

Bruselj, 30. maj 2018  
(OR. en)

---

**Medinstitucionalna zadeva:  
2018/0165 (COD)**

---

9402/18  
ADD 2

EF 149  
ECOFIN 500  
CODEC 869

**SPREMNI DOPIS**

---

Pošiljatelj: za generalnega sekretarja Evropske komisije:  
direktor Jordi AYET PUIGARNAU

Datum prejema: 25. maj 2018

Prejemnik: generalni sekretar Sveta Evropske unije Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN

---

Št. dok. Kom.: SWD(2018) 244 final

---

Zadeva: DELOVNI DOKUMENT SLUŽB KOMISIJE POVZETEK OCENE UČINKA  
Spremni dokument k PREDLOGU UREDBE EVROPSKEGA  
PARLAMENTA IN SVETA o spremembi uredb (EU) št. 596/2014 in (EU)  
2017/1129 v zvezi s spodbujanjem uporabe zagonskih trgov MSP

---

V prilogi vam pošiljamo dokument SWD(2018) 244 final.

Priloga: SWD(2018) 244 final



Bruselj, 24.5.2018  
SWD(2018) 244 final

**DELOVNI DOKUMENT SLUŽB KOMISIJE**

**POVZETEK OCENE UČINKA**

*Spremni dokument*

**k PREDLOGU UREDBE EVROPSKEGA PARLAMENTA IN SVETA**

**o spremembi uredb (EU) št. 596/2014 in (EU) 2017/1129 v zvezi s spodbujanjem uporabe  
zagonških trgov MSP**

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

<b>Povzetek</b>
<b>Ocena učinka predloga Komisije o spodbujanju in podpiranju uporabe zagonskih trgov MSP</b>
<b>A. Nujnost ukrepanja</b>
<b>Zakaj? V čem je težava?</b>
<p>Pobuda je osrednjega pomena za delovni program unije kapitalskih trgov in je namenjena olajšanju dostopa do javnih kapitalskih trgov za mala in srednja podjetja (MSP). Natančneje, njen namen je omejiti čezmerno upravno obremenitev MSP pri uvrščanju lastniških vrednostnih papirjev in obveznic v trgovanje oziroma pri njihovi izdaji in izboljšati stopnjo likvidnosti na zagonskih trgih MSP (novi kategoriji večstranskih sistemov trgovanja, ki je bila uvedena z direktivo o trgih finančnih instrumentov II, 2014/65/EU, MiFID II).</p> <p>Predpisi EU trenutno določajo le nekaj zmanjšanj zahtev za izdajatelje na zagonskih trgih MSP in jim nalagajo nesorazmerno visoke stroške. To še zlasti velja za pristope, ki vse obravnavajo enako, na primer v uredbi o zlorabi trga 596/2014. Ti stroški zmanjšujejo relativno privlačnost javnih izdaj lastniških in dolžniških instrumentov. Poleg tega delnice MSP teži slaba likvidnost. Zaradi tega se za vlagatelje povečujejo tveganja glede likvidnosti in nestanovitnosti, kar znižuje vrednost delnic. Poleg tega sedanja opredelitev MSP, ki so izdajatelji dolžniških instrumentov (za potrebe zagonskih trgov MSP), in zahteva, da morajo pripravljati polletna poročila, ustvarjata znatne prepreke za upravljavce in preprečujeta MSP, ki so izdajatelji dolžniških instrumentov, da bi izkoristili zmanjšanja zahtev, ki že obstajajo, in tista, ki so predvidena s to pobudo.</p>
<b>Kaj naj bi prinesla ta pobuda?</b>
<p>Pobuda naj bi zmanjšala upravne stroške za MSP, uvrščena v trgovanje, in povečala stopnjo likvidnosti na zagonskih trgih MSP. V povezavi s povezanimi regulativnimi in neregulativnimi ukrepi, sprejetimi v okviru delovnega programa unije kapitalskih trgov, se bo s pobudo povečala privlačnost javnih trgov in izboljšal dostop do financiranja za MSP. MSP bodo tako manj odvisna od bančnega financiranja, s čimer se bo povečala njihova odpornost na ekonomske šoke, kar bo koristilo širšemu gospodarstvu.</p>
<b>Kakšna je dodana vrednost ukrepanja na ravni EU?</b>
<p>Glede na to, da države članice nimajo na voljo skoraj nikakršne prožnosti, da bi direktivo o trgih finančnih instrumentov II, uredbo o zlorabi trga ali uredbo o prospektu 2017/1129 lahko prilagodile lokalnim razmeram, je za zmanjšanje upravne obremenitve izdajateljev na zagonskih trgih MSP, ki izhaja iz navedenih aktov EU, nujno potrebno zakonodajno ukrepanje na ravni EU. Kar zadeva regulativne prepreke, ki ovirajo zagotavljanje likvidnosti, je razlog za posredovanje EU drugačen. Države članice lahko uvedejo sprejeto tržno prakso za pogodbe o zagotavljanju likvidnosti, vendar so to storile le štiri. To pomeni, da MSP, ki so potencialni izdajatelji, v številnih državah članicah nimajo pravice skleniti pogodb o zagotavljanju likvidnosti. Takšno stanje povzroča razdrobljenost enotnega trga in izkrivlja konkurenco med izdajatelji, ki imajo pravico do sklenitve pogodbe o zagotavljanju likvidnosti (ter torej lahko zagotovijo likvidnost, znižajo stroške kapitala itd.), in tistimi, ki te možnosti nimajo. Omejeno trgovanje zaradi omejenega prostega obtoka bi lahko povzročilo, da bi imeli vlagatelji negativno predstavo o likvidnosti vrednostnih papirjev, uvrščenih v trgovanje na zagonskih trgih MSP, kar bi lahko škodilo verodostojnosti in privlačnosti teh novo ustvarjenih mest trgovanja. Ukrepanje na ravni EU je potrebno, da se zagotovi ustrezna obravnava ugotovljenih regulativnih težav, ki izhajajo iz predpisov EU, in poveča likvidnost na teh trgih.</p>

<b>B. Rešitve</b>
<b>Katere zakonodajne in nezakonodajne možnosti politike so se upoštevale? Ali ima katera od njih prednost? Zakaj?</b>
<p>Osnovna možnost je bila v vseh primerih, da se ne predlaga nobena sprememba predpisov, ki veljajo za zagonske trge MSP in izdajatelje na teh trgih. Nezakonodajne možnosti politike sicer lahko pomagajo nadalje okrepiti tržno okolje in prispevajo k ciljem pobude, vendar se niso štete za učinkovito orodje za reševanje teh posebnih problemov.</p> <p>Prednostne možnosti politike so bile opredeljene glede na njihovo uspešnost in učinkovitost pri (i) zmanjšanju stroškov izpolnjevanja obveznosti, ki jih imajo izdajatelji na zagonskih trgih MSP, in (ii) povečanju likvidnosti na zagonskih trgih MSP, hkrati pa tudi pri (iii) ohranjanju visoke ravni zaščite vlagateljev in celovitosti trga. Prednostne regulativne prilagoditve v zvezi z likvidnostjo so bile izbrane na podlagi tega, ali lahko dejansko izboljšajo likvidnost, hkrati pa ohranijo zadostno prožnost, da jih je mogoče prilagoditi lokalnim trgov. To bi moralo prispevati k izboljšanju njihove učinkovitosti. Analiza je pokazala, da bi bilo najbolje izvajati evropsko prostovoljno ureditev za pogodbe o zagotavljanju likvidnosti in zagonskim trgov MSP dati pooblastilo, da</p>

določilo minimalne zahteve za prosti obtok, ne da bi se za to določilo nadaljnje specifikacije. Prednostni ukrepi v zvezi z zmanjševanjem stroškov izpolnjevanja obveznosti so bili izbrani glede na to, ali lahko zmanjšajo stroške, hkrati pa ohranjajo visoko stopnjo celovitosti trga. Analiza možnosti je privedla do predlaganja tehničnih sprememb, da se zagotovi omejene poenostavitve glede področja uporabe, roka za razkritje informacij in obveznosti vodenja evidenc, ki izhajajo zlasti iz uredbe o zlorabi trga. Prav tako je bilo odločeno, da se MSP omogoči uporaba manj obsežnega „prospekta za prenos“, kadar se z zagonskega trga MSP preselijo na regulirani trg („glavni trg“).

#### **Kdo podpira katero možnost?**

Predhodno posvetovanje z deležniki in predhodni posvetovalni ukrepi so pokazali široko podporo za regulativne prilagoditve za olajšanje boljšega dostopa do javnih kapitalskih trgov za MSP. Deležniki so zlasti poudarili, da enotni pristop za vse udeležence iz direktive o zlorabi trga manjšim izdajateljem nalaga nesorazmerno veliko breme. Izdajatelji, borze in posredniki so se na splošno zavzeli za ciljno usmerjena zmanjšanja zahtev za znižanje upravnih stroškov, zlasti v zvezi s posli vodilnih delavcev, sezname oseb z dostopom do notranjih informacij in razkritjem notranjih informacij. Takšno ukrepanje so podprle tudi države članice, vendar so opozorile, da morebitne prilagoditve ne bi smele negativno vplivati na celovitost trga. Deležniki so podobno podprli tudi izvajanje poenostavljenega „prospekta za prenos“.

Glede prilagoditve opredelitve pojmov so deležniki izrazili široko podporo spremembi opredelitve MSP, ki so izdajatelji dolžniških instrumentov. Odgovori so bili manj jasni, kar zadeva splošno opredelitev zagonskih trgov MSP. Mnogi deležniki so sicer podprli zvišanje praga tržne kapitalizacije, vendar so drugi opozorili, da je za takšen ukrep še prezgodaj. Na podlagi teh povratnih informacij in nadaljnje analize je prednostna možnost ohranitev sedanjega stanja, kar zadeva opredelitev zagonskih trgov MSP (razen opredelitve MSP, ki so izdajatelji dolžniških instrumentov).

Kar zadeva ukrepe za povečanje likvidnosti, so udeleženci na trgu na splošno potrdili koristnost pogodb o zagotavljanju likvidnosti. Med deležniki, ki so izrazili mnenje, so se mnogi strinjali, da bi bilo smiselno vzpostaviti okvir EU, čeprav so številni vztrajali, da je treba ohraniti prožnost, ki bi omogočala prilagoditev takšnih pogodb lokalnim razmeram. Nekaj pristojnih nacionalnih organov je izrazilo bojazen, da bi takšne prakse lahko povzročile manipulativno oblikovanje cen. Vendar pa drugi pristojni nacionalni organi niso videli razloga za skrb, če bi bil okvir nastavljen tako, da bi preprečeval manipulativno vedenje, kot je to urejeno v obstoječih sprejetih tržnih praksah. Kar zadeva minimalne zahteve glede prostega obtoka, so bili sodelujoči enakovredno razdeljeni med tiste, ki tak ukrep podpirajo, in tiste, ki mu nasprotujejo.

### **C. Učinki prednostne možnosti**

#### **Kakšne so koristi prednostne možnosti (če obstaja, sicer glavnih možnosti)?**

Prednostne možnosti v zvezi z uredbo o zlorabi trga zagotavljajo ravnotežje med zmanjšanjem upravnih stroškov za uvrstitev MSP v trgovanje in ohranitvijo visoke ravni celovitosti trga. Hkrati preprečujejo kakršno koli znatno povečanje stroškov za nacionalne proračune in proračun EU. Ukrepi v zvezi z likvidnostjo zagotavljajo, da lahko izdajatelji izboljšajo likvidnost svojih delnic s sklenitvijo pogodb o zagotavljanju likvidnosti. Obenem ohranjajo dovolj prožnosti, da lahko pristojni nacionalni organi tržne prakse prilagodijo lokalnim razmeram. Zahteva glede prostega obtoka zagotavlja enako prožnost pri umerjanju za upravljavce trga. Predvideni „prospekt o prenosu“ omogoča znaten prihranek stroškov za izdajatelje ob prehodu na glavne trge in obenem vlagateljem še vedno daje na voljo dovolj informacij.

#### **Kakšni so stroški prednostne možnosti (če obstaja, sicer glavnih možnosti)?**

Predlagane regulativne prilagoditve ne bodo povzročile znatnih stroškov. Stroški za pristojne nacionalne organe bodo minimalni (glej spodaj).

#### **Kakšen bo vpliv na podjetja, MSP ter mikropodjetja?**

MSP bodo imela ob uvrstitvi v trgovanje na zagonskih trgih MSP nižje stroške izpolnjevanja obveznosti in večjo likvidnost. To jim bo pomagalo pri diverzifikaciji virov financiranja, da ne bodo odvisna le od bančnih posojil, in povečalo njihovo splošno zmogljivost za zbiranje sredstev, s čimer se bo olajšala večja rast in okreplila njihova sposobnost za vlaganje v raziskave in razvoj.

#### **Ali bo prišlo do znatnih učinkov na nacionalne proračune in uprave?**

Znatnega učinka na nacionalne proračune ne bo. Predlagane regulativne prilagoditve bodo ustvarile minimalne enkratne stroške za pristojne nacionalne organe zaradi potrebnih sprememb notranjih postopkov. Tekoči stroški bodo po pričakovanjih ostali nespremenjeni ali pa se bodo rahlo zmanjšali. Zmanjšanje zahtev v zvezi z uredbo o zlorabi trga bo zmanjšalo nadzorne delovne obremenitve pristojnih nacionalnih organov v zvezi s seznamami oseb z dostopom do notranjih informacij, odložitvijo razkritja notranjih informacij in sondiranjem trga. Hkrati bodo

pristojni nacionalni organi morda morali okrepiti druge nadzorne ukrepe (npr. spremljanje izvrševanja pogodb o zagotavljanju likvidnosti).

**Bo imela pobuda druge pomembnejše učinke?**

Drugi pomembnejši učinki se ne pričakujejo.

**D. Spremljanje**

**Kdaj se bo politika pregledala?**

Službe Komisije bodo kot del širšega načrta za izboljšanje dostopa malih in srednjih podjetij do javnih trgov, ki ga predvideva vmesni pregled unije kapitalskih trgov, spremljale razvoj zagonskih trgov MSP in dostop MSP do financiranja na kapitalskih trgih ter pregledale učinkovitost sprejetih ukrepov v skladu s pristopom za boljše pravno urejanje.