diffusion de l'information.

<sup>222</sup> OCDE, « Nouvelles approches du financement des PME et de l'entrepreneuriat : élargir la gamme des instruments », *Rapport de synthèse final*, 2015, p.13.

<sup>223</sup> OCDE, "Opportunities and constraints of market-based financing for SMEs", *OECD Report to G20 finance ministers and Central Bank governors*, September 2015, p. 12.

<sup>224</sup> Obligations déclaratives découlant de la directive transparence ou des règles du marché, Règlement Prospectus, Règlement Abus de Marché, etc.

<sup>225</sup> I.K NASSER & G. WEHINGER, "Unlocking SME finance through market-based debt: Securitisation, private placements and bonds", *OECD Journal - Financial Market Trends*, vol. 2014/2, 2015, p. 166 ; Paris Europlace, *op. cit.*, p. 7-8 ; OCDE, "Opportunities and constraints of market-based financing for SMEs", *OECD Report to G20 finance ministers and Central Bank governors*, September 2015, p. 12 ; A. THOMADAKIS, "Developing EU Capital Markets for SMEs: Mission impossible?", *ECMI (European Capital Market Institute) Commentary*, n°46, 4 septembre 2017, p.3.

<sup>226</sup> I.K NASSER & G. WEHINGER, *Ibidem*, p. 166 ; Paris Europlace, *Ibidem*, p. 7-8 ; OCDE, *Ibidem*, p. 12 ; A. THOMADAKIS, *Ibidem*, p.3.

concernent des émetteurs, les PME, qui sont particulièrement sujets à ces risques<sup>227</sup>, comparativement aux grands émetteurs. Autrement dit, l'asymétrie d'information complique la gestion d'un risque de défaut, grand dès le départ et inhérent aux PME. En effet, sur de nombreux marchés européens, particulièrement sur les marchés allemands, les taux de défaut de paiement auxquels les investisseurs d'obligations de PME font face sont très élevés, à tel point que « *l'industrie et le secteur public sont en train d'étudier de futurs changements des programmes afin d'éviter les problèmes expérimentés par le passé*<sup>228</sup> » et que « *certains de ces marchés, comme le Mittelstandsmarkt en Allemagne, ont dû être fermés et remplacés*<sup>229</sup> ». Les PME émettrices d'actions, compte tenu de leur taille et de leur historique d'activité potentiellement plus court, présentent elle aussi un risque d'investissement spécifique (perte de valeur subite du titre par ex.) par rapport aux émetteurs plus importants<sup>230</sup>.

Il y a donc un paradoxe : plus l'émetteur présente un risque de défaut élevé, moins il fournit d'informations quant à sa solvabilité, et *vice versa*. Plus l'émetteur est sûr, plus il fournit d'informations.

Le manque d'information concernant la solvabilité de ces PME et le risque de défaut plus élevé qui les caractérise sont toutefois contrebalancés par les coupons élevés (*high-yield*) attachés à ces obligations de PME, bien supérieurs à ceux des obligations de grandes entreprises<sup>231</sup>.

Les deux considérations précédentes valent également pour les émetteurs d'actions.

**71.** Parce qu'ils manquent d'informations sur l'émetteur (n°68), que cela est difficilement curable (n°69) et qu'ils subissent un risque de non remboursement plus élevé (n°70), les investisseurs ont besoin d' « information externe » (provenant de tiers). La **notation de crédit** (si les titres sont des obligations) ou **l'analyse financière** (s'il s'agit d'actions) de l'émetteur ou de ses titres sont deux sources d'information externe. Nous avons vu (*supra* n°57) que les PME n'intéressaient pas beaucoup les analystes financiers. Ce désintérêt participe à l'asymétrie d'information. A l'inverse, la notation, obligatoire sur la plupart des MTF (voyez *supra* n°62) permet de réduire cette asymétrie d'information.

Le coût disproportionné et décourageant du rating pour les PME ainsi que l'offre inadaptée des grandes agences de notation ont aussi été soulignés. Le développement d'offres de notation adéquates pour les PME, conciliant qualité de l'information pour les investisseurs et réduction des coûts pour les émetteurs, apparaît indispensable<sup>232</sup>.

**72.** Si le passage aux normes IFRS représente une barrière économique pour les émetteurs (voyez *supra* n°63), le **maintien de la comptabilité aux normes locales** (après l'entrée en bourse),

---

<sup>227</sup> OCDE, « Nouvelles approches du financement des PME et de l'entrepreneuriat : élargir la gamme des instruments », *Rapport de synthèse final*, 2015, p.13.

<sup>228</sup> AFME, *Lever des fonds pour les petites et moyennes entreprises en Europe : Guide pratique du financement bancaire, obligatoire et par actions*, Septembre 2015, p.18

<sup>229</sup> AFME, *Ibidem*, p. 18.

<sup>230</sup> Règlement 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE, considérant 51, *J.O.C.E.*, 30 juin 2017, L 168/12.

<sup>231</sup> I.K NASSER & G. WEHINGER, "Unlocking SME finance through market-based debt: Securitisation, private placements and bonds", *OECD Journal - Financial Market Trends*, vol. 2014/2, 2015, p. 167

<sup>232</sup> Paris Europlace, *op. cit.*, p. 7-8 ; OCDE, "Opportunities and constraints of market-based financing for SMEs", *OECD Report to G20 finance ministers and Central Bank governors*, September 2015, p. 8.

fréquent et permis par les MTF, constitue une barrière empêchant l'information de parvenir correctement jusqu'aux investisseurs (pour plus de détails *supra* n°63). Retenons que l'utilisation de normes comptables locales, plutôt qu'internationales affranchit la PME cotée d'un coût certain, mais dissuade l'investissement étranger. L'idée est que l'information concernant l'émetteur, en plus d'être insuffisamment disponible (n°68), est difficilement comparable et lisible.

### §3. Faible liquidité des marchés d'actions et d'obligations

73. Le faible niveau de liquidité sur les marchés de croissance des PME, inhérent à la catégorie d'actif des PME, est l'un des principaux facteurs<sup>233</sup> qui dissuade les investisseurs d'acquérir des participations dans des PME cotées<sup>234</sup>. A. THOMADAKIS parle d'une « taxe d'illiquidité », propre aux marchés de PME, et rendant l'investissement dans des titres de grandes entreprises économiquement préférable<sup>235</sup>. En effet, les marchés de PME sont trois fois moins liquides que les marchés principaux, tandis que les 5% des plus grandes entreprises présentes sur ces marchés<sup>236</sup> sont responsables de 95% de la liquidité de ceux-ci (c'est-à-dire de l'activité sur le marché secondaire).

74. La faible liquidité des marchés secondaires des MTF, qui complique la revente et le rachat des titres de PME, a plusieurs causes que nous avons évoquées plus haut. Le manque d'analyse financière concernant les PME émettrices d'actions diminuait la liquidité sur les marchés secondaires (n°56). Plus la taille d'une émission est importante, plus les titres sont liquides (n°66). *De facto*, la liquidité des obligations de PME s'en trouve limitée, les PME émettant en petites tranches. Plus généralement, les barrières à l'information qui dissuadent les investisseurs sur le marché primaire les découragent tout autant sur le marché secondaire. La rareté de l'information concernant la PME, les coûts d'analyse financière qui en découlent, la faiblesse des écosystèmes, c'est-à-dire le manque de visibilité des PME et le désintérêt des analystes financiers et des courtiers (brokers) pour les titres de PME, la non comparabilité de l'information lorsque les PME n'emploient pas les normes IFRS sont autant d'éléments affectant la liquidité des titres de PME.

En outre, si la liquidité de ces titres est faible, c'est aussi parce que les PME ont traditionnellement un flottant ou *free float* très faible par à ceux des grandes entreprises. C'est-à-dire que le pourcentage de titres non détenus par des actionnaires historiques ou familiaux, et susceptibles d'être échangés sur les marchés, est peu élevé. Les entrepreneurs, chefs de PME ont ainsi tendance à se réserver d'importantes participations dans leur société, et à conserver celles-ci. Au sein de PME innovantes à très fortes croissance, le management est partiellement rémunéré en participations (*stock option plans*). Les managers conservent généralement leurs titres durant leur fonction et ne le cèdent pas<sup>237</sup>. De tels comportements expliquent la faible quantité de titres en circulation, et la morosité des marchés secondaires des bourses de PME qui en résulte. Sur les bourses classiques, il y a beaucoup plus de titres en circulation, d'opérations d'achat-revente. La liquidité y est donc accrue.

---

<sup>233</sup> On ne confondra pas « ces principaux facteurs dissuadant d'acquérir des participations dans des PME cotées avec « les principaux obstacles à la cotation perçus par les PME » mentionnés *supra* aux n°57 et 59.

<sup>234</sup> I.K. NASSR, and G. WEHINGER, *op. cit.*, p. 71.

<sup>235</sup> A. THOMADAKIS, *op. cit.*, p. 5.

<sup>236</sup> I.K. NASSR, and G. WEHINGER, *op. cit.*, p. 71.

<sup>237</sup> I.K. Nassr, and G. Wehinger, *Ibidem*, p. 71.

**75.** La faible liquidité d'un marché n'est pas sans conséquence. Si les titres de PME sont peu liquides, qu'il est difficile de les revendre sur le marché secondaire, les investisseurs seront réticents à les acquérir sur le marché primaire, au moment où ils sont émis, par peur d'être prisonniers de leur investissement. Et si l'offre de capitaux ne suit plus, les émissions de titres sur le marché primaire vont baisser. C'est en cela que l'illiquidité des marchés de PME constitue un obstacle entravant indirectement l'accès des PME aux marchés. C'est un cercle vicieux : la liquidité des titres sur le marché secondaire de PME baisse, l'appétit des investisseurs, qui veulent pouvoir revendre le titre si besoin, diminue. En conséquence, l'activité sur le marché primaire diminue elle-aussi. L'activité économique de l'ensemble du marché devient morne, l'échange de titres rare, et l'illiquidité est exacerbée.

Le raisonnement précédent, fort théorique, tente de montrer que l'immobilisme du marché secondaire nuit à l'activité du marché primaire, (c'est aux dire au nombre d'émissions) parce qu'elle effraie les offreurs de capitaux. Dans ce sens, l'illiquidité empêche les PME d'accéder aux marchés.

Aussi, une liquidité limitée peut entraîner une hausse du coût du financement<sup>238</sup>. Les taux d'intérêt affectés aux obligations de PME intègrent le risque d'illiquidité et sont plus élevés. Il est ainsi plus onéreux pour les PME de se financer via le marché.

### *Section 3. Obstacles règlementaires*

**76.** La notion d'obstacles règlementaire et la différence qu'elle présente avec les obstacles non-règlementaires est expliquée plus haut (n°52). Pour rappel, le travail ne traite pas des obstacles règlementaires purement locaux. L'analyse se cantonne aux règles européennes, d'origine supranationale.

**77.** Les obstacles règlementaires à l'entrée des marchés financiers sont multiples (les plus directs et les plus contraignants pour les PME sont évoqués, les autres sont écartés) :

1°) les exigences en termes de **gouvernance d'entreprise** s'imposant aux sociétés du fait de leur cotation ne sont pas développées. Il nous semble incohérent d'envisager l'application plus stricte des principes de bonne gouvernance comme un obstacle à la cotation, tant ceux-ci améliorent la transparence et renforcent la confiance des investisseurs, nécessaires à la levée de capitaux sur les marchés. De plus, la gouvernance d'entreprise, malgré quelques directives européennes en la matière, est peu harmonisée et reste un sujet dominé par les droits nationaux<sup>239</sup> ;

2°) Les nouvelles implications de la **responsabilité sociétale de l'entreprise** (RSE), comme le **reporting extra financier**, introduit par la **directive 2014/95/UE** en ce qui concerne la publication d'**informations non financières** », ne sont pas davantage traités. Pour cause, le sujet est très large et mérite une analyse plus approfondie. En outre, le champ d'application de la directive précitée ne vise que les grandes entreprises. Nos PME ne sont donc pas concernées par ce **reporting extra financier** ;

---

<sup>238</sup> Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions : « Un plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux », COM (2015) 468 final, 30 septembre 2015, p. 17.

<sup>239</sup> European Commission, « Green Paper: Building a Capital Markets Union », COM (2015) 63 final, 18 February 2015, p. 14.

3°) **Un déséquilibre entre le traitement fiscal de la dette et les instruments de fonds propres** est observable dans beaucoup de pays. La dette bénéficie d'un traitement fiscal préférentiel du fait de la déductibilité des paiements d'intérêts, au détriment des autres instruments financiers<sup>240</sup>. Ce biais fiscal en faveur de la dette est une des principales raisons expliquant la préférence des entrepreneurs pour l'endettement bancaire plutôt que pour le financement en fonds propres. Un tel biais fiscal réduit l'attractivité des marchés d'actions et dissuade les PME d'y émettre : les dividendes ne sont pas déductibles, tandis que les intérêts le sont. Nous n'examinons pas le sujet plus en détail, bien qu'il eût été intéressant de s'y attarder, au vu de l'importance et de l'impact du problème sur le financement boursier des PME. Nous préférons nous focaliser sur les obstacles réglementaires purement européens. Or, bien qu'une majorité des droits nationaux des Etats membres de l'UE le prévoient, et internationalisent en quelque sorte la règle, la déductibilité des intérêts n'est pas une règle européenne. En outre, l'analyse du traitement fiscal réservé à la dette à ce stade-ci du travail risquerait de nous détourner du thème central de notre travail, à savoir l'accès des PME aux marchés ;

4°) Les **différences majeures existantes entre les droits des sociétés, droits de l'insolvabilité et régimes fiscaux** des différents Etats-membres de l'UE, sont eux aussi de nature à dissuader l'investissement, mais sont pas non plus commentés. Il s'agit de ne pas s'éparpiller et de cibler notre propos.

78. La présente section est divisée en quatre sous points. Le premier (§1) a trait au phénomène de « *one size fits all regulation* » et introduit les deux suivants. Ceux-ci sont respectivement consacrés à l'exigence du prospectus (§2) et à la réglementation relative aux abus de marché (§3). Enfin, le quatrième sous point (§4), plus succinct, concerne le biais fiscal en faveur de la dette.

#### *§1. "One size fits all" regulation*

79. Le phénomène législatif de « *one size fits all regulation* », qui se traduit en français par « législation passe-partout », désigne le caractère abusivement uniforme et non distinctif de la réglementation boursière. Les règles financières européennes ont été pensées et conçues pour les plus grandes entreprises cotées <sup>241</sup>, c'est-à-dire 5 à 10% des 13.225 sociétés cotées européennes. Le problème, c'est que la majorité de ces règles s'appliquent indistinctement à tous les émetteurs, sans tenir compte de leur taille, de leurs caractéristiques ou du marché sur lequel ils se trouvent. Les petites sociétés cotées sont logées à la même enseigne que les grandes et se trouvent soumises à des obligations tout à la fois inadéquates (*infra* n°81), disproportionnées (*infra*, n°80) et difficilement supportables d'un point de vue économique (voyez *supra* n°8).

---

<sup>240</sup> Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions : « Un plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux », COM (2015) 468 final, 30 septembre 2015, p. 17.

<sup>241</sup> IPO Task Force (European Issuers, the European Private Equity & Venture Capital Association and the Federation of European Securities Exchanges), *EU IPO Report: Rebuilding IPOs in Europe (creating jobs and growth in European capital markets)*, 23 mars 2015, p.24 et 31.

Les législations relatives aux prospectus (§2) et aux abus de marché (§3), toutes deux liées à la transparence, sont caractérisées et traversées par ce phénomène. La plupart des règles qui y sont contenues s'appliquent sans distinction aux grands émetteurs comme aux PME.

**80.** Cette orientation législative est critiquable et pose deux grands problèmes.

Le premier est le plus évident. Des telles règles font peser sur les petits émetteurs des **coûts de mise en conformité** (*compliance costs*) **disproportionnés**<sup>242</sup>, tant vis-à-vis de leur taille que des montants qu'ils émettent. Cela tient au fait que ces règles ont été initialement conçues pour des sociétés boursières de grande taille, institutionnalisées (dotées de départements juridiques de *compliance* p. ex) pour lesquels de tels coûts sont raisonnables et proportionnés.

Donc, la législation fait peser sur ses « petits » destinataires des **coûts économiques difficilement supportables, voire prohibitifs**, au sens où elle peut avoir pour effet de bloquer économiquement l'accès de PME aux marchés *juniors* d'actions et d'obligations. Nous revenons sur la hauteur de ces coûts *infra* au n°106.

**81.** Deuxièmement, parce qu'elles sont conçues et taillées pour les grands émetteurs et non pour les petits, ces règles peuvent être **inadéquates** pour les PME. Si le contenu de ces règles fait sens pour les entreprises de grande taille, ce n'est pas toujours le cas pour les petites.

La gouvernance d'entreprise, que nous avons écartée de notre champ d'analyse, offre de bons exemples d'inadéquation de la règle vis-à-vis de ses destinataires. Les principes de *corporate governance* repris dans les codes nationaux ou mêmes dans les codes établis par les marchés recommandent ou contraignent les entreprises devenues à créer des comités d'audit et de rémunération. De telles exigences, si elles sont justifiées pour les grandes entreprises dont l'actionnariat, dispersé, est propice à la survenance de conflits d'agence, ne sont pas toujours adaptées aux petits émetteurs, lorsque l'inventeur du produit est aussi l'actionnaire majoritaire et le manager de l'entreprise<sup>243</sup>.

Prenons maintenant les obligations de divulgation de l'information financière, qui sont au cœur de notre analyse. Plutôt que de requérir<sup>244</sup> des PME émettrices le même type d'informations que celles demandées aux grandes entreprises), le législateur européen devrait tenir compte du profil des PME, et exiger des informations spécifiques et relatives aux risques qui les caractérisent (dépendance à un client, protection juridique du produit innovant, ...). En bref, les petites entreprises sont sujettes à des obligations de divulgation d'informations dont l'utilité pose question, au vu de leur profil, alors que d'autres éléments d'information les concernant, plus pertinents, ne sont pas requis<sup>245</sup>.

---

<sup>242</sup> OCDE, *Le financement des PME et des entrepreneurs (Version Abrégée): Tableau de bord de l'OCDE*, Editions OCDE, 2016; Paris, p. 52

<sup>243</sup> I.K. NASSR, and G. WEHINGER, *op. cit.*, p. 69.

<sup>244</sup> Que ce soit dans la législation prospectus, abus de marché ou tout autre acte ayant trait à la transparence et à la diffusion d'informations.

<sup>245</sup> I.K NASSR, and G. WEHINGER, *op. cit.*, p. 69

82. Pour les raisons précitées, une approche législative plus fine est souhaitable. Il ne s'agit pas de réduire les exigences<sup>246</sup>, mais bien de les **adapter**. La diminution pure et simple du niveau de transparence n'est pas souhaitable pour les PME : elle leur épargnerait certes d'importants coûts, mais ferait fuir les investisseurs. Les opérateurs de MTF l'ont d'ailleurs bien compris (voyez à ce propos *supra* le n°24). Il s'agit de trouver un juste équilibre entre protection des investisseurs et transparence d'un côté -pour que les investisseurs aient confiance et investissent-, et viabilité économique de la cotation pour les petits émetteurs de l'autre.

Il faut donc repenser les exigences de transparence en vue non seulement de les rendre plus proportionnées pour les PME -tout en gardant un niveau de transparence élevé pour maintenir la confiance des investisseurs- mais aussi de d'accroître la qualité et l'utilité de l'information pour les investisseurs<sup>247</sup>(**adéquation des exigences** et de l'information - voyez *supra* n°81).

## *§2. Le prospectus d'admission<sup>248</sup>*

### *a) Définition, base légale et but du prospectus*

83. Si la cotation contraint les émetteurs à transmettre aux investisseurs de la documentation financière **durant la cotation** (information périodique), elle implique également la production et la publication d'un document particulier au **moment de la cotation** : le prospectus d'admission<sup>249</sup>.

Actuellement, c'est la Directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission des valeurs mobilières à la négociation ("**Directive prospectus**") qui décrit les hypothèses dans lesquelles un émetteur est soumis à l'obligation d'établir un prospectus, et qui en définit le contenu<sup>250</sup>.

Néanmoins, un nouveau règlement (ci-après, le « **Règlement prospectus** ») a été adopté par le Conseil le 16 mai 2017. Il est entré en vigueur le 20 juillet 2017, soit le vingtième jour suivant celui de sa publication. Toutefois, il faut attendre deux ans à compter de l'entrée en vigueur pour que la plupart des dispositions de ce nouveau règlement soient d'application. Cela signifie pratiquement que le Règlement Prospectus **ne sera pas effectif avant le 21 juillet 2019**<sup>251</sup>.

Le Règlement abroge et remplace la Directive, mais la disposition abrogatoire -l'article 41- fait partie des dispositions ne prenant effet que l'année prochaine. Pour l'heure, la matière reste régie par la Directive. La présente sous-section discute des problèmes posés par la Directive actuelle.

Les nouveautés prévues par le Règlement favorisent l'accès des PME aux marchés. C'est pour cette raison que nous les analysons dans la troisième partie (voyez *infra* n°116 et s.).

---

<sup>246</sup> Dans certains cas cependant, l'allègement est inévitable. On ne peut par exemple exiger d'une PME qu'elle produise un historique des comptes sur 3 ans alors que la société n'a que deux ans. De même, des exemptions sont prévues par le nouveau Règlement Prospectus et il est difficile d'envisager un autre mécanisme d'adaptation.

<sup>247</sup> I.K. NASSR, and G. WEHINGER, *op. cit.*, p. 69.

<sup>248</sup> Une grande partie du contenu de ce chapitre est rédigé sans aucune référence. Pour cause, nous nous basons sur nos connaissances, elle-même partiellement issues des cours de *Financial Market Regulations* et *Droit des produits financiers* dispensés à l'UCL respectivement par PHILIPPE LAMBRECHTS et MATHIEU DUPLAT

<sup>249</sup> Paris Europlace, *Financement en Dette des PME/ETI : Nouvelles Recommandations*- « Rapport Casanova », mars 2014, p.55.

<sup>250</sup> V. DEMEUR, « Révision de la Directive Prospectus : état des lieux et grandes lignes des nouvelles mesures envisagées », *Forum financier/ Droit bancaire et financier*, 2016/IV, Larcier, p. 401.

<sup>251</sup> M. DUPLAT et T. FLAMENT, « Le nouveau Règlement Prospectus et ses conséquences sur la loi du 16 juin 2006 », *Revue pratique des sociétés - Tijdschrift voor Rechtspersoon en Vennootschap (RPS-TRV)*, Novembre 2017, p. 806.

84. Le prospectus est la « porte d'accès » aux marchés de capitaux européens. Aux termes de l'article 5.1 de la Directive, il s'agit d'un document qui « *contient toutes les informations qui, compte tenu de la nature particulière de l'émetteur et des valeurs mobilières offertes au public ou admises à la négociation sur un marché réglementé, sont des informations nécessaires pour **permettre** aux investisseurs **d'évaluer en connaissance de cause** le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et des garants éventuels, ainsi que les droits attachés à ces valeurs mobilières. Ces informations sont présentées sous une forme facile à analyser et à comprendre<sup>252</sup> ».* En d'autres termes, le prospectus concentre toute une série d'informations qui doivent permettre à l'investisseur de prendre une décision d'investissement éclairée, en connaissance de cause<sup>253</sup>. En cela, le prospectus contribue à réduire l'asymétrie d'information, (voyez *supra* n°68 à 70) augmente la transparence, renforce la confiance des investisseurs et favorise l'investissement.

#### *b) Cas dans lesquels un prospectus doit être publié*

85. La directive oblige l'émetteur dont les titres sont admis sur un marché **réglementé** à publier un prospectus. Ce n'est pas le cas de nos PME ; elles émettent sur des marchés non-réglementés (MTF). Cependant, une offre publique de valeurs mobilières (actions et obligations) déclenche aussi l'obligation de publier un prospectus.

86. C'est donc le caractère public de l'offre qui contraint les PME émettrices d'actions et d'obligations (valeurs mobilières) cotés sur les MTF (marchés non réglementés) au prospectus. « *Une offre au public repose sur plusieurs éléments : (i) une communication et (ii) une information suffisante sur les conditions de l'offre et des valeurs mobilières concernées. Dès qu'une offre est faite à deux ou plusieurs personnes, elle devient publique. Le mode de communication de cette offre est sans pertinence : une offre vise tout moyen de communication, qu'elle soit communiquée de manière orale, électronique ou encore écrite. Certaines **offres ne constituent toutefois pas une offre au public en raison de leur objet ou de leurs destinataires**<sup>254</sup>». « C'est notamment le cas des offres :*

- *adressées uniquement aux investisseurs qualifiés (placement privé, voyez *supra* n°22 et 28 et *infra* n°130 et s.)*
- *adressées à moins de 150 personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés (institutionnels)*
- *dont le montant total est inférieur à 100.000 euros. Cette limite est calculée sur une période de douze mois<sup>255</sup>. »*

Les éléments précités sont les critères d'une offre publique et, *in fine*, de l'obligation de publier un prospectus. Ils déterminent si l'offre est publique ou non, si un prospectus doit être publié ou non.

---

<sup>252</sup> Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, art. 5 §1, *J.O.U.E.*, 31 décembre 2003, L 345/64.

<sup>253</sup> Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions : « Un plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux », COM (2015) 468 final, 30 septembre 2015, p. 15.

<sup>254</sup> M. DUPLAT et T. FLAMENT, *op. cit.*, p. 806.

<sup>255</sup> Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, art. 5 §1, *J.O.U.E.*, 31 décembre 2003, L 345/64.

Ces critères doivent être envisagés a *contrario* : si aucun d'entre eux n'est rempli l'offre est publique et l'émetteur est contraint au prospectus, et *vice versa*<sup>256</sup>.

**87.** Ces critères concernent la définition de l'offre publique, et non le champ d'application de la Directive Prospectus. Le champ d'application de la directive est déterminé à l'article 1 de la directive. Les offres dont le montant total, calculé sur une période de 12 mois, est égal ou supérieur à 5M€ (art. 1.2, h) sont exclues de ce champ d'application. Ainsi, de telles offres relèvent du droit national de chaque Etat membre, et non de la directive européenne. Cela signifie que « les *États membres sont libres de fixer, en deçà de ce seuil de 5M€ des règles nationales requérant la publication d'un prospectus.*<sup>257</sup> ».

En résumé, les offres supérieures à 5M€ sont sujettes à prospectus en vertu de la directive. Les offres entre 100.000 et 5M€ peuvent être soumises à l'obligation de prospectus, mais c'est à la discrétion des états. En dessous de 100.000€, aucun prospectus ne peut être exigé.

**88.** Notons que les émissions secondaires, c'est-à-dire celles réalisées par des entreprises déjà cotées, qui demandent l'admission d'actions nouvelles -en plus de celles déjà émises- se trouvent aussi soumises à l'exigence du prospectus. Pas moins de 70 % de l'ensemble des prospectus approuvés<sup>258</sup> au cours d'une année de référence donnée se rapportent à des émissions secondaires<sup>259</sup>.

#### *c) Critique des seuils prévus et de l'obligation de prospectus en cas d'émission secondaire*

**89.** Les seuils évoqués *supra* (n° 86 à 89) font l'objet de nombreuses critiques, à tel point que le législateur en a revu certains dans le nouveau règlement prospectus (voyez *infra* n°118).

Il y a premièrement le seuil de « *150 personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés*<sup>260</sup> » (Article 3, 2, b). Celui-ci, très bas par rapport à son équivalent américain<sup>261</sup>, a des effets collatéraux sur la liquidité des marchés de PME européens. En effet, les petits émetteurs, désireux de s'affranchir de l'obligation de prospectus, restreignent leurs offres et proposent leurs titres à un nombre très limité d'investisseurs non institutionnels (moins de 150). La plupart des PME entrent ainsi en bourse avec très peu d'actionnaires et cela nuit à la liquidité du marché<sup>262</sup>, déjà limitée au départ (voyez *supra* n°73 à 75). Certains acteurs du marché « *plaident pour un seuil de 300 personnes, voire de 500 personnes*<sup>263</sup>, lequel permettrait par ailleurs une augmentation des placements privés ainsi que le développement des activités de crowdfunding<sup>264</sup>».

**90.** Le seuil de 100.000€, qui correspond au montant en dessous duquel aucun prospectus ne peut être exigé par les états membres, est trop bas. Les montants levés par « nos » PME à l'occasion

<sup>256</sup> V. DEMEUR, *op. cit.*, p. 402.

<sup>257</sup> M. DUPLAT et T. FLAMENT, *op. cit.*, p. 813.

<sup>258</sup> Ces chiffres concernent les marchés réglementés en non réglementés.

<sup>259</sup> Proposition de règlement du Parlement et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, COM (2015) 583 final, 30 novembre 2015, p. 3.

<sup>260</sup> Article 3, 2, b

<sup>261</sup> Aux USA, le seuil en deçà duquel l'offre n'est pas sujette à prospectus était de 500 personnes. Récemment, le Jobs Act -qui concerne les EGC (voyez *supra* n° 8) - a rehaussé ce seuil à 2000 personnes, pour autant qu'il y n'y ait pas plus de 500 investisseurs accrédités (au sens des règles de la SEC) parmi-eux. Voyez à ce sujet le document "Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs", précité.

<sup>262</sup> I.K. NASSR, and G. WEHINGER, *op. cit.*, p.72

<sup>263</sup> IPO Task Force, *op. cit.*, p. 33.

<sup>264</sup> M. DUPLAT et T. FLAMENT, *op. cit.*, p. 813

d'émissions d'actions ou d'obligations ne sont jamais aussi bas (voyez *supra* n°12). Un tel seuil ne bénéficie tout simplement pas à « nos » PME, et c'est regrettable. Au mieux, elle dispense les entrepreneurs recourant à *l'equity* ou au *debt crowdfunding* pour lever de très petites sommes.

**91.** Le seuil de 5M€, en dessous duquel les états peuvent affranchir les émetteurs du prospectus, est aussi considéré comme trop bas. L'augmentation du seuil jusqu'à 20M€ a même déjà été discuté<sup>265</sup>. La Commission européenne, plus modérée, propose un seuil de 10M€. Quoi qu'il en soit, la décision d'affranchir les entreprises de prospectus en dessous de ce seuil appartient aux Etats-membres. Un éventuel rehaussement du seuil « d'exemption national maximal » peut être positif, mais il n'est pas dit qu'il change l'attitude peu libérale de certains états qui prévoient l'exigence d'un prospectus pour les offres inférieures à 5M€ alors même qu'ils n'en sont pas tenus par la directive (voyez *supra* n°87).

**92.** Enfin, conditionner les émissions secondaires à la production d'un nouveau prospectus nous semble inutilement handicapant pour les émetteurs, surtout que de telles émissions sont très fréquentes (voyez *supra* n°88). En effet, il apparaît que « *l'information relative aux émetteurs déjà cotés est disponible « dans le domaine public », c'est pourquoi l'exigence du prospectus en cas d'émission secondaire « est perçue par les acteurs de marché comme coûteuse, inutile et n'offrant d'avantages ni aux émetteurs, ni aux investisseurs*<sup>266</sup>».

#### *d) Un document lourd et coûteux à produire*

**93.** La confection d'un prospectus est coûteuse, longue et s'accompagne d'une lourde procédure administrative d'approbation auprès de l'autorité de marché.

Avant d'être économique, la barrière que représente le prospectus est cognitive. La PME et les membres qui la composent n'ont souvent qu'une connaissance rudimentaire du marché et de ses exigences. *A fortiori*, la probabilité que l'un ou plusieurs d'entre eux disposent des compétences financières et juridiques suffisantes à la préparation d'un document aussi technique que le prospectus est infime (voyez *supra* n°53).

**94.** Cette barrière cognitive devient économique dès le moment où la PME s'entoure des professionnels qui vont l'assister dans la préparation du document. Ceux-ci sont nécessairement des juristes de pointe, dotés d'une expertise particulière en droit financier. Pour cause, le prospectus doit être parfaitement rédigé. Cette exigence de qualité s'explique pour trois raisons. Tout d'abord, le prospectus est le premier document que les investisseurs consultent lorsqu'ils envisagent l'investissement ; il est un des premiers aperçus qu'ils ont de la société. Un prospectus mal conçu traduit un manque de sérieux, qui peut dissuader les investisseurs. Deuxièmement et plus fondamentalement, si les choses tournent au vinaigre, que le titre perd toute sa valeur, il est possible que les actionnaires poursuivent l'émetteur en vue d'obtenir réparation du préjudice financier. Dans un tel cas, la responsabilité de l'émetteur peut être engagée si le prospectus ne respecte pas le prescrit légal, contient des erreurs, de fausses informations ou des engagements qui n'ont pas été tenus. Ceci

---

<sup>265</sup> IPO Task Force, *Ibidem*, p. 33.

<sup>266</sup> I.K. NASSR, and G. WEHINGER, *op. cit.*, p. 70.

explique le recours nécessaire à des juristes chevronnés, capables d'attirer l'investisseur tout en rédigeant le prospectus d'une manière telle que l'émetteur ne puisse être ultérieurement inquiété.

96. Recourir aux spécialistes coûte cher à la PME, d'autant qu'ils doivent être sollicités durant un long moment, car les prospectus sont des documents très compliqués et longs de plusieurs centaines de pages, et que la collecte d'informations au sein d'une PME insuffisamment institutionnalisée, que les juristes ne connaissent pas de l'intérieur, peut prendre un certain temps.

La procédure d'approbation auprès de l'autorité de marché alourdit encore un peu plus l'ensemble du processus, à cause des délais d'attente qui l'accompagnent, et de l'éventualité d'un refus de l'autorité.

97. En bref, l'élaboration du prospectus est très onéreuse. Les coûts qu'il génère sont :

- **disproportionnés** par rapport aux émissions de petites tailles réalisés par les PME (voyez *supra* n°80) ;
- **fixes** car la plupart des PME, contrairement aux gros émetteurs, n'ont jamais émis auparavant, ne sont pas « institutionnalisées », ne disposent pas de départements juridiques et financiers spécialisés, etc. Elles démarrent donc « de zéro » ;
- **dissuasifs** pour les PME car le prospectus est un obstacle économique entravant l'accès au marché.

Ces coûts excessifs, qui sont la résultante de l'approche législative « *one size fits all* », sont chiffrés *infra* au n°106.

### §3. La réglementation relative aux abus de marché

97. Le terme d'abus de marché recouvre trois notions : le délit d'initié, la divulgation illicite d'informations privilégiées et les manipulations de marché<sup>267</sup>. Ces comportements sont interdits par le droit financier européen parce qu'ils ruinent la confiance du public dans les marchés et plombent l'investissement. L'idée est la suivante : si certaines personnes dites « initiées » (ex : un CFO, les membres de sa famille, un investisseur contacté avant l'émission), détiennent des informations financières privilégiées susceptibles d'influencer le cours du titre (ex : une OPA ou une fusion va être opérée, une émission majeure va être réalisée), en font usage et en tirent parti, les autres investisseurs, pour qui l'information n'est pas disponible, s'estimeront lésés et floués. Or, « *la confiance du public en ces marchés est un préalable indispensable à leur attractivité et leur prospérité*<sup>268</sup> ». En outre, les abus de marché « *empêchent une transparence intégrale et adéquate sur le marché*<sup>269</sup> », alors que celle-ci conditionne toute négociation de marché. En bref, les abus de marché nuisent à l'intégrité du marché et doivent être sanctionnés.

<sup>267</sup> L. LEGEIN, « Le nouveau Règlement Abus de Marché et ses conséquences pour les sociétés cotées belges », *Revue pratique des sociétés - Tijdschrift voor Rechtspersoon en Vennootschap (RPS-TRV)*, 2016, p. 480.

<sup>268</sup> Règlement n° 596/ 2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive n°2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, considérant 7, *J.O.U.E*, 12 juin 2014, L 173/1.

<sup>269</sup> Règlement n° 596/ 2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive n°2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, considérant 2, *J.O.U.E*, 12 juin 2014, L 173/1.

98. La matière était précédemment régie par la Directive 2003/6 (*Market Abuse Directive*). Le texte a été abrogé et remplacé par le Règlement 596/2014 sur les abus de marché (dit le Règlement 'MAR' pour *Market Abuse Regulation*)<sup>270</sup>. Ce dernier est entré complètement en application le 3 juillet 2016. Ses dispositions sont ainsi pleinement effectives, contrairement à celles du Règlement Prospectus (*supra*, n°83).

99. La grande nouveauté du règlement, c'est l'**extension de son champ d'application aux marchés non-réglementés**, (MTF) qui jusqu'ici n'y étaient pas soumis<sup>271</sup>, ce qui leur conférait un « avantage réglementaire concurrentiel » vis-à-vis des marchés réglementés. La différence de traitement réglementaire entre les deux plateformes tend donc à s'estomper<sup>272</sup>. Le législateur justifie cette extension du champ d'application par la nécessité « *d'améliorer la protection des investisseurs, de préserver l'intégrité et la transparence* » des marchés non-réglementés (MTF) « *sur lesquels la négociation d'instruments financiers a pris de plus en plus d'importance*<sup>273</sup> ». L'intention est louable, mais non sans conséquences. Si une telle extension renforce l'attractivité des MTF -plus transparents- du point de vue des investisseurs, elle les rend significativement plus exigeants et moins attirants pour les PME. CHRISTOPH KUMPAN souligne à cet effet que la Commission européenne, consciente que l'extension des règles aux MTF était de nature à faire fuir ou à dissuader les PME d'y entrer, aurait écarté certaines dispositions du projet de Règlement Prospectus, défavorables aux PME, en vue de rééquilibrer la balance<sup>274</sup>.

100. Si le règlement dissuade autant les PME, c'est qu'il est un acte législatif « passe partout<sup>275</sup> » (*one size fits all*) : la quasi-totalité de ses exigences « *s'appliquent de la même manière à tous les émetteurs, indépendamment de leur taille ou des plates-formes sur lesquelles leurs instruments financiers sont admis à la négociation*<sup>276</sup> ». Outre que leur **pertinence** vis-à-vis des PME est parfois **contestable**, (*supra* n°81 -inadéquation de la règle vis-à-vis des petits destinataires) de telles exigences -taillées pour les grands émetteurs- génèrent des coûts pour les PME. Ces coûts sont liés au suivi des informations en leur possession, à la consultation d'un conseil juridique sur la nécessité de publier ces informations (s'agit-il d'informations privilégiées ou non ?) et le moment où cette publication doit intervenir, ainsi qu'à la publication elle-même<sup>277</sup>. Encore une fois, de tels **coûts** sont **disproportionnés** par rapport à la taille des PME et à leur infrastructure (voyez *supra* n°80). Très peu d'adaptations sont prévues pour les émetteurs cotés sur les marchés de croissance des PME (nous

---

<sup>270</sup> L. LEGEIN, *op. cit.*, p. 480.

<sup>271</sup> Cette affirmation mérite d'être nuancée. Certains pays, comme la France, soumettaient déjà les émetteurs actifs sur les MTF à des obligations analogues à celles prévues dans la Directive. Ainsi, la loi française du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires avait étendu l'interdiction de commettre un abus de marché aux instruments négociés sur les MTF. Voyez à cet effet le site de l'AMF (Autorité des marchés en France) : [https://www.amf-france.org/Reglementation/Dossiers-thematiques/Marches/Abus-de-marche/l-europe-renforce-son-dispositif-anti-abus-de-marche#titre\\_paragraph\\_1](https://www.amf-france.org/Reglementation/Dossiers-thematiques/Marches/Abus-de-marche/l-europe-renforce-son-dispositif-anti-abus-de-marche#titre_paragraph_1)

<sup>272</sup> C. KUMPAN, "Market-based financing in the Capital Markets Union: The European Commission's Proposals to Foster Financial Innovation in the EU", *ECFR*, 2017, p. 362.

<sup>273</sup> Règlement n° 596/ 2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive n°2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, considérant 8, *J.O.U.E.*, 12 juin 2014, L 173/1.

<sup>274</sup> C. KUMPAN, *op. cit.*, p. 362.

<sup>275</sup> Au même titre que la réglementation Prospectus.

<sup>276</sup> Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement n° 596/2014 et le règlement (UE) 2017/1129 en ce qui concerne la promotion du recours aux marchés de croissance des PME, COM (2018) 331 final, 24 mai 2018, p.3.

<sup>277</sup> *Ibidem*, p. 11

revenons sur ces nouvelles infrastructures spécialement dédiées aux PME *infra* au n°.110 à 115. Le règlement n'en prévoit que deux, très limitées. « *La première autorise les plates-formes de négociation exploitant un marché de croissance des PME à publier des informations privilégiées sur leur site internet (au lieu du site internet de l'émetteur). La seconde permet aux émetteurs cotés sur les marchés de croissance des PME de ne produire de listes d'initiés qu'à la demande d'une autorité nationale compétente (ANC). Cependant, l'effet de cet assouplissement est limité, puisque les entreprises restent tenues de recueillir et de conserver toutes les informations nécessaires pour pouvoir produire des listes d'initiés sur demande* <sup>278</sup>».

**101.** Nous ne passons pas en revue toutes les obligations prévues par le règlement. Cependant, certaines méritent d'être mentionnées, parce qu'elles ont été spécialement dénoncées et « *jugées trop lourdes et dissuasives pour les PME qui envisagent une cotation en bourse*<sup>279</sup> » par les entreprises ayant participé à la « consultation publique sur la création d'un environnement réglementaire proportionné pour faciliter l'entrée en bourse des PME », lancée par la Commission le 18 décembre 2017.

**102**<sup>280</sup>. Ainsi, les entreprises participantes considèrent que « *le régime applicable aux transactions effectuées par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes*<sup>281</sup> est très lourd et coûteux ». Elles plaident en faveur « *d'une extension du délai de notification des transactions, d'un relèvement du seuil au-delà duquel les transactions doivent être notifiées et du transfert à leur autorité nationale compétente de la responsabilité en matière de divulgation publique des opérations concernées* ». Aussi, les entreprises estiment, à l'égard **des listes d'initiés**<sup>282</sup>, « *que cette exigence est onéreuse et fastidieuse, mais néanmoins nécessaire* ». Dans l'ensemble, elles privilégient « *l'obligation de ne tenir qu'une liste d'initiés permanents* ». En outre, « *la définition des informations privilégiées*<sup>283</sup> est considérée comme trop complexe et susceptible d'entraîner un risque de divulgation prématurée d'informations par les émetteurs cotés ». Enfin, « *une nette majorité des parties prenantes étaient favorables à l'idée d'exempter le placement privé d'obligations sur des*

---

<sup>278</sup> *Ibidem*, p.3

<sup>279</sup> *Ibidem*, p. 11.

<sup>280</sup> **Les réponses à la consultation, reprises dans ce paragraphe en italique et introduites par des guillemets, sont toutes issues du document suivant** : Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement n° 596/2014 et le règlement (UE) 2017/1129 en ce qui concerne la promotion du recours aux marchés de croissance des PME, COM (2018) 331 final, 24 mai 2018, p.10.

<sup>281</sup> « *Les émetteurs cotés doivent naturellement veiller à ce que les interdictions et obligations prévues par le règlement en matière d'opérations sur les instruments financiers de la société (ou les instruments liés à ceux-ci), soient respectées par les dirigeants de l'entreprise. A cet effet, la réglementation prévoit, en ce qui concerne les opérations sur titres par des dirigeants de l'émetteur, une obligation de notification. Cette obligation de notification vise toute transaction effectuée par une personne exerçant des responsabilités dirigeantes ou une personne étroitement liée à elle (son conjoint par exemple), effectuée pour leur compte propre et se rapportant aux actions ou - c'est une nouveauté- aux titres de créance de l'émetteur concerné* ». Voyez L. LEGEIN, *op. cit.*, p. 506-509.

<sup>282</sup> « *Les émetteurs doivent, en vertu de l'article 18 du règlement, établir et tenir à jour une liste d'initiés, et la communiquer à la FSMA dès que possible à la demande de celle-ci. Cette obligation, qui existait déjà dans son principe sous l'ancien droit, constitue une mesure préventive visant à faciliter à la fois les travaux d'investigation des régulateurs enquêtant sur de possibles abus de marché et la gestion par les émetteurs de leurs obligations en matière de confidentialité. Les listes ont sans doute en outre une forme de vertu dissuasive. Les initiés permanents sont des personnes ayant accès en permanence à l'ensemble des informations privilégiées. Les initiés potentiels sont les personnes pouvant avoir accès à de l'information privilégiée. Tant les premiers que les seconds doivent figurer dans la liste* ». Voyez L. LEGEIN, *op. cit.*, p. 501-503.

<sup>283</sup> « *Le concept d'information privilégiée est absolument central dans le dispositif réglementaire. Il est, d'une part, la base du régime d'interdiction des opérations d'initiés : une personne en possession d'une information privilégiée ne peut ni l'utiliser pour effectuer des opérations sur titres, ni, en règle, la communiquer à des tiers. Il fonde, d'autre part, l'obligation d'information des émetteurs, qui doivent rendre publiques sans délai les informations privilégiées les concernant* ». Voyez L. LEGEIN, *op. cit.*, p. 484.

marchés de croissance des PME des **règles relatives aux sondages de marché**<sup>284</sup>, lorsque des investisseurs participent à la négociation de l'émission ».

#### Section 4. Emettre ou ne pas émettre : la nécessité d'une analyse coût-bénéfice

**103.** Cette dernière section, plus brève que les précédentes, opère une synthèse de tous les coûts mentionnés dans ce deuxième chapitre (n°51 à 102) et liés à la cotation. Le but est de rendre compte du coût économique global supporté par la PME lorsqu'elle émet sur un marché. Nous énumérons chacun de ces coûts (§1) Nous chiffrons ensuite ceux-ci (§2) et concluons (§3).

##### §1. Synthèse des coûts liés à la cotation

**104.** Les coûts supportés par la PME **avant et moment de sa cotation** sont les suivants :

- Les **coûts nécessaires à l'institutionnalisation de la PME** (voyez *supra* n°53). La cotation en bourse contraint l'entreprise à se transformer structurellement. Le management, la stratégie commerciale, la communication, la structure de gouvernance, doivent être adaptés. Une cellule dédiée aux relations avec les investisseurs, un département juridique doivent être créés. Il est aussi souhaitable que le système **comptable soit transformé** (voyez *supra* n°63) et le *reporting* financier opérationnalisé. Corrélativement à toutes ces exigences, le personnel ancien doit être formé et du personnel spécialisé doit être embauché (experts comptables, *compliance officers*, experts en communication, ...) ;
- Les **coûts imputables au processus d'introduction en bourse** sont également très importants. Ce processus implique en effet plusieurs participants (banques d'investissement, investisseurs, avocats, conseillers, comptables) et ce durant une période comprise entre trois et six mois. La société nomme des conseillers clés qui « *l'aident à bâtir une étude de cas à présenter aux investisseurs et intégrée au prospectus/mémorandum de placement*<sup>285</sup> ». Ces conseillers clés accompagnent et assistent la société durant tout le processus. Ensuite, une due diligence juridique est instruite par la société pour éclairer les investisseurs quant à la situation juridique de l'entreprise (ex : risque-t-elle de perdre un procès en cours ? Son produit phare est-il breveté ?) Des conseillers juridiques doivent ainsi être consultés. « *Pour rassurer les investisseurs quant à la bonne conduite des activités de l'entreprise et de l'exactitude des comptes*<sup>286</sup> », une étude de due diligence financière de l'activité est menée par des experts comptables. A cette occasion, la société est entièrement auditée. En outre, des commissions sont prélevées par les banques d'investissement, chargées de placer les titres auprès des investisseurs, peuvent être élevés. Enfin, certains frais de marketing doivent être consentis (roadshow, ...) <sup>287</sup> ;

---

<sup>284</sup> « Le règlement définit le **sondage de marché** comme la communication d'informations à un ou plusieurs investisseurs potentiels, avant l'annonce d'une transaction, afin d'évaluer leur intérêt pour une transaction éventuelle et ses conditions (notamment de prix ou de volume), que cette communication soit faite par un émetteur, par un cessionnaire potentiel d'un bloc important de titres existants), ou par un acteur de marché agissant en leur nom et pour leur compte. Pour ne pas être qualifié de divulgation illicite d'information privilégiées, le sondage de marché doit strictement respecter une série de conditions, reprises à l'article 11 du règlement ». Voyez L. LEGEIN, *op. cit.*, p. 491-492.

<sup>285</sup> AFME, *Lever des fonds pour les petites et moyennes entreprises en Europe : Guide pratique du financement bancaire, obligatoire et par actions*, Septembre 2015, p.25.

<sup>286</sup> *Ibidem*, p. 25.

<sup>287</sup> *Ibidem*, p. 25.

- Les **coûts liés à l'élaboration du prospectus**. La préparation d'un tel document est onéreuse car elle mobilise des juristes très spécialisés durant un long moment (voyez *supra* n°96) ;
- **Les frais d'inscription à la cote** (frais d'admission), uniques et dus à l'opérateur du MTF au moment de l'IPO (voyez *supra* n°25) ;
- Les coûts associés à **l'obtention d'un rating** auprès d'une agence de notation. Seuls les émetteurs d'obligations sont concernés (*supra* n°62) .

**105.** La PME est aussi soumise à des coûts **durant la cotation**, les principaux sont :

- Les **frais de maintien de l'inscription à la cote**, dus à l'opérateur du MTF. Ils prennent la forme d'un abonnement annuel (*supra* n°25) ;
- Les **coûts induits par le reporting financier** (*supra* n°59). La préparation et la diffusion de l'information financière périodique et permanente nécessitent qu'une cellule spécialisée (composée de juristes et de comptables) soit mise sur pied. Ces rapports financiers doivent en plus être audités ;
- Les coûts de **mise en conformité avec le nouveau règlement sur les abus de marché** (voyez *supra* n°99-102). Les transactions des dirigeants doivent être notifiées, les informations privilégiées doivent être diffusées (ce qui implique un questionnement préalable quant au caractère privilégié de l'information), une liste d'initiés permanents et potentiels doit être tenue, etc... ;
- Les coûts associés **au maintien du rating durant la durée de vie du produit obligataire**. Plus haut, (n°104) il était question de l'obtention du rating au moment de l'émission ;
- Tous les **coûts liés au fonctionnement des départements ou dispositifs** créés lors de l'entrée en bourse (voyez *supra* n°104).

## *§2. Approche chiffrée*

**106.** Selon les estimations du rapport de la task-force de l'UE<sup>288</sup> sur les introductions en bourse, les coûts liés à l'émission s'élèvent à :

- 10 à 15% du montant levé pour les émissions d'un montant inférieur à 6M€ ;
- 6 à 10% pour les émissions d'un montant inférieur à 50M€ ;
- 5 à 8% pour les émissions dont le montant est compris entre 50 et 100M€ ;
- 3 à 7,5% pour les émissions dont le montant est supérieur à 100M€.

Le même rapport estime qu'il y a 20 ans<sup>289</sup>, le coût d'une émission ne dépassait pas 2-2,5% du montant levé. Le document n'expose par les raisons d'une telle augmentation. Nous formulons l'hypothèse qu'elle est due, en partie, à l'inflation de la législation financière européenne qui a suivi les crises de 2001 et de 2008 (directive transparence, abus de marché, prospectus, MIFID, ...).

Les chiffres repris plus haut n'incluent que les coûts strictement liés à l'émission (prospectus, conseillers juridiques, comptabilité, commission des banques d'investissement, notation, audit, frais

<sup>288</sup> EU IPO Report, *op. cit.* p. 30.

<sup>289</sup> Le rapport date de 2015, il faut donc se replacer au milieu des années nonante.

d'admissions). Les coûts liés à la réorganisation structurelle et au respect des exigences du marché durant la cotation (*reporting*, abus de marché, ...) ne sont pas couverts par ces pourcentages, alors qu'ils sont très conséquents, peut-être même supérieurs à ceux strictement liés à l'introduction en bourse.

**107.** Ces chiffres montrent que le coût d'une émission est inversement proportionnel à la taille de celle-ci : plus l'émission est petite, plus elle coûte cher. Cela revient à dire : plus l'émetteur est petit, plus ça lui coûte cher d'émettre. Parallèlement, plus les sommes levées sont importantes, moins cela coûte à l'émetteur.

Même si les montants levés par les PME émettrices d'obligation peuvent être conséquents, les émissions réalisées par « nos » PME sont, en règle générale, modestes (voyez *supra* n° 12 et 18). Beaucoup sont inférieures à 6M€, certaines sont supérieures mais aucune ou presque ne dépasse 50M€. Cela signifie que le coût supporté par nos PME lorsqu'elle émettent est significatif (10 à 15% de l'émission ou 6 à 10% selon les cas), en tout cas bien supérieur à celui auquel les plus grands émetteurs sont soumis. Ce phénomène nous semble lié à l'inadaptation structurelle des PME aux marchés (n°53). Elles démarrent de « zéro » : elles ne connaissent pas les marchés, manquent d'employés spécialisés, doivent être abondamment conseillés, entourés par des consultants. Elles font ainsi face à d'importants coûts fixes, auxquels les grands émetteurs, institutionnalisés, sont moins sévèrement exposés.

**108.** La PME qui souhaite être cotée doit procéder au préalable à une analyse coût-bénéfice. Les coûts induits par la cotation n'excèdent-ils pas les avantages liés à celle-ci (voyez *supra* n°34 à 41) ? Le jeu en vaut-il la chandelle ? Est-il raisonnable de payer 10 à 15% du montant de l'émission, juste pour émettre ? N'y a-t-il pas un mode de financement moins onéreux ? Les bénéfices d'une cotation boursière valent-ils la peine au point de réorganiser structurellement toute l'entreprise et de devoir se plier à des exigences de transparence très contraignantes durant la cotation<sup>290</sup> ? Tous ces éléments doivent être balancés et analysés par l'entrepreneur et son équipe, avant de lancer la PME dans ce long et coûteux processus de cotation. Malheureusement, beaucoup d'auteurs remarquent et regrettent qu'à l'heure actuelle, pour de nombreuses PME, les coûts d'admission (et les frais ultérieurs liés à la cotation) l'emportent sur les avantages d'une introduction en bourse.

---

<sup>290</sup> Les coûts liés à la restructuration et à la compliance (*reporting* financier et mise en conformité vis-vis-à-vis du Règlement Abus de Marché durant la cotation) ne sont pas compris dans le « pourcentage de 10-15% » et s'ajoutent aux coûts compris dans celui-ci, c'est-à-dire à ceux strictement liés à l'émission. Voyez *supra* n°106.

## Troisième partie : Réformes et innovations favorisant l'accès des PME aux marchés financiers

**109.** La troisième partie, plus brève que les précédentes, est introduite *supra* au n° 6. Globalement, elle identifie les réponses, législatives ou non, apportées aux problèmes constatés dans la deuxième partie.

Les mesures de correction adoptées par le législateur européen sont premièrement envisagées (chapitre 1). Nous parcourons ensuite quelques-unes des initiatives - les plus marquantes à notre sens - prises par les opérateurs des marchés européens (chapitre 2).

### Chapitre 1. Réponses du législateur européen : des solutions réglementaires apportées aux obstacles entravant l'accès des PME aux marchés financiers

#### Section 1. MIFID II et l'avènement des marchés de croissance de PME

**110.** La directive 2014/65 concernant les marchés d'instruments financiers, plus connue sous le nom de MIFID II, est d'application depuis janvier 2017 et introduit les marchés de croissance de PME (*SME Growth Markets*). Il s'agit d'une nouvelle sous-catégorie de MTF. En effet, seuls les marchés non-réglés peuvent être « labellisés » marchés de croissance de PME. Pour être enregistrés comme tel, « 50 % au moins des émetteurs dont les instruments financiers sont négociés sur ce marché non réglementé doivent être des PME, lesquelles sont définies<sup>291</sup> par la directive MIFID II comme des sociétés dont la capitalisation boursière moyenne a été inférieure à 200 millions d'EUR sur la base des cotations de fin d'exercice au cours des trois dernières années civiles<sup>292</sup> ». L'ESMA (*European Securities and Market Authority*) critique cette dernière définition, parce qu'elle exclut les PME âgées de moins de 3 ans<sup>293</sup> et ne permet pas la prise en compte de celles-ci dans le calcul du dépassement du « seuil des 50% de PME ». En conséquence, le MTF désireux de s'enregistrer comme marché de croissance ne peut compter sur la présence de PME âgées de moins de 3 ans pour remplir la condition d'éligibilité précitée, et c'est une aberration<sup>294</sup>.

**111.** L'objectif poursuivi par la création de cette nouvelle catégorie de marchés est double. Il s'agit premièrement de « faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux<sup>295</sup> » en leur offrant une infrastructure -le marché de croissance de PME- qui leur est spécialement dédiée et au sein de laquelle elles seraient soumises à des exigences réglementaires allégées et taillées à leur

<sup>291</sup> Cette définition de la PME est propre à MIFID II et s'y limite. La notion européenne générale de PME est différente et se trouve définie dans la Recommandation 2003/361 de la Commission du 6 mai 2003 concernant la définition des micros, petites et moyennes entreprises, art. 2 (de l'Annexe), *J.O.U.E* du 20 mai 2003. Voyez *supra* n° 7 à 9.

<sup>292</sup> Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement n° 596/2014 et le règlement (UE) 2017/1129 en ce qui concerne la promotion du recours aux marchés de croissance des PME, COM (2018) 331 final, 24 mai 2018, p.2.

<sup>293</sup> Elles sont exclues car elles n'ont pas un historique de comptes inférieur à 3 ans.

<sup>294</sup> I.K. NASSR, and G. WEHINGER, *op. cit.*, p. 66.

<sup>295</sup> Directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, considérant 132, *J.O.U.E*, 12 juin 2014, L 173/9

profil. Il s'agit dans le même temps d'améliorer la visibilité et l'attractivité des MTF actuels sur lesquels sont cotées des PME, en leur offrant la possibilité d'être « labellisés » et de se trouver ainsi soumis à un corps de règle allégé et commun à tous les marchés de croissance<sup>296</sup>. Le pari du législateur est qu'un MTF doté d'un label européen de qualité et régi par des règles allégées mais uniformes serait plus visible, attirerait plus d'investisseurs et gagnerait en liquidité.

**112.** Nous regrettons *supra* au n°8 l'absence en droit européen d'une catégorie d'entreprises (telle que celle des *Emerging Growth Companies* aux USA) à laquelle la législation pourrait spécialement s'adresser et s'adapter. Nous remarquons qu'à cette carence conceptuelle était corrélée une tendance à soumettre toutes les entreprises cotées aux mêmes règles, indépendamment de leur profil (*supra*, n°8 et 79 à 82).

Conscient du problème, le législateur européen adopte MIFID II. Mais plutôt que de consacrer une nouvelle catégorie d'entreprises -pour laquelle des règles différentes seraient prévues- il crée une nouvelle catégorie de marché. Il s'engage en outre à « *légiférer à l'avenir en vue de promouvoir le recours à ces marchés et d'y d'alléger les contraintes administratives*<sup>297</sup> ».

En créant cette nouvelle infrastructure, le législateur veut encourager l'adoption future de législations adaptées aux PME et parallèlement éviter de les soumettre à nouveau à des règles « passe-partout », indistinctement applicables à toutes les entreprises cotées. MIFID II est donc une réponse au phénomène de « *one size fits all* », prégnant dans les directives précédentes.

**113.** Toutefois, même si la nouveauté introduite par MIFID II est louable, le législateur s'est limité à créer un cadre, **une infrastructure juridique, destinée à bénéficier de futurs allègements réglementaires**, sans que la directive n'en prévoise elle-même. De façon imagée, nous pourrions dire que MIFID II a dressé une cible, (marchés de croissance des PME) il faut maintenant que l'archer (le législateur) daigne la cribler de flèches (prévoit des allègements).

A l'heure actuelle, plusieurs actes, propositions ou projets de l'UE « exploitent » ces nouvelles plateformes (elles n'existent que depuis début 2017) et prévoient des allègements spécifiques pour celles-ci. Nous relevons les trois plus importants :

1°) Le Règlement Prospectus introduit un « **régime d'information simplifié** » en cas **d'émission secondaire** (voir *infra* n°121). La possibilité de bénéficier de ce prospectus allégé est réservé aux émetteurs actifs sur les marchés règlementés, mais aussi et surtout à ceux admis sur les marchés de croissance des PME. Cette nouveauté renforce l'attractivité des marchés de croissance de PME par rapport aux simples MTF, « non-labellisés marchés de croissances », pour lesquels ce « **prospectus simplifié** » en cas d'émission secondaire n'est pas prévu. En plus de jouir d'un régime d'information simplifié, les émetteurs admis sur les marchés de croissance bénéficieront du nouveau **prospectus de croissance** (voyez *infra* n°120), simplifié et moins coûteux que le prospectus normal. Néanmoins, ce nouveau « **régime d'information proportionné** » n'est pas réservé aux émetteurs admis sur les

<sup>296</sup> I.K. NASSR, and G. WEHINGER, *op. cit.*, p. 66.

<sup>297</sup> Directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, considérant 132, *J.O.U.E.*, 12 juin 2014, L 173/9

marchés de croissance, il concerne toutes les PME, peu importe le type de plateforme sur lesquelles elles sont cotées ;

2°) Une très récente proposition de la Commission européenne<sup>298</sup> (mai 2018) vise à amender le Règlement Abus de Marché (voyez *infra* aux n°122-124) Les modifications prévues sont de nature à alléger les lourdes exigences pesant sur les PME. Seuls les marchés de croissance des PME sont concernés par les nouveaux allègements, de telle sorte qu'un émetteur admis sur un MTF normal n'en bénéficiera pas. Cet amendement du Règlement Abus de Marché, spécialement en faveur des marchés de croissance, nous paraît être l'allègement le plus significatif qui ait été prévu jusqu'à présent pour ces plateformes ;

3°) Sans que cela ait pris la forme d'acte ou une proposition législative, la Commission européenne, consciente de la difficulté et des coûts générés par un passage aux normes comptables IFRS (voyez *supra* n°63), a confié à l'IASB<sup>299</sup> la mission « *d'étudier la possibilité d'une solution comptable sur mesure, et d'adoption volontaire, que les entreprises admises sur les marchés de croissance des PME pourraient utiliser*<sup>300</sup> ». Le projet est toujours en chantier. La Commission a d'ailleurs relancé l'IASB à ce sujet dans le cadre de son « examen à mi-parcours du plan d'action concernant l'union des marchés de capitaux<sup>301</sup> ».

**114.** Ces trois initiatives sont bénéfiques, tant pour les marchés de croissance, dont l'attractivité est renforcée, que pour les PME présentes sur ces marchés, au vu des problèmes que ces réformes tentent de solutionner (lourdeur du prospectus et des exigences du Règlement Abus de Marché, difficultés de transformer le système comptable en IFRS). Néanmoins, le prospectus de croissance est le seul des trois allègements actuellement en vigueur. Et c'est insuffisant. Si les nouveaux marchés ont jusqu'ici « *attiré peu d'émetteurs, c'est qu'ils n'y trouvent pas d'allègements significatifs par rapport aux autres types de plates-formes*<sup>302</sup> ». C'est à tel point « *qu'aujourd'hui, sur les 40 systèmes multilatéraux de négociation (MTF) spécialisés dans les PME présents au sein de l'Union européenne, seuls 3 sont enregistrés en tant que marchés de croissance des PME*<sup>303</sup> ». Nous pensons que la future modification du Règlement Abus de Marché (voyez *supra* n°113 et *infra* n°122-124) en faveur des émetteurs présents sur ces marchés peut changer la donne.

Dans tous les cas, « *d'avantage d'efforts doivent être déployés en matière de réglementation pour faire en sorte que les PME puissent tirer pleinement parti de l'accès aux marchés de croissance des PME. Dans une résolution adoptée le 19 janvier 2016, le Parlement européen a même invité la*

---

<sup>298</sup> Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement n° 596/2014 et le règlement (UE) 2017/1129 en ce qui concerne la promotion du recours aux marchés de croissance des PME, COM (2018) 331 final, 24 mai 2018, p.3.

<sup>299</sup> *International Accounting Standards Board*

<sup>300</sup> Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions : « Un plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux », COM (2015) 468 final, 30 septembre 2015, p. 16.

<sup>301</sup> Communication de la Commission, *Ibidem*, p. 16.

<sup>302</sup> R. FERRÈRE, « La nouvelle initiative de Bruxelles pour faciliter le financement des PME sur les marchés », Option Finance, 11 juin 2018, <http://www.lexplicité.fr/la-nouvelle-initiative-de-bruxelles-pour-faciliter-le-financement-des-pme-sur-les-marchés/>

<sup>303</sup> R. FERRÈRE, *Ibidem*.

Commission et les États membres à « exploiter véritablement la catégorie du marché de croissance des PME » dans les futurs règlements applicables aux services financiers<sup>304</sup> ».

**115.** Nous refermons le chapitre relatif à MIFID II en évoquant une des seules règles concrètes qu'il prévoit quant au fonctionnement des marchés de croissance de PME. « L'article 49, lu en combinaison avec l'article 18, §5, exige que les plateformes de négociation (y compris les marchés de croissance des PME) adoptent des pas de cotation minimaux<sup>305</sup> ». Le pas de cotation s'entend de « l'augmentation minimale selon laquelle un titre peut être échangé<sup>306</sup> ». Pour faire court, le pas de cotation correspond à la commission prélevée par le broker (courtier), c'est-à-dire l'intermédiaire. Nous mentionnions (*supra* au n°56) que le désintérêt des intermédiaires pour les titres des PME résulte en partie de trop faibles pas de cotation, qui rendent la transaction économiquement inintéressante pour l'intermédiaire. Nous remarquons aussi qu'un tel désintérêt érode l'écosystème de marché, prive les PME de visibilité -leurs titres étant insuffisamment proposés aux investisseurs- et affecte la liquidité du marché. L'adoption d'un régime de pas de cotation minimum pour les marchés de croissance (et pour les autres types de marchés) est une réponse à ces problèmes. Les marchés de croissance des PME peuvent en outre « décider d'établir des tailles de pas de cotation plus grande que celles spécifiées dans MIFID II<sup>307</sup> ».

## Section 2 : Le Règlement Prospectus

### §1. Du choix d'opter pour un règlement et des objectifs de la réforme

**116.** Le Règlement Prospectus remplace et abroge la Directive du même nom. Il rentre pleinement en application en juillet 2019 (voir *supra* au n° 84). Le choix d'un règlement, plutôt que d'une directive « s'explique par la disparité de la mise en œuvre de la Directive Prospectus au sein des États membres<sup>308</sup> ». « Le recours à un règlement, acte d'application directe qui n'impose pas de légiférer au niveau national, devrait donc limiter la possibilité d'adopter des mesures nationales divergentes<sup>309</sup> », « la fragmentation des règles générant des coûts additionnels tant pour les émetteurs que pour les investisseurs<sup>310</sup> ». Paradoxalement, « le législateur européen laisse une marge d'appréciation importante aux États membres sur des aspects cruciaux comme la détermination des seuils en dessous desquels il n'y a pas d'obligation de publier un prospectus<sup>311</sup> » (voyez *infra* n°118).

**117.** Le Règlement est traversé par deux objectifs. Il est premièrement question de « faire du prospectus un outil d'information plus pertinent pour les investisseurs potentiels. Améliorer la lisibilité des prospectus et les axer davantage sur la situation spécifique de l'émetteur a le double avantage de

<sup>304</sup> Commission européenne, Consultation publique sur la création d'un environnement réglementaire proportionné pour faciliter l'entrée en bourse des PME (document de consultation), 18 décembre 2017 - 26 février 2018, p. 2.

<sup>305</sup> *Ibidem*, p. 37.

<sup>306</sup> *Ibidem*, p. 37.

<sup>307</sup> *Ibidem*, p. 37.

<sup>308</sup> M. DUPLAT et T. FLAMENT, *op. cit.*, p. 809.

<sup>309</sup> Règlement n° 596/ 2014 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE, considérant 5, *J.O.U.E.*, 30 juin 2017, L 168/12.

<sup>310</sup> M. DUPLAT et T. FLAMENT, *op. cit.*, p. 809.

<sup>311</sup> *Ibidem*, p. 843.

*réduire les coûts et d'en accroître la pertinence*<sup>312</sup>». A cet effet, il est prévu d'inclure dans le prospectus uniquement des « *facteurs de risque qui sont importants et spécifiques à l'émetteur* », et d'exclure corrélativement « *des facteurs de risque généraux dont la mention ne sert qu'à exclure toute responsabilité, car ceux-ci peuvent masquer des facteurs de risque plus spécifiques dont les investisseurs devraient avoir connaissance*<sup>313</sup> ». Il semble que le législateur ait tenu compte des reproches émis vis-à-vis de la non pertinence de certaines informations dont la divulgation est exigée (voyez *supra* n°81).

C'est le deuxième objectif qui retient le plus notre attention. Le nouveau règlement doit « *fournir à tous types d'émetteurs des règles en matière d'information adaptées à leurs besoins spécifiques*<sup>314</sup> ». Il est ainsi expressément question de revenir sur les excès du « *one size fits all* ». Les mesures adoptées à cet effet visent « *à réduire la charge administrative et les coûts liés à l'établissement du prospectus, en particulier pour quatre groupes d'émetteurs : les PME (1), les émetteurs déjà cotés sur un marché réglementé ou un marché de croissance des PME, qui souhaitent mobiliser des capitaux supplémentaires au moyen d'une émission secondaire (2), les émetteurs fréquents de tous types de valeurs mobilières (3) et les émetteurs de titres autres que de capital (4)*<sup>315</sup> ». Seules les mesures ciblant les PME et les « émetteurs secondaires » (pour autant qu'ils s'agissent de PME cotées sur un marché de croissance) nous intéressent.

En vue d'atteindre l'objectif précité, le législateur s'y prend de deux façons : soit il rarifie les hypothèses dans lesquelles un prospectus est requis, en modifiant les seuils déclencheurs de l'obligation de prospectus (critiqués *supra* n°89 à 91), (b) soit il prévoit un prospectus au contenu allégé (c).

## *§2. Modification des seuils*

**118.** Dans le nouveau règlement, le précédent seuil de 100.000 EUR prévu par la Directive (montant en dessous duquel aucun prospectus ne peut être exigé par les Etats Membres) est porté à 1M€<sup>316</sup>. « *L'ensemble des dispositions du Règlement Prospectus ne sont donc pas applicables à des offres inférieures à ce montant et les États membres ne peuvent pas étendre l'obligation d'établir un prospectus à de telles offres*<sup>317</sup> ». Notons qu'ils peuvent toutefois « *imposer à ces offres d'autres obligations d'information au niveau national, dès lors qu'elles ne constituent pas une charge disproportionnée ou inutile*<sup>318</sup> ». La fixation de ce seuil à 1M€ « *tient compte du fait que le coût de production d'un prospectus est disproportionné par rapport aux produits envisagés lorsqu'une offre de valeurs mobilières au public est d'un montant inférieur à 1M€, comme c'est généralement le cas sur*

<sup>312</sup> Proposition de règlement du parlement européen et du conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, COM (2015) 583 final, 30 novembre 2015, p. 7.

<sup>313</sup> Considérant 48 du Règlement Prospectus, précité.

<sup>314</sup> Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, COM (2015) 583 final, 30 novembre 2015, p.3.

<sup>315</sup> Proposition de règlement du parlement européen et du conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, COM (2015) 583 final, 30 novembre 2015, p.3.

<sup>316</sup> V. DEMEUR, *op. cit.*, p. 403.

<sup>317</sup> M. DUPLAT et T. FLAMENT, *op. cit.*, p. 812.

<sup>318</sup> Article 1(3) du Règlement Prospectus, précité

les plateformes de financement participatif reposant sur l'émission de valeurs mobilières<sup>319</sup> ». Les offres dont le montant est supérieur à ce seuil rentrent dans le champ d'application du règlement et sont soumises à l'obligation de prospectus. Cependant, les Etats-membres ont la possibilité, conformément à l'article 3 (2) du règlement d'exempter « les offres au public de valeurs mobilières de l'obligation de publier un prospectus [...] à condition que [...] le montant total de ces offres dans l'Union soit inférieur à un montant monétaire calculé sur une période de douze mois qui ne peut dépasser 8M€ ».

En résumé<sup>320</sup>, « le seuil de 1M€ est le critère d'application matérielle du règlement, le législateur européen **permettant par ailleurs aux États membres d'établir un seuil, entre 1 et 8M€ en deçà duquel il existe une dispense de publier un prospectus**<sup>321</sup> ». Une (trop) grande latitude est ainsi laissée aux Etats-membres. D'aucuns remarquent à cet égard que « l'approche retenue relève davantage d'une approche de type 'directive' que de type règlementaire<sup>322</sup> » (voyez *supra* n°116). Les discussions à propos de cette possibilité « d'exemption nationale » et du seuil qui devrait être retenu, vont bon train dans les Etats-membres. CEDRIC PACHECO, manager à l'AFME<sup>323</sup>, nous indiquait par mail qu'en France, l'AMF<sup>324</sup> (Autorité des marchés financiers- équivalent français de la FSMA) avait proposé un seuil à 8M€. En Belgique, le ministre des Finances et la FSMA, moins libéraux pour le coup, « proposent de ne pas utiliser pleinement les possibilités qu'offre le Règlement Prospectus aux Etats membres nationaux d'exempter les entreprises de l'obligation de prospectus et de fixer le seuil à 5M€<sup>325</sup>».

119. On regrettera que le « seuil de 150 personnes en dessous duquel l'offre n'est pas publique » ait été maintenu dans le nouveau règlement, malgré les critiques fondées qui lui étaient adressées (voyez *supra* n°89).

### §3. Des formats de prospectus allégés

#### a) Du prospectus de croissance

120. A l'occasion de la révision de la directive en 2010, « un format de prospectus allégé, prenant la forme d'annexes, avait été mis en place au bénéfice des PME et des sociétés à faible capitalisation boursière. Dans le cadre de la consultation réalisée par la Commission, l'ESMA avait relevé le résultat peu concluant des annexes mises en place en 2010<sup>326</sup> ». Fort de ce constat, le législateur introduit un nouveau « régime d'information proportionné » pour les PME, qui prend la

<sup>319</sup> Exposé des motifs de la Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, COM (2015) 583 final, p. 15, cité par Voyez M. DUPLAT et T. FLAMENT, *op. cit.*

<sup>320</sup> « D'un point de vue **légitime**, il est également important de noter un renversement structurel dans le champ d'application du Règlement Prospectus. La Directive utilisait le seuil de 100.000 EUR comme critère de dispense de l'obligation d'établir un prospectus et le seuil de 5M€ comme critère d'application matérielle de la Directive Prospectus elle-même. Dans le Règlement Prospectus, le seuil de 1M€ est le critère d'application matérielle, le législateur européen permettant par ailleurs aux États membres d'établir un seuil, entre 1 et 8 M€ en deçà duquel il existe une dispense de publier un prospectus ». Voyez M. DUPLAT et T. FLAMENT, *op. cit.*, p. 814.

<sup>321</sup> M. DUPLAT et T. FLAMENT, *op. cit.*, p. 814.

<sup>322</sup> M. DUPLAT et T. FLAMENT, *op. cit.*, p. 810.

<sup>323</sup> Association for Financial Markets in Europe

<sup>324</sup> Autorité des marchés financiers-. Il s'agit de l'équivalent français de la FSMA

<sup>325</sup> « Accès plus rapide aux marchés financiers grâce au nouveau Règlement Prospectus », Febelfin, 15 janvier 2018, <https://www.febelfin.be/fr/acces-plus-rapide-aux-marches-financiers-grace-au-nouveau-reglement-prospectus> .

<sup>326</sup> V. DEMEUR, *op. cit.*, p. 406.

forme d'un prospectus de croissance <sup>327</sup>. L'article 15 du Règlement dispose que le prospectus de croissance « est un document établi sous une forme normalisée, rédigé dans un langage simple, et facile à établir pour les émetteurs ». Si le législateur insiste sur la standardisation et la facilité de rédaction du document, c'est qu'il veut permettre aux PME de préparer le prospectus par elles-mêmes, « sans devoir recourir à un conseil externe<sup>328</sup> », qui peut coûter fort cher (voyez *supra* n°93-96). Toutefois, comme le font remarquer M. DUPLAT et T. FLAMENT, « il est encore prématuré à ce stade de commenter la nature et la forme de ce prospectus simplifié. Ceux-ci feront en effet l'objet d'un règlement délégué spécifique que la Commission devra adopter avant le 21 juillet 2019<sup>329</sup> ». A cet effet, le législateur incite la Commission à « définir les exigences de façon à ce qu'elles portent essentiellement sur les informations qui sont importantes et pertinentes pour les investisseurs lorsqu'ils prennent une décision d'investissement<sup>330</sup> ». En cela, le législateur répond aux critiques de non pertinence de l'information exigée (évoquées *supra* n°81 et 117). Il insiste aussi sur la nécessité de « garantir la proportionnalité entre la taille de l'entreprise et les coûts de production d'un prospectus<sup>331</sup> ».

Il nous semble que ce nouveau prospectus de croissance, dédié et spécialement adapté aux PME, est la manifestation la plus évidente de cette nouvelle dynamique législative européenne qui tente de revenir sur les excès du « *one size fits all* ». Remarquons que le bénéfice de ce régime n'est pas réservé, comme son nom pourrait le laisser entendre, aux émetteurs admis sur les marchés de croissance (voyez *supra* n°113). Pour faire, court, il concerne les PME et les petits émetteurs.

#### *b) Du « prospectus simplifié » en cas d'offre secondaire*

**121.** Conscient du caractère coûteux et inutile de l'obligation de prospectus en cas d'émission secondaire, (voyez *supra* n°88) le législateur a prévu à l'article 14 « un régime d'information simplifié pour les émissions secondaires » au bénéfice des émetteurs admis à la cotation sur un marché réglementé ou sur un marché de croissance des PME. Ce prospectus simplifié est réservé aux émetteurs admis sur marchés de croissance (voyez *supra* n°113) En plus de favoriser le développement de ces marchés, un tel régime épargne aux PME procédant à des offres secondaires des coûts certains. L'article 14 conditionne toutefois le bénéfice d'un tel régime à durée de cotation sur le marché de minimum 18 mois. L'idée est de s'assurer que l'information ait été rendue disponible « dans le domaine public » (*supra* n°88) -au travers des obligations d'information auxquelles ces sociétés sont soumises durant les 18 mois- et puisse justifier un prospectus au contenu moins étoffé<sup>332</sup>. Nous ne nous étendons pas sur le contenu de ce prospectus simplifié. Retenons seulement qu'il induit des allègements significatifs par rapport au prospectus normal et que sa production sera moins onéreuse.

Notons que la PME cotée sur un marché de croissance, en cas d'émission secondaire, accumulerait les bénéfices du prospectus de croissance et du prospectus simplifié. Les mesures d'exécution attendues devraient préciser le résultat d'un tel cumul.

<sup>327</sup> M. DUPLAT et T. FLAMENT, *op. cit.*, p. 833.

<sup>328</sup> V. DEMEUR, *op. cit.*, p. 406.

<sup>329</sup> M. DUPLAT et T. FLAMENT, *op. cit.*, p. 834.

<sup>330</sup> Article 15 (2) a du Règlement Prospectus, précité.

<sup>331</sup> Article 15 (2) b du Règlement Prospectus, précité.

<sup>332</sup> M. DUPLAT et T. FLAMENT, *op. cit.*, p. 833.

### *Section 3. La proposition de règlement du 24 mai 2018 modifiant le Règlement Abus de Marché en faveur des marchés de croissance des PME*

**122.** Il y a quelques mois, la « Proposition de règlement du Parlement et du Conseil modifiant le règlement n° 596/2014 et le règlement 2017/1129 en ce qui concerne la promotion du recours aux marchés de croissance des PME » a été adoptée. Cette initiative législative de la Commission européenne a pour objectif « d'accroître le nombre d'introductions en bourse sur les marchés de croissance des PME<sup>333</sup> ». A cet effet, la proposition modifie « certaines dispositions techniques du Règlement Abus de Marché et le Règlement délégué mettant en œuvre la Directive MiFID II<sup>334</sup> ».

**123.** L'amendement du deuxième règlement (délégué) est assez limité et ne concerne pas directement nos PME. Retenons qu'il comporte une modification de la définition actuelle de PME contenue dans MIFID II et tend à ce que « le seuil des 50% de PME présente sur le marché », - condition pour qu'un marché puisse être labellisé marché de croissance- soit plus facilement atteint. Le problème relatif à la non inclusion des PME de moins de 3 ans dans le calcul du seuil, pourtant pointé par l'ESMA, n'est cependant pas réglé (voyez *supra* n°110).

**124.** L'amendement du Règlement Abus de Marché retient toute notre attention. Il a ceci de particulier que les allègements qu'il prévoit ne concerneront que les marchés de croissance des PME et les émetteurs admis sur ceux-ci (voyez *supra* n°113). La limitation du champ d'application des modifications à ces marchés renforce leur compétitivité vis-à-vis des autres et s'inscrit dans l'objectif mentionné *supra* n°122.

Nous exposons *supra* au n°101 et 102 les critiques émises par les entreprises vis-à-vis du Règlement Abus de Marché, dans le cadre d'une consultation publique de 2017. Quatre éléments du Règlement en particulier étaient dénoncés par les PME, à cause des coûts disproportionnés qu'ils génèrent. Le législateur européen s'est montré très réceptif vis-à-vis des entreprises, puisque trois des quatre règles posant question ont été modifiées. Ainsi, les émetteurs sur les marchés de croissance « seraient dorénavant soumis à l'obligation moins contraignante d'établir une « liste d'initiés permanents<sup>335</sup> », ils disposeraient de deux jours supplémentaires pour rendre publiques les transactions de leurs dirigeants<sup>336</sup> et les placements privés d'obligations auprès d'investisseurs qualifiés (tels que les Euro PP, voyez *infra* n°130-132) réalisés par ces émetteurs seraient exemptés du régime du sondage<sup>337</sup> de marché<sup>338</sup> ». En outre, la publication différée d'informations privilégiées

---

<sup>333</sup> Voyez le site de l'AMF à l'adresse suivante : <https://www.amf-france.org/Reglementation/Dossiers-thematiques/Societes-cotees-et-operations-financieres/PME/La-Commission-europeenne-propose-de-nouvelles-regles-visant-a-soutenir-la-cotation-des-PME->

<sup>334</sup> R. FERRÈRE, *op. cit.*

<sup>335</sup> Voyez la note de bas de page n°282 pour une explication de l'obligation. L'amendement permettrait d'alléger la charge pesant sur les émetteurs en évitant les coûts liés à l'établissement d'une liste d'initiés ad hoc pour chaque information privilégiée. L'incidence sur la capacité des autorités compétentes nationales de détecter les opérations d'initiés serait minime, puisque ces autorités s'appuient rarement sur des listes d'initiés dans la pratique. Voyez la Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement n° 596/2014 et le règlement (UE) 2017/1129 en ce qui concerne la promotion du recours aux marchés de croissance des PME, COM (2018) 331 final, 24 mai 2018, p.14

<sup>336</sup> Voyez la note de bas de page n°281 pour une explication de l'obligation. L'amendement permettrait de d'alléger la charge administrative des marchés de croissance des PME en leur laissant suffisamment de temps pour communiquer ces transactions au public. Voyez la Proposition de règlement précité à la page 14.

<sup>337</sup> Voyez la note de bas de page n°284 pour une explication de l'obligation. L'amendement permettrait d'alléger la charge administrative pesant sur les émetteurs (et ceux qui agissent pour leur compte) et les investisseurs et faciliterait les placements privés

<sup>338</sup> R. FERRÈRE, *op. cit.*

ne devrait être désormais justifiée que sur demande (sans obligation de tenir un relevé des informations différées)<sup>339</sup>. De tels aménagements devraient simplifier la vie des PME et leur faire économiser du temps et de l'argent (voyez les notes de bas n°335 à 339). A nouveau, à travers cette proposition, « *le législateur européen corrige les premiers effets négatifs constatés du caractère « passe-partout<sup>340</sup> » du Règlement- qui s'applique actuellement indistinctement à tous émetteurs- , preuve qu'il sait rester à l'écoute du marché et rectifier le tir si nécessaire<sup>341</sup> ».*

## **Chapitre 2. Réponses des acteurs du marché : des solutions non réglementaires apportées aux obstacles entravant l'accès des PME aux marchés financiers**

125. Nous clôturons le travail en identifiant brièvement certaines innovations, services ou solutions développés par les places financières européennes, parce qu'ils nous semblent répondre adéquatement à certains problèmes rencontrés par les PME sur les marchés, identifiés dans la deuxième partie. Les initiatives prises par *Enternext* (section 1) pour favoriser le financement des PME sur les marchés d'*Euronext* sont premièrement exposées. Parmi celles-ci, le programme *Techshare*, (section 1, §1) similaire à de nombreuses autres initiatives de bourses européennes, et le partenariat avec *Morningstar* (section 1, §2). Enfin, les avantages liés à *Euro PP* (placement privé obligataire), alternative à l'émission obligataire publique, sont commentés (section 2). Remarquons que les initiatives reprises en première section sont dirigées vers les émetteurs d'actions (*IPO*) tandis que le placement privé (section 2) est une option qui s'offre aux émetteurs d'obligations.

### *Section 1. Enternext*

126. Lancée en 2015, *Enternext* est « *une filiale d'Euronext qui promeut l'introduction en Bourse des PME et ETI<sup>342</sup>, mais elle n'est pas un marché en soi<sup>343</sup>* ». *Enternext* poursuit deux grands objectifs, qui se recoupent. Ainsi, sur le site d'*Euronext*, on peut lire qu'*EnterNext* « *a pour but de contribuer activement à l'accès des PME-ETI aux marchés financiers pour leur financement et leur croissance<sup>344</sup>* ». Nous remarquons *supra* au n°56 qu'un écosystème de marché déficient, associant insuffisamment les différents acteurs du marché, réduisait la visibilité des PME. *Enternext* se donne justement pour deuxième mission de « *fédérer l'ensemble des acteurs qui accompagnent les entreprises, les intermédiaires, les analystes financiers, les investisseurs, les conseils, pour former une Place de marché créant une véritable dynamique pour ce segment [des PME]<sup>345</sup>* ». *Enternext* est donc le garant de l'écosystème des marchés de PME d'*Euronext*. En vue d'atteindre ses deux objectifs, - présence accrue des PME sur ses marchés et développement d'un écosystème de marché

<sup>339</sup> Proposition de règlement, précité, p.14. ; L'amendement permettrait de réduire la charge administrative des émetteurs présents sur les marchés de croissance des PME, en les dispensant de l'obligation d'enregistrer une longue liste d'informations (relevé d'informations différées). Voyez également la page 14 de la proposition de Règlement.

<sup>340</sup> *One Size Fits All*, c'est-à-dire qui s'applique indistinctement à tous émetteurs.

<sup>341</sup> R. FERRÈRE, *op. cit.*

<sup>342</sup> Entreprise de taille intermédiaire.

<sup>343</sup> Lexique financier, *Les Echos*, [https://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition\\_enternext.html](https://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_enternext.html)

<sup>344</sup> Portail d'*Enternext* : <https://www.enternext.biz/fr/enternext/a-propos-d-enternext>

<sup>345</sup> *Ibidem*

favorable aux PME-, Euronext a lancé le programme *Techshare* (§1) et a conclu un partenariat avec *Morning Star* (§2).

### §1. *Techshare*

**127.** Lancé en 2015, *Techshare* est un programme pré-IPO qui, globalement, prépare les entreprises « tech » innovantes au marché. Plus spécialement, « *TechShare a pour objectif d'aider les dirigeants de sociétés Tech à mieux comprendre le rôle et le fonctionnement des marchés financiers. Ce dispositif pédagogique permet aux entrepreneurs de juger de l'opportunité d'une introduction en Bourse au regard de leurs projets de développement et de s'y préparer en amont*<sup>346</sup> ». *Techshare* permet en outre « *comprendre les exigences associées à la cotation, s'y préparer mais également rencontrer et échanger avec d'autres dirigeants d'entreprise à fort potentiel*<sup>347</sup> ». Concrètement, *Techshare* pallie au manque d'éducation financière des PME -entendu dans ses deux acceptations<sup>348</sup> (voyez *supra* n° 54 et 55) et au déficit de compétences dont souffrent les PME (voyez *supra* n°52).

**128.** D'autres initiatives similaires existent en Europe. On songe au programme *#IPOready* sur *l'Irish Stock Exchange* (cette place boursière fait désormais partie d'*Euronext*) ou encore au *Deutsche Börse Venture Network*, qui vise plus spécialement à mettre les entreprises innovantes en relation avec les investisseurs (développement de l'écosystème). Le *London Stock Exchange* déploie aussi d'importants moyens pour aider, mais surtout pour attirer les PME sur ses marchés. Il a à cet effet conçu le programme *Elite*. Celui-ci, d'une durée de 2 ans, est conçu pour « *aider les PME à atteindre leurs objectifs de croissance, en les préparant à accéder aux opportunités de levée de fonds externes (...) Elite propose une approche innovante comprenant un programme de formation, une zone de travail avec un modèle de tutorat et un accès direct à la communauté financière par le biais d'installations communautaires numériques dédiées*<sup>349</sup> ». *Elite* offre ainsi une solution à « la trilogie » de problèmes auxquels les PME sont toujours confrontées : déficit de compétences, manque d'éducation financière et liens insuffisants avec la communauté des investisseurs.

### §2. *Morning Star*

**129.** Conscient du manque d'analyses financières portant sur les PME et du problème de visibilité en résultant, *Enternext* est rentré dans un partenariat avec *Morning Star*, une société américaine d'analyse financière. Cet accord a « *pour but d'accroître la visibilité de ces entreprises cotées à un niveau pan-européen et d'élargir ainsi le bassin d'investisseurs potentiels (...) il inclut également la publication mensuelle d'un baromètre global sur ces sociétés (publié par Morningstar)*<sup>350</sup> ». Concrètement, « *chaque entreprise familiale ou Tech cotée sur les marchés Euronext peut bénéficier d'un suivi gratuit en analyse financière quantitative*<sup>351</sup> »

---

<sup>346</sup> Portail d'*Enternext*, section dédiée à *Techshare* : <https://www.enternext.biz/fr/techshare>

<sup>347</sup> *Techshare*, Dossier de candidature 2018-2019

<sup>348</sup> Méconnaissance du marché en tant que tel, mais aussi méconnaissance des marchés financiers aussi en tant qu'opportunités de financement intéressantes (voyez *supra* n°54 et 55)

<sup>349</sup> AFME, *Lever des fonds pour les petites et moyennes entreprises en Europe : Guide pratique du financement bancaire, obligatoire et par actions*, Septembre 2015, p.24.

<sup>350</sup> Portail d'*Enternext*, section dédiée à *Morningstar* : <https://www.enternext.biz/fr/enternext/analyse-financiere/rapports-morningstar>

<sup>351</sup> *Les marchés d'Euronext en bref*, dossier de promotion.

## Section 2. L'Euro PP

130. Le placement privé, évoqué à plusieurs reprises dans ce travail, (notamment *supra* au n°28) se définit comme « une émission de titres financiers [adressée] à un cercle restreint d'investisseurs qualifiées (i.e. banques, sociétés d'assurance, fonds de retraite...). (...) Il repose sur une documentation ad hoc négociée entre l'emprunteur et les investisseurs<sup>352</sup> ». « Cette négociation du contenu de la documentation contractuelle est une caractéristique importante du placement privé qui le distingue [nettement] de l'émission obligataire<sup>353</sup> ». Un des grands freins au développement du placement privé en Europe est le manque de « normalisation des procédures et de la documentation contractuelle<sup>354</sup> » : il faut pour chaque placement élaborer un contrat, négocier des termes et conditions (les covenants à respecter, information financière à fournir, ...). L'emprunteur comme les investisseurs doivent recourir à du conseil juridique, ce qui alourdit le processus d'émission et le rend cher<sup>355</sup>. Conscient du problème, et « inspiré par le succès rencontré par le *Schuldschein* allemand et de l'*USPP* américain<sup>356</sup> » - qui sont deux types de placements privé -, la place financière de Paris (intégrée à *Euronext*) a développé l'*Euro PP* (*European Private placement*) pour lequel elle a défini, au moyen d'une Charte<sup>357</sup>, un cadre d'exécution précis et un modèle contractuel auxquels les participants à une opération de placement privé peuvent adhérer. Ainsi, *Euronext* propose désormais aux émetteurs, parmi lesquels les PME, un outil de levée de dette reposant sur une documentation standardisée, et une négociation bon marché.

131. L'*Euro PP* affranchit les PME émettrices de beaucoup des problèmes liés à l'émission obligataire publique et évoqués dans la deuxième partie du travail. Ainsi, le caractère privé de l'*Euro PP* soustrait la PME à l'obligation de Prospectus<sup>358</sup> (voyez *supra* n°22 et 28) et aux obligations déclaratives permanentes vis-à-vis du public<sup>359</sup>. Le gain de temps et d'argent qui en résulte peut être considérable. En plus, les informations relatives à l'émetteur sont uniquement transmises aux quelques investisseurs concernés. Une telle confidentialité fait défaut aux émissions obligataires publiques et handicape les PME innovantes (voyez *supra* n° 61). En outre, et ce point est très important, presque aucun n'émetteur d'*Euro PP* n'est noté par une agence de crédit<sup>360</sup>, alors que le *rating* est inhérent à l'émission obligataire publique. Pour rappel, la notation génère des coûts prohibitifs pour les PME (voyez *supra* n°62). De façon générale, la mise en place d'un placement privé est beaucoup plus rapide et coûte significativement moins cher que celle d'une émission obligataire<sup>361</sup>.

---

<sup>352</sup> Paris Europlace, *op. cit.*, p. 30.

<sup>353</sup> Paris Europlace, *Charte relative aux « Euro Private Placements » ou « Euro PP » - Document de Place*, p. 3

<sup>354</sup> Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions : « Un plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux », COM (2015) 468 final, 30 septembre 2015, p. 13.

<sup>355</sup> I.K NASSER & G. WEHINGER, "Unlocking SME finance through market-based debt: Securitisation, private placements and bonds", *OECD Journal - Financial Market Trends*, vol. 2014/2, 2015, p. 175

<sup>356</sup> Paris Europlace, *op. cit.*, p. 35.

<sup>357</sup> Article 1(4) a du Règlement Prospectus, précité

<sup>358</sup> A. THOMADAKIS, *op. cit.*, p. 6.

<sup>359</sup> Paris Europlace, *op. cit.*, p. 36.

<sup>360</sup> A. THOMADAKIS, *op. cit.*, p. 6.

<sup>361</sup> Prospectus, approbation par l'autorité de marché, campagne de promotion, ...Tous ces éléments propres à l'émission obligataire publique sont chronophages.

**132.** Le lecteur est en droit de se demander pourquoi les PME- dont le profil de risque le permet (voyez *supra* n°17 & 41) - ne recourent pas davantage au placement privé, vu les avantages qu'il procure. Nous renvoyons premièrement le lecteur au n° 28, qui explique partiellement le phénomène. Deuxièmement, il y a que le montant minimum de levée- qui est de plus ou moins 20M€- évince de nombreuses PME<sup>362</sup>. Ce seuil minimum n'est pas une règle de marché. Il est lié à la difficulté d'apprécier la solvabilité et le risque de défaut d'un petit émetteur (voyez *supra* n°68 à 70). A défaut de pouvoir s'appuyer sur une notation (n°131), les investisseurs doivent procéder à une *due diligence* financière, et celle-ci n'est rentable, selon une étude, qu'à partir est de 20M€, ce qui explique le seuil précité<sup>363</sup>.

## Conclusion

Au terme de notre travail, il nous est permis d'émettre quelques réflexions à propos du financement des PME sur les marchés européens.

Tout d'abord, l'antinomie apparente entre PME et marchés boursiers, qui nous a intrigué et poussé à enquêter sur le sujet, n'a pas ou plus lieu d'être. L'offre des places financières s'est développé et adapté à ces nouveaux émetteurs, qui les ont investies ces dernières années, même si le phénomène est encore limité.

Le lecteur a pu être surpris de la place réservée à l'économie plutôt qu'au droit dans ce travail ; à dire vrai, nous aussi. Nous pensions initialement que les obstacles bloquant l'accès des PME aux marchés découlaient surtout de la réglementation. En réalité, la plupart d'entre eux sont économiques et liés aux caractéristiques intrinsèques des PME. Et la volonté de se livrer à une analyse de type *Law and Economics* vis-à-vis des obstacles réglementaires transforme en quelque sorte ceux-ci en obstacles économiques : ils sont davantage abordés comme des générateurs de coûts que comme des textes de loi.

A propos des réponses apportées par le législateur aux problèmes d'accès épinglés, nous soulignons deux éléments principaux.

D'une part, la législation européenne n'a qu'un impact limité sur les obstacles strictement économiques, non réglementaires liés aux caractéristiques des PME<sup>364</sup>. Les acteurs de marché sont mieux placés pour aider les PME à surmonter ces barrières.

D'autre part, l'exercice d'équilibre auquel doit se prêter le législateur lorsqu'il adopte ou réforme des règles dans cette matière est périlleux : un juste milieu doit être trouvé entre réduction des coûts et viabilité économique de la cotation d'un côté, et protection des investisseurs de l'autre.

---

<sup>362</sup> Paris Europlace, *op. cit.* p. 57.

<sup>363</sup> European Commission, "Economic Analysis accompanying the Action plan on building a Capital Markets Union", Commission Staff Working Document, *SWD* (2015) 183 final, 30 September 2015, p. 49.

<sup>364</sup> Les deux seuls exemples examinés sont l'asymétrie d'information, qui peut être réduite par des obligations de transparence, et le pas de cotation minimum, dont l'impact sur le manque de visibilité des PME n'est pas avéré.

Une simplification excessive aux dépens des investisseurs préjudicie aussi et surtout les PME<sup>365</sup>. Les dernières réformes ou propositions tentent de rééquilibrer la balance. Celle-ci penchait trop du côté des investisseurs. La tendance est désormais à la réduction des coûts.

---

<sup>365</sup> V. DEMEUR, *op. cit.*, p. 406.

# Bibliographie

## Législation

Recommandation 2003/361 de la Commission du 6 mai 2003 concernant la définition des micros, petites et moyennes entreprises, *J.O.U.E* du 20 mai 2003.

Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.*, 31 décembre 2003, L 345/64.

Règlement n° 596/ 2014 du parlement européen et du conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive n°2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.*, 12 juin 2014, L 173/1.

Règlement d'exécution 439/2014 de la Commission du 29 avril 2014 modifiant le règlement 250/2009 portant application du règlement 295/2008 du Parlement européen et du Conseil relatif aux statistiques structurelles sur les entreprises, en ce qui concerne les définitions des caractéristiques et le format technique de transmission des données, *J.O.U.E.*, 30 avril 2014, L 128/72.

Directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, *J.O.U.E.*, 12 juin 2014, L 173/9.

Green Paper: Building a Capital Markets Union, *COM (2015) 63 final*, 18 February 2015, p. 14.

Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions : « Un plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux », *COM (2015) 468 final*, 30 septembre 2015, p. 1-20.

Proposition de Règlement du Parlement et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, *COM (2015) 583 final*, 30 novembre 2015, pp. 1-11.

Exposé des motifs de la Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, *COM (2015) 583 final*, 30 novembre 2015, p. 15

Règlement 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE, *J.O.C.E.*, 30 juin 2017, L 168/12.

Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n° 596/2014 et le règlement (UE) n°2017/1129 en ce qui concerne la promotion du recours aux marchés de croissance des PME, *COM (2018) 331 final*, 24 mai 2018, p. 1-20.

Directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, *J.O.U.E.*, 12 juin 2014, L 173/9

## Doctrine

AFME, *Bridging the growth gap*, février 2015, pp. 30-35.

AFME, *Lever des fonds pour les petites et moyennes entreprises en Europe : Guide pratique du financement bancaire, obligataire et par actions*, Septembre 2015, pp.1-47.

AFME, *The Shortage of Risk Capital for Europe's High Growth Businesses*, Mars 2017, pp. 4-17, 60-65.

BAVOSO V., "Capital markets, debt Finance and the EU Capital Markets Union: a law and finance critique", *ECMI working Papers*, No. 5, October 2017, p. 7.

Commission européenne, Consultation publique sur la création d'un environnement réglementaire proportionné pour faciliter l'entrée en bourse des PME (document de consultation), 18 décembre 2017 - 26 février 2018, pp. 2-45.

DEMEUR V., « Révision de la Directive Prospectus : état des lieux et grandes lignes des nouvelles mesures envisagées », *Forum financier/ Droit bancaire et financier*, 2016/IV, Larcier, pp. 401-406

DUPLAT M.et FLAMENT T., « Le nouveau Règlement Prospectus et ses conséquences sur la loi du 16 juin 2006 », *Revue pratique des sociétés - Tijdschrift voor Rechtspersoon en Vennootschap (RPS-TRV)*, Novembre 2017, pp. 806-814, 833-834

Euronext, *Les marchés d'Euronext en bref*, dossier de promotion, p.1.

Euronext, « Pourquoi s'introduire sur NYSE Alternext », *Listing NYSE Alternext : le marché boursier sur mesure pour les PME-ETI*, 2013, p. 3.

Euronext & Euronext Growth, *Brochure tarifaire 2018*, date d'entrée en vigueur : 1 janvier 2018, p.2

European Central Bank, *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area -April to September 2017*, November 2017, p.5

European Commission, "Analysis of European Corporate Bonds", *Analytical report supporting the main report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds*, November 2017, pp. 4-30.

European Commission, *Annual Report on European SMEs 2016/2017*, November 2017, pp. 91-99.

European Commission, "Economic Analysis accompanying the Action plan on building a Capital Markets Union", Commission Staff Working Document, *SWD (2015) 183 final*, 30 September 2015, pp. 44- 50.

Eurostat, "Business demography characteristics - Almost 1 in 10 enterprises in the EU recognised as high-growth companies- Highest shares in services", *Eurostat News Release*, 209/2016, 26 October 2016, p. 1.

Febelfin, « Accès plus rapide aux marchés financiers grâce au nouveau Règlement Prospectus », 15 janvier 2018, <https://www.febelfin.be/fr/acces-plus-rapide-aux-marches-financiers-grace-au-nouveau-reglement-prospectus>

FERRÈRE R. « La nouvelle initiative de Bruxelles pour faciliter le financement des PME sur les marchés », *Option Finance*, 11 juin 2018, <http://www.lexplicité.fr/la-nouvelle-initiative-de-bruxelles-pour-faciliter-le-financement-des-pme-sur-les-marchés/>

INFELISE F., « Supporting Access to Finance by SMEs: Mapping the Initiatives in five EU Countries », *ECMI Research Report*, n°9, Avril 2014, pp. 1-25.

INFELISE F. et VALIANTE D., “Why a more accurate EU definition of SMEs matters!”, *ECMI Commentary*, n° 35, November 2013, p.2.

IPO Task Force (European Issuers, the European Private Equity & Venture Capital Association and the Federation of European Securities Exchanges), *EU IPO Report: Rebuilding IPOs in Europe (creating jobs and growth in European capital markets)*, 23 mars 2015, pp. 5-51, 71

KAYA O., “Capital Markets Union: An ambitious goal, but few quick wins”, *Deutsche Bank Research*, 2 November 2015, p.2.

KUMPAN C., “Market-based financing in the Capital Markets Union: The European Commission’s Proposals to Foster Financial Innovation in the EU”, *ECFR*, 2017, p. 362.

LEGEIN L., « Le nouveau Règlement Abus de Marché et ses conséquences pour les sociétés cotées belges », *Revue pratique des sociétés - Tijdschrift voor Rechtspersoon en Vennootschap (RPS-TRV)*, 2016, p. 480. 491-492. 501-503 506-509.

Luxembourg for finance, *Capital Markets*, 2017, p. 57.

*Les Echos*, Lexique Financier, [https://www.lesechos.fr/finance/marchés/vern timer/definition\\_enternext.html](https://www.lesechos.fr/finance/marchés/vern timer/definition_enternext.html)

MALSHE A. (in partnership with GE Capital’s academic advisory board), “The Mighty Middle: Why Europe’s Future Rests on its Middle Market Companies”, *ESSEC Business School Report*, 2012, pp. 1-6

NASSR I.K., and WEHINGER G., “Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs”, *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 2015/1, 2016, pp. 1-73

NASSR I.K & WEHINGER G., “Unlocking SME finance through market-based debt: Securitisation, private placements and bonds”, *OECD Journal - Financial Market Trends*, vol. 2014/2, 2015, pp. 166-169, 175.

OECD, *Financing SMEs and Entrepreneurs 2016: An OECD scoreboard*, OECD Publishing, Paris, p.52.

OECD, *Financing SMEs and Entrepreneurs 2018: An OECD Scoreboard*, OECD Publishing, Paris, 2018, p. 56.

OCDE, *Le financement des PME et des entrepreneurs (Version Abrégée) : Tableau de bord de l’OCDE*, Editions OCDE, 2016 ; Paris, pp. 51-55.

OECD, *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*, 2015, p. 98

OCDE, « Nouvelles approches du financement des PME et de l'entrepreneuriat : élargir la gamme des instruments », *Rapport de synthèse final*, 2015, p.1-13

OECD, "Opportunities and constraints of market-based financing for SMEs", *OECD Report to G20 finance ministers and Central Bank governors*, September 2015, p. 3-19

Paris Europlace, *Financement en Dette des PME/ETI : Nouvelles Recommandations- « Rapport Casanova »*, mars 2014, p.4-58.

Paris Europlace, *Charte relative aux « Euro Private Placements » ou « Euro PP » - Document de Place*, p. 3

SCHAMMO P., "Market Building and the Capital Markets Union: Addressing Information Barriers in the SME Funding Market", *European Company and Financial Law Review (ECFR)*, Vol. 14(2), p.273-274.

*Techshare*, Dossier de candidature 2018-2019

THOMADAKIS A., "Developing EU Capital Markets for SMEs: Mission impossible?", *ECMI (European Capital Market Institute) Commentary*, n°46, 4 September 2017, p.1-7.

VEUGELERS R., "Mind Europe's Early-Stage Equity Gap", *Bruegel Policy Contribution*, Issue 2011, December 2011, p. 4-8.

VISMARA S., PALEARI S & RITTER J. R., "Europe's Second Markets for small companies", *European Financial Management*, Vol. 18, No. 3, 2012, p. 361-365, 378-379

WILSON K. E., "Policy Lessons from Financing Innovative Firms", *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, No. 24, OECD Publishing, Paris, 2015, p. 15.

# Table des matières

Introduction .....	1
Première partie : Champ d'analyse .....	5
Chapitre 1. Des PME concernées .....	5
Section 1. Notion européenne de PME.....	5
Section 2. Identification & caractérisation de ces PME.....	7
Section 3. Pourquoi parler du financement de ces PME ? .....	14
Chapitre 2. Des marchés et opérations concernés.....	15
Section 1. Identification et caractérisation des marchés financiers discutés .....	15
§1. Marchés règlementés et marchés non-règlementés .....	15
a) Conditions d'admission à la cote .....	16
b) Obligations permanentes déclaratives .....	17
c) Frais d'inscription à la cote et frais de maintien de cette inscription .....	18
d) Phénomène de delisting .....	19
§2. Des marchés d'actions juniors (MTF).....	19
a) Des opérations ayant lieu sur ces MTF .....	19
b) Des MTF d'actions européens.....	20
c) Euronext.....	21
§3. Des marchés d'obligations juniors.....	22
a) Des opérations ayant lieu sur ces marchés .....	22
b) Des MTF obligataires européens .....	22
Section 2. Pourquoi se financer sur les marchés juniors d'actions et d'obligations plutôt que par d'autres sources de financement ? .....	24
§1. IPO.....	24
§2. Emission obligataire publique.....	27
Deuxième partie : Accès des PME aux marchés financiers.....	29
Chapitre 1. Financement des PME sur les marchés financiers : quel diagnostic ?.....	29
Section 1. De l'utilisation des marchés juniors par nos PME.....	30
§1. Marchés d'actions.....	30
§2. Marchés d'obligations.....	31

Section 2. Y a-t-il un gap de financement et des difficultés à se financer pour ces PME ?.....	32
§1. Déficit en capitaux de croissance : la faute au venture capital ? .....	33
§2. Des difficultés pour les entreprises à se refinancer une fois cotées .....	34
Chapitre 2. Obstacles entravant l'accès des PME aux marchés financiers d'actions et d'obligations .....	35
Section 1. Remarques préliminaires .....	35
Section 2. Obstacles non-réglementaires .....	36
§1. Environnement de marché défavorable.....	36
a) Inadaptation structurelle des PME aux marchés : déficit de compétences organisationnelles et manque d'éducation financière.....	36
b) Du manque d'écosystème spécialisé dans les PME au sein des marchés européens ....	37
§2. Barrières à l'information.....	39
a) Les barrières à l'information auxquelles les PME sont confrontées.....	40
b) Les barrières à l'information auxquelles les investisseurs sont confrontés.....	43
§3. Faible liquidité des marchés d'actions et d'obligations.....	46
Section 3. Obstacles réglementaires .....	47
§1." One size fits all" regulation .....	48
§2. Le prospectus d'admission .....	50
a) Définition, base légale et but du prospectus.....	50
b) Cas dans lesquels un prospectus doit être publié .....	51
c) Critique des seuils prévus et de l'obligation de prospectus en cas d'émission secondaire	52
d) Un document lourd et coûteux à produire.....	53
§3. La réglementation relative aux abus de marché .....	54
Section 4. Emettre ou ne pas émettre : la nécessité d'une analyse coût-bénéfice .....	57
§1. Synthèse des coûts liés à la cotation .....	57
§2. Approche chiffrée.....	58
Troisième partie : Réformes et innovations favorisant l'accès des PME aux marchés financiers .....	60
Chapitre 1. Réponses du législateur européen : des solutions réglementaires apportées aux obstacles entravant l'accès des PME aux marchés financiers.....	60
Section 1. MIFID II et l'avènement des marchés de croissance de PME .....	60
Section 2 : Le Règlement Prospectus.....	63
§1. Du choix d'opter pour un règlement et des objectifs de la réforme.....	63

§2. Modification des seuils.....	64
§3. Des formats de prospectus allégés .....	65
a) Du prospectus de croissance .....	65
b) Du « prospectus simplifié » en cas d'offre secondaire .....	66
Section 3. La proposition de règlement du 24 mai 2018 modifiant le Règlement Abus de Marché en faveur des marchés de croissance des PME.....	67
Chapitre 2. Réponses des acteurs du marché : des solutions non réglementaires apportées aux obstacles entravant l'accès des PME aux marchés financiers.....	68
Section 1. Enternext .....	68
§1. Techshare .....	69
§2. Morning Star .....	69
Section 2. L'Euro PP .....	70
Conclusion .....	71
Bibliographie .....	73
Législation .....	73
Doctrine .....	74