



Συμβούλιο  
της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Βρυξέλλες, 30 Μαΐου 2018  
(OR. en)

---

---

Διοργανικός φάκελος:  
2018/0165 (COD)

---

---

9402/18  
ADD 2

EF 149  
ECOFIN 500  
CODEC 869

#### ΔΙΑΒΙΒΑΣΤΙΚΟ ΣΗΜΕΙΩΜΑ

---

Αποστολέας: Για τον Γενικό Γραμματέα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,  
ο κ. Jordi AYET PUIGARNAU, Διευθυντής

Ημερομηνία Παραλαβής: 25 Μαΐου 2018

Αποδέκτης: κ. Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, Γενικός Γραμματέας του Συμβουλίου  
της Ευρωπαϊκής Ένωσης

---

Αριθ. εγγρ. Επιτρ.: SWD(2018) 244 final

---

Θέμα: ΕΓΓΡΑΦΟ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΤΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΕΡΙΛΗΨΗ  
ΤΗΣ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΩΝ που συνοδεύει το έγγραφο Πρόταση  
ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ  
ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ για την τροποποίηση των κανονισμών (ΕΕ) αριθ. 596/2014  
και (ΕΕ) 2017/1129 όσον αφορά την προώθηση της χρήσης των αγορών  
ανάπτυξης ΜΜΕ

---

Διαβιβάζεται συνημμένως στις αντιπροσωπίες το έγγραφο SWD(2018) 244 final.

---

σνημμ.: SWD(2018) 244 final

Βρυξέλλες, 24.5.2018  
SWD(2018) 244 final

**ΕΓΓΡΑΦΟ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΤΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ**

**ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΤΗΣ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΩΝ**

*που συνοδεύει το έγγραφο*

**Πρόταση ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ  
ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ**

**για την τροποποίηση των κανονισμών (ΕΕ) αριθ. 596/2014 και (ΕΕ) 2017/1129 όσον  
αφορά την προώθηση της χρήσης των αγορών ανάπτυξης ΜΜΕ**

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

## Δελτίο συνοπτικής παρουσίασης

Εκτίμηση επιπτώσεων της πρότασης της Επιτροπής για την ενίσχυση και την προώθηση της χρήσης των αγορών ανάπτυξης MME

### A. Ανάγκη ανάληψης δράσης

#### Γιατί; Ποιο είναι το πρόβλημα;

Η πρωτοβουλία έχει κεντρικό ρόλο στο πρόγραμμα εργασίας της Ένωσης Κεφαλαιαγορών (CMU) και έχει ως στόχο τη διευκόλυνση της πρόσβασης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων (MME) στις δημόσιες κεφαλαιαγορές. Πιο συγκεκριμένα, έχει ως στόχο την αντιμετώπιση του υπερβολικού διοικητικού φόρτου προς τις MME κατά την εισαγωγή σε δημόσιες αγορές ή την έκδοση μετοχικών τίτλων και ομολόγων, και την ενίσχυση του επιπέδου ρευστότητας των αγορών ανάπτυξης MME (μια νέα κατηγορία πολυμερών μηχανισμών διαπραγμάτευσης, που δημιουργήθηκε με την οδηγία 2014/65/ΕΕ για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων II – MiFID II).

Το εγχειρίδιο κανόνων της ΕΕ προβλέπει επί του παρόντος ελάχιστες μόνον ελαφρύνσεις προς τους εκδότες των αγορών ανάπτυξης MME και θέτει δυσανάλογα υψηλό κόστος για αυτούς. Αυτό ισχύει ιδίως στην περίπτωση ενιαίων προσεγγίσεων, όπως αυτών που ακολουθούνται σύμφωνα με τον κανονισμό αριθ. 596/2014 για την κατάχρηση της αγοράς. Το εν λόγω κόστος μειώνει τη σχετική ελκυστικότητα της δημόσιας έκδοσης μετοχικών ή χρεωστικών τίτλων. Επίσης, οι μετοχές των MME χαρακτηρίζονται από μικρή ρευστότητα. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση των κινδύνων ρευστότητας και μεταβλητότητας για τους επενδυτές, γεγονός που μειώνει τις αποτιμήσεις των μετοχών. Επιπλέον, ο ισχύων ορισμός των εκδοτών χρεωστικών τίτλων MME (για τους σκοπούς των αγορών ανάπτυξης MME) και η υποχρέωσή τους να καταρτίζουν εξαμηνιαίες εκθέσεις θέτει σημαντικά εμπόδια για τους διαχειριστές και παρεμποδίζει τους εκδότες χρεωστικών τίτλων MME να εκμεταλλεύονται τις ήδη υφιστάμενες ελαφρύνσεις, καθώς και τις ελαφρύνσεις που προβλέπονται στην παρούσα πρωτοβουλία.

#### Τι αναμένεται να επιτευχθεί με την παρούσα πρωτοβουλία;

Η πρωτοβουλία αναμένεται να επιφέρει μείωση των διοικητικών δαπανών για τις εισηγμένες MME και αύξηση του επιπέδου ρευστότητας στις αγορές ανάπτυξης MME. Σε συνδυασμό με τα σχετικά κανονιστικά και μη κανονιστικά μέτρα που λαμβάνονται στο πλαίσιο του προγράμματος εργασίας της Ένωσης Κεφαλαιαγορών, η πρωτοβουλία θα αυξήσει τη σχετική ελκυστικότητα των δημόσιων αγορών και θα βελτιώσει την πρόσβαση των MME σε χρηματοδότηση. Αυτό θα καταστήσει τις MME λιγότερο εξαρτώμενες από την τραπεζική χρηματοδότηση και, ως εκ τούτου, θα οδηγήσει σε αύξηση της ανθεκτικότητάς τους στους οικονομικούς κλυδωνισμούς, καθώς και σε οφέλη για την ευρύτερη οικονομία.

#### Ποια είναι η προστιθέμενη αξία της δράσης σε επίπεδο ΕΕ;

Καθώς παρέχεται σχεδόν μηδενική ευελιξία στα κράτη μέλη ώστε να προσαρμόσουν την οδηγία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων II, τον κανονισμό για την κατάχρηση της αγοράς και τον κανονισμό 2017/1129 για το ενημερωτικό δελτίο στις τοπικές συνθήκες, απαιτείται οπωσδήποτε νομοθετική δράση σε επίπεδο ΕΕ, προκειμένου να μειωθεί ο διοικητικός φόρτος προς τους εκδότες των αγορών ανάπτυξης MME, που απορρέει από τις εν λόγω πράξεις της ΕΕ. Όσον αφορά τα ρυθμιστικά εμπόδια που εμποδίζουν την παροχή ρευστότητας, η λογική στην οποία βασίζεται η παρέμβαση της ΕΕ είναι διαφορετική. Τα κράτη μέλη μπορούν να εγκρίνουν αποδεκτή πρακτική αγοράς σχετικά με τις συμβάσεις ρευστότητας, αλλά μόνο τέσσερα το έχουν πράξει. Αυτό σημαίνει ότι, σε πολλά κράτη μέλη, οι πιθανοί μικρομεσαίοι εκδότες στερούνται του δικαιώματος να συνάπτουν συμβάσεις ρευστότητας. Αυτή η κατάσταση προκαλεί κατακερματισμό της ενιαίας αγοράς και δημιουργεί στρέβλωση του ανταγωνισμού μεταξύ των εκδοτών που έχουν δικαίωμα σύναψης σύμβασης ρευστότητας (και, ως εκ τούτου, εξασφάλισης ρευστότητας, μείωσης του κόστους κεφαλαίου τους...) και αυτών που δεν έχουν αυτή τη δυνατότητα. Η περιορισμένη διαπραγμάτευση λόγω περιορισμένης ελεύθερης διασποράς μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα να έχουν αρνητική αντίληψη οι επενδυτές για τη ρευστότητα των τίτλων που έχουν εισαχθεί σε αγορές ανάπτυξης MME και θα μπορούσε να καταστρέψει την αξιοπιστία και την ελκυστικότητα αυτών των τόπων διαπραγμάτευσης, που δημιουργήθηκαν πρόσφατα. Απαιτείται δράση σε επίπεδο ΕΕ για να διασφαλιστεί ότι τα κανονιστικά ζητήματα που έχουν εντοπιστεί και τα οποία προκύπτουν από κανόνες της ΕΕ αντιμετωπίζονται επαρκώς και ότι μπορεί να αυξηθεί η ρευστότητα σε αυτές τις αγορές.

### B. Λύσεις

#### Ποιες νομοθετικές και μη νομοθετικές επιλογές πολιτικής έχουν εξεταστεί; Υπάρχει προτιμώμενη επιλογή ή όχι; Γιατί;

Η βασική επιλογή σε όλες τις περιπτώσεις ήταν να μην προταθούν αλλαγές στους κανόνες που ισχύουν για τις

αγορές ανάπτυξης ΜΜΕ και τους εκδότες στις εν λόγω αγορές. Ενώ οι μη νομοθετικές επιλογές πολιτικής μπορούν να συμβάλλουν στην περαιτέρω ενίσχυση του περιβάλλοντος της αγοράς και να συνεισφέρουν στους στόχους της πρωτοβουλίας, δεν θεωρούνται αποτελεσματικά εργαλεία για την αντιμετώπιση των συγκεκριμένων προβλημάτων.

Οι προτιμώμενες επιλογές πολιτικής προσδιορίστηκαν με βάση την αντίστοιχη αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα τους ως προς i) τη μείωση του κόστους συμμόρφωσης που βαρύνει τους εκδότες σε αγορές ανάπτυξης ΜΜΕ και ii) την αύξηση της ρευστότητας στις αγορές ανάπτυξης ΜΜΕ, αλλά ταυτόχρονα iii) τη διατήρηση υψηλού επιπέδου προστασίας των επενδυτών και ακεραιότητας της αγοράς. Οι προτιμώμενες κανονιστικές προσαρμογές όσον αφορά τη ρευστότητα επιλέχθηκαν με βάση την ικανότητά τους να βελτιώνουν τη ρευστότητα, με παράλληλη διατήρηση επαρκούς ευελιξίας ώστε να προσαρμόζονται στα τοπικά περιβάλλοντα αγοράς. Αυτό αναμένεται να συμβάλει στη βελτίωση της αποτελεσματικότητάς τους. Η ανάλυση έδειξε ότι η βέλτιστη προσέγγιση θα ήταν η υλοποίηση ενός ευρωπαϊκού καθεστώτος προαιρετικής υπαγωγής για τις συμβάσεις ρευστότητας και η παροχή εντολής στις αγορές ανάπτυξης ΜΜΕ ώστε να εφαρμόζουν ελάχιστες απαιτήσεις ελεύθερης διασποράς, χωρίς περαιτέρω προδιαγραφές.

Τα προτιμώμενα μέτρα σχετικά με τη μείωση του κόστους συμμόρφωσης επιλέχθηκαν ανάλογα με την ικανότητά τους να μειώνουν το κόστος, διατηρώντας παράλληλα υψηλό βαθμό ακεραιότητας της αγοράς. Η ανάλυση των επιλογών οδήγησε στο να προταθούν τεχνικές τροποποιήσεις που παρέχουν περιορισμένες ελαφρύνσεις όσον αφορά τις υποχρεώσεις σχετικά με το πεδίο εφαρμογής, το απαιτούμενο χρονοδιάγραμμα για τη δημοσιοποίηση πληροφοριών και την τήρηση αρχείων, που απορρέουν συγκεκριμένα από τον κανονισμό για την κατάχρηση της αγοράς. Επίσης, αποφασίστηκε η παροχή δυνατότητας στις ΜΜΕ για χρήση απλουστευμένου «ενημερωτικού δελτίου μεταφοράς», κατά τη μετάβαση από μια αγορά ανάπτυξης ΜΜΕ σε μια ρυθμιζόμενη αγορά («κύρια αγορά»).

#### **Ποιος υποστηρίζει την κάθε επιλογή;**

Η διαβούλευση με τα ενδιαφερόμενα μέρη, καθώς και προηγούμενες ενέργειες διαβούλευσης, κατέδειξαν ευρεία υποστήριξη για κανονιστικές προσαρμογές με στόχο τη διευκόλυνση της καλύτερης πρόσβασης των ΜΜΕ σε δημόσιες κεφαλαιαγορές. Τα ενδιαφερόμενα μέρη σημείωσαν συγκεκριμένα ότι η ενιαία προσέγγιση δύναμι του κανονισμού για την κατάχρηση της αγοράς θέτει δυσανάλογη επιβάρυνση για τους μικρότερους εκδότες. Οι εκδότες, τα χρηματιστήρια και οι διαμεσολαβητές ζήτησαν εν γένει στοχευμένες ελαφρύνσεις για τη μείωση των διοικητικών δαπανών, ιδίως όσον αφορά τις συναλλαγές των διευθυντικών στελεχών, τους καταλόγους προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και τη δημοσιοποίηση προνομιακών πληροφοριών. Τα κράτη μέλη εξέφρασαν επίσης την υποστήριξή τους για την εν λόγω δράση, σημειώνοντας, ωστόσο, ότι κατά την πραγματοποίηση τυχόν προσαρμογών θα πρέπει να αποφεύγονται οι αρνητικές επιπτώσεις στην ακεραιότητα της αγοράς. Τα ενδιαφερόμενα μέρη εξέφρασαν παρεμφερή υποστήριξη και για την εφαρμογή απλουστευμένου «ενημερωτικού δελτίου μεταφοράς».

Όσον αφορά την προσαρμογή των ορισμών, τα ενδιαφερόμενα μέρη εξέφρασαν ευρεία υποστήριξη για την τροποποίηση του ορισμού των εκδοτών χρεωστικών τίτλων ΜΜΕ. Οι απαντήσεις ήταν λιγότερο σαφείς όσον αφορά τον γενικό ορισμό των αγορών ανάπτυξης ΜΜΕ. Ενώ πολλά ενδιαφερόμενα μέρη υποστήριξαν την αύξηση του ορίου κεφαλαιοποίησης της αγοράς, άλλοι επισήμαναν ότι η εν λόγω ενέργεια θα ήταν πρόωρη. Με βάση τις εν λόγω παρατηρήσεις και την περαιτέρω ανάλυση, η προτιμώμενη επιλογή είναι η διατήρηση της παρούσας κατάστασης όσον αφορά τον ορισμό των αγορών ανάπτυξης ΜΜΕ (με εξαίρεση τον ορισμό του εκδότη χρεωστικών τίτλων ΜΜΕ).

Όσον αφορά τα μέτρα που στοχεύουν στη βελτίωση της ρευστότητας, οι συμμετέχοντες στην αγορά αναγνωρίζουν ευρέως τα οφέλη των συμβάσεων ρευστότητας. Μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών που εξέφρασαν την άποψή τους, τα περισσότερα συμφώνησαν ότι θα υπάρξουν πλεονεκτήματα από τη δημιουργία ενωσιακού πλαισίου, αν και πολλοί επέμειναν ότι είναι αναγκαίο να διατηρηθεί ευελιξία για την προσαρμογή των συμβάσεων αυτών στις τοπικές συνθήκες. Μερικές εθνικές αρμόδιες αρχές φοβούνταν ότι οι πρακτικές αυτές θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε χειραγώγηση της τιμολογιακής συμπεριφοράς. Άλλες εθνικές αρμόδιες αρχές, όμως, έκριναν ότι δεν υπήρχε λόγος ανησυχίας, καθώς το πλαίσιο θα μελετηθεί ώστε να αποτρέπονται οι συμπεριφορές χειραγώγησης, όπως ισχύει και για τις υφιστάμενες αποδεκτές πρακτικές αγοράς. Όσον αφορά τις ελάχιστες απαιτήσεις ελεύθερης διασποράς, οι απόψεις όσων απάντησαν ήταν ισομερώς διαιρεμένες μεταξύ της υποστήριξης και της απόρριψης του εν λόγω μέτρου.

#### **Γ. Επιπτώσεις της προτιμώμενης επιλογής**

##### **Ποια είναι τα οφέλη της προτιμώμενης επιλογής (ειδάλλως, των κυριότερων επιλογών);**

Οι προτιμώμενες επιλογές σχετικά με τον κανονισμό για την κατάχρηση της αγοράς επιτυγχάνουν ισορροπία μεταξύ, αφενός, της μείωσης των διοικητικών δαπανών για την εισαγωγή των ΜΜΕ σε δημόσιες αγορές και, αφετέρου, της διατήρησης υψηλού επιπέδου ακεραιότητας της αγοράς. Παράλληλα, συμβάλλουν στο να αποφεύγεται σημαντική αύξηση των δαπανών στους εθνικούς προϋπολογισμούς και στον προϋπολογισμό της ΕΕ. Τα μέτρα που αφορούν τη ρευστότητα διασφαλίζουν ότι οι εκδότες είναι σε θέση να βελτιώνουν τη

ρευστότητα των μετοχών τους, με τη σύναψη συμβάσεων ρευστότητας. Παράλληλα, εξακολουθούν να διατηρούν επαρκή ευελιξία, ώστε οι εθνικές αρμόδιες αρχές να προσαρμόζουν τις πρακτικές της αγοράς στις τοπικές συνθήκες. Η απαίτηση ελεύθερης διασποράς παρέχει ισότιμη ευελιξία προσαρμογής στους διαχειριστές της αγοράς. Το προβλεπόμενο «ενημερωτικό δελτίο μεταφοράς» παρέχει σημαντική εξοικονόμηση κόστους στους εκδότες που πραγματοποιούν μετάβαση σε κύριες αγορές, ενώ ταυτόχρονα διασφαλίζει ότι διατίθενται επαρκείς πληροφορίες στους επενδυτές.

**Ποιο είναι το κόστος της προτιμώμενης επιλογής (ειδάλλως, των κυριότερων επιλογών);**

Από τις προτεινόμενες κανονιστικές προσαρμογές δεν προκύπτει σημαντικό κόστος. Υπάρχουν πολύ μικρές συνέπειες στο κόστος για τις εθνικές αρμόδιες αρχές (βλ. κατωτέρω).

**Πώς θα επηρεαστούν οι μεγάλες, οι μικρομεσαίες και οι πολύ μικρές επιχειρήσεις;**

Οι ΜΜΕ θα παρατηρήσουν μείωση του κόστους συμμόρφωσης και αύξηση της ρευστότητας κατά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο σε αγορές ανάπτυξης ΜΜΕ. Αυτό θα συμβάλει στη διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης από τον τραπεζικό δανεισμό και θα αυξήσει τη συνολική ικανότητά τους για άντληση κεφαλαίων, διευκολύνοντας, ως εκ τούτου, την αύξηση της ανάπτυξης και της ικανότητάς τους να επενδύουν σε Ε&Α.

**Θα υπάρξουν σημαντικές επιπτώσεις στους εθνικούς προϋπολογισμούς και στις εθνικές διοικητικές αρχές;**

Δεν θα υπάρξει σημαντική επίπτωση στους εθνικούς προϋπολογισμούς. Οι προτεινόμενες κανονιστικές προσαρμογές θα δημιουργήσουν ελάχιστες εφάπαξ δαπάνες για τις εθνικές αρμόδιες αρχές, δεδομένων των απαιτούμενων αλλαγών στις εσωτερικές διαδικασίες. Αναμένεται ότι οι τρέχουσες δαπάνες θα παραμείνουν αμετάβλητες ή θα παρουσιάσουν ελαφρά μείωση. Οι ελαφρύνσεις δυνάμει του κανονισμού για την κατάχρηση της αγοράς θα επιφέρουν μείωση του εποπτικού φόρτου εργασίας των εθνικών αρμόδιων αρχών όσον αφορά τους καταλόγους προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες, την καθυστερημένη δημοσιοποίηση προνομιακών πληροφοριών και τις βολιδοσκοπήσεις της αγοράς. Παράλληλα, οι εθνικές αρμόδιες αρχές μπορούν να κρίνουν ότι είναι αναγκαία η επιτακτική λήψη άλλων εποπτικών μέτρων (π.χ. παρακολούθηση της εκτέλεσης συμβάσεων ρευστότητας).

**Θα υπάρξουν άλλες σημαντικές επιπτώσεις;**

Δεν αναμένονται άλλες σημαντικές επιπτώσεις.

**Δ. Παρακολούθηση**

**Πότε θα επανεξεταστεί η πολιτική;**

Οι υπηρεσίες της Επιτροπής, στο πλαίσιο του ευρύτερου σχεδίου τους για ενίσχυση της πρόσβασης των ΜΜΕ στις δημόσιες αγορές, που προβλέπεται στην ενδιάμεση επανεξέταση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών, θα παρακολουθούν την εξέλιξη των αγορών ανάπτυξης ΜΜΕ και την πρόσβαση των ΜΜΕ σε χρηματοδότηση από τις κεφαλαιαγορές και θα επανεξετάζουν την αποτελεσματικότητα των μέτρων που λαμβάνονται σύμφωνα με την προσέγγιση για τη βελτίωση της νομοθεσίας.