

Bruxelles, 30. svibnja 2018.
(OR. en)

9402/18

**Međuinstitucijski predmet:
2018/0165 (COD)**

EF 149
ECOFIN 500
CODEC 869

PRIJEDLOG

Od:	Glavni tajnik Europske komisije, potpisao g. Jordi AYET PUIGARNAU, direktor
Datum primitka:	25. svibnja 2018.
Za:	g. Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, glavni tajnik Vijeća Europske unije
Br. dok. Kom.:	COM(2018) 331 final
Predmet:	Prijedlog UREDBE EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA o izmjeni Uredbe (EU) br. 596/2014 i Uredbe (EU) 2017/1129 u pogledu promicanja upotrebe rastućih tržišta malih i srednjih poduzeća (MSP-ova)

Za delegacije se u prilogu nalazi dokument COM(2018) 331 final.

Priloženo: COM(2018) 331 final



EUROPSKA
KOMISIJA

Bruxelles, 24.5.2018.
COM(2018) 331 final

2018/0165 (COD)

Prijedlog

UREDBE EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA

**o izmjeni Uredbe (EU) br. 596/2014 i Uredbe (EU) 2017/1129 u pogledu promicanja
upotrebe rastućih tržišta malih i srednjih poduzeća (MSP-ova)**

(Tekst značajan za EGP)

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

OBRAZLOŽENJE

1. KONTEKST PRIJEDLOGA

• Razlozi i ciljevi prijedloga

Proširenje pristupa izvorima financiranja na tržištu kapitala europskim trgovačkim društvima u svakoj fazi njihova razvoja u središtu je unije tržišta kapitala (CMU-a). EU je od pokretanja akcijskog plana unije tržišta kapitala ostvario znatan napredak u pogledu povećanja brojna izvora financiranja koje poduzećima postaju dostupne tijekom njihova rasta i šire dostupnosti financiranja na tržištima kapitala u cijelom EU-u. Već su uvedeni novi propisi kojima se promiču ulaganja iz europskih fondova poduzetničkog kapitala (EuVECA) u novoosnovana te mala i srednja poduzeća. Komisija i Europski investicijski fond pokrenuli su program paneuropskih krovnih fondova poduzetničkoga kapitala (VentureEU) kako bi potaknuli ulaganja u inovativna novoosnovana i rastuća poduzeća diljem Europe. Već su doneseni novi propisi o prospektima kojima se poduzećima olakšava prikupljanje novčanih sredstava na javnim tržištima vlasničkog i dužničkog kapitala. Radi se na novom prospektu EU-a za rast malih poduzeća i poduzeća srednje tržišne kapitalizacije koja žele prikupljati novčana sredstva u cijelom EU-u. Osim toga, Komisija je radi širenja pristupa financiranju za novoosnovana poduzeća i poduzetnike predložila europsku oznaku za platforme za skupno financiranje pozajmljivanjem i ulaganjima („Europski pružatelji usluga skupnog financiranja za poduzeća”).

Međutim, potrebno je i više od toga kako bi se razvio pogodniji regulatorni okvir kojim bi se podupirao pristup javnom financiranju za mala i srednja poduzeća (MSP-ovi). Konkretno, to se može ostvariti promicanjem oznake rastućih tržišta malih i srednjih poduzeća koja je uvedena Direktivom o tržištima financijskih instrumenata II (MiFID II)¹ i postizanjem prave ravnoteže između zaštite ulagatelja i cjelovitosti tržišta, na jednoj strani, i izbjegavanja nepotrebnog administrativnog opterećenja na drugoj.

U reviziji akcijskog plana unije tržišta kapitala u sredini programskog razdoblja² iz lipnja 2017. Komisija je usmjerila pozornost na pristup MSP-ova tržištima kapitala. U tom kontekstu, Komisija se obvezala objaviti „procjenu učinka kojom će se istražiti mogu li ciljne izmjene relevantnog zakonodavstva EU-a osigurati razmjernije regulatorno okruženje kako bi se podržalo uvrštenje MSP-ova na tržišta kapitala”.

Novouvrštena mala i srednja poduzeća (MSP-ovi) presudni su pokretači ulaganja i otvaranja radnih mjesta. U pogledu godišnjeg rasta i povećanja radne snage, nedavno uvrštena poduzeća često nadmašuju trgovačka društva u privatnom vlasništvu. Uvrštena poduzeća manje ovise o bankovnom financiranju i koriste se raznovrsnijim investicijskim fondovima, imaju lakši pristup dodatnom vlasničkom kapitalu i financiranju dugom (preko sekundarnih ponuda) te istaknutiji profil u javnosti i veću prepoznatljivost marke.

No, unatoč prednostima, tržišta kapitala EU-a za mala i srednja poduzeća teško privlače nove izdavatelje. Nakon krize u Europskoj uniji broj inicijalnih javnih ponuda na tržištima za MSP-ove naglo opada te u tom razdoblju nije značajno porastao. Zbog toga se u Europi generira samo polovina inicijalnih javnih ponuda MSP-ova u odnosu na razdoblje prije financijske krize (478 inicijalnih javnih ponuda prosječno godišnje 2006.–2007. u odnosu na 218 u razdoblju od 2009. do 2017. na MTP-ovima MSP-ova u Uniji). Na europskim MTP-ovima za

¹ Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU

² Komunikacija Komisije o reviziji akcijskog plana unije tržišta kapitala u sredini programskog razdoblja ({SWD(2017) 224 final} i {SWD(2017) 225 final} – od 8. lipnja 2017.)

MSP-ove inicijalnim je javnim ponudama od 2006. do 2007. godišnje u prosjeku prikupljeno 13,8 milijarda EUR. Od 2009. do 2017. ovaj je iznos u prosjeku pao na 2,55 milijarde EUR.

Na odluku MSP-ova da izađu u javnost i odluku ulagatelja da ulažu u financijske instrumente MSP-ova utječu brojni čimbenici. Procjena učinka³ pokazuje da se tržišta kapitala za MSP-ove suočavaju s dvjema skupinama regulatornih izazova: i. u ponudi se izdavatelji suočavaju s višim troškovima usklađivanja za uvrštenje na tržišta kapitala; ii. u potražnji se nedovoljna likvidnost (uslijed viših troškova kapitala) može odraziti na izdavatelje, ulagatelje (koji se mogu suzdržati od ulaganja u MSP-ove prije svega zbog niske razine likvidnosti i povezanih volatilnih rizika) te tržišne posrednike (čiji se poslovni modeli oslanjaju na tijekove naloga potrošača na likvidnim tržištima).

Naziv inicijative: Rastuća tržišta MSP-ova

Ova je inicijativa strogo ograničena na rastuća tržišta MSP-ova⁴ i poduzeća uvrštena na povezana mjesta trgovanja. Rastuća tržišta MSP-ova nova su kategorija multilateralnih mjesta trgovanja (MTP-ova) koja je uvedena Direktivom o tržištima financijskih instrumenata II iz siječnja 2018.

Pri procjeni bi li MSP-ovi koji su izdavatelji vrijednosnih papira i kojima je odobreno trgovanje na uređenim tržištima imali koristi od ekvivalentnih regulatornih olakšica, donesena je odluka o ograničenju korisnika olakšica na izdavatelje kojima je odobreno trgovanje na rastućim tržištima MSP-ova. Zahtjevi nametnuti izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni za trgovanje na uređenim tržištima trebali bi se na sličan način primijeniti neovisno o veličini trgovačkog društva. Različiti zahtjevi nametnuti MSP-ovima u usporedbi s velikim poduzećima vjerojatno će zbuniti dionike (poglavito ulagatelje).

Sadašnji regulatorni okvir

Od poduzeća uvrštenih na rastuće tržište MSP-ova zahtijeva se da se pridržavaju određenih propisa EU-a, posebice Uredbe o zlouporabi tržišta⁵ (MAR-a) i Uredbe o prospektu⁶.

Od datuma početka primjene, 1. srpnja 2016., Uredba o zlouporabi tržišta proširena je na MTP-ove, uključujući rastuća tržišta MSP-ova. Ta uredba ima za cilj jačanje cjelovitosti tržišta i povjerenja ulagatelja. Njome se zabranjuje: i. trgovanje ili pokušaj trgovanja na temelju povlaštenih informacija; ii. preporuka drugoj osobi da trguje na temelju povlaštenih informacija ili njezino poticanje na trgovanje na temelju povlaštenih informacija; iii. nezakonito objavljivanje povlaštenih informacija⁷ ili iv. manipuliranje ili pokušaj manipuliranja tržištem. Prema toj uredbi, izdavatelji također podliježu obvezama objavljivanja informacija i vođenja evidencija. Predmetni izdavatelji posebice podliježu općoj obvezi objavljivanja povlaštenih informacija u javnosti u što kraćem vremenu. Jačanjem cjelovitosti tržišta i širenjem sustava za sprječavanje zlouporabe tržišta na MTP-ove, Uredba o zlouporabi tržišta bila je presudna za vraćanje povjerenja ulagatelja u financijska tržišta.

³ Ocjene učinka {SWD(2018)243} i {SWD(2018)244}

⁴ Da bi se definiralo kao rastuće tržište MSP-ova, najmanje 50 % izdavatelja čijim se financijskim instrumentima trguje na nekom rastućem tržištu MSP-ova su MSP-ovi, definirani u MiFID-u II kao trgovačka društva koja su na temelju kotacije na kraju godine za prethodne tri kalendarske godine ostvarila prosječnu tržišnu kapitalizaciju manju od 200 milijuna EUR.

⁵ Uredba (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o zlouporabi tržišta

⁶ Uredba (EU) 2017/1129 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o prospektu koji je potrebno objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili prilikom uvrštavanja za trgovanje na uređenom tržištu

⁷ To se događa ako bilo koja fizička ili pravna osoba objavi povlaštene informacije izvan uobičajenog tijeka svojeg posla, profesije ili dužnosti

Ipak, taj je zakonodavni spis uniformirana uredba. Skoro svi ti zahtjevi istovjetno se primjenjuju na sve izdavatelje, neovisno o njihovoj veličini ili mjestu trgovanja na kojem su njihovi financijski instrumenti uvršteni za trgovanje. Uredba sadrži samo dvije ograničene prilagodbe za izdavatelje uvrštene na rastuća tržišta MSP-ova. Prva omogućava da mjesta trgovanja koja upravljaju rastućim tržištem MSP-ova objavljuju povlaštene informacije na internetskoj stranici mjesta trgovanja (umjesto na internetskoj stranici izdavatelja). Druga omogućava izdavateljima uvrštenima na rastuća tržišta MSP-ova sastavljanje popisa upućenih osoba na zahtjev nacionalnog nadležnog tijela (NCA-e). No, učinak ove olakšice ograničen je zato što se od poduzeća još uvijek zahtijeva prikupljanje i pohrana svih relevantnih informacija kako bi na zahtjev mogla izraditi popis upućenih osoba.

Prospekt je dokument propisan zakonom koji sadrži informacije o trgovačkom društvu pri javnoj ponudi vrijednosnih papira ili pri uvrštenju za trgovanje na uređenom tržištu. Prema akcijskom planu unije tržišta kapitala, Europska unija je već manjim društvima olakšala i smanjila cijenu pristupa tržištima kapitala, posebice sastavljanjem doradenog prospekta EU-a za rast prema revidiranoj Uredbi o prospektu. Nakon višegodišnjeg puštanja u optjecaj dionica na rastućem tržištu MSP-ova izdavatelj može tražiti uvrštenje za trgovanje na uređenom tržištu. To može poduzeti radi stjecanja koristi od veće likvidnosti i većeg broja ulagatelja. No, ako predmetni izdavatelj želi prenijeti svoje dionice s rastućeg tržišta MSP-ova na uređeno tržište, treba sastaviti cijeli prospekt jer u takvim slučajevima društvima nije dostupan nikakav pojednostavnjeni popis prospekta.

Prihvatanje „marke” rastućeg tržišta MSP-ova ometa ograničeni broj olakšica trenutačno predviđenih zakonodavstvom EU-a za izdavatelje uvrštene na popis ove nove vrste mjesta trgovanja. Stoga je opći cilj ove inicijative uvođenje tehničkih prilagodbi regulatornog okvira EU-a kako bi se: i. smanjilo administrativno opterećenje i regulatorni troškovi usklađivanja s kojima su suočeni MSP-ovi pri uvrštenju svojih financijskih instrumenata za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova, uz istovremeno jamstvo visoke razine sigurnosti ulagatelja i cjelovitosti tržišta; i ii. povećala likvidnost vlasničkih instrumenata uvrštenih na rastuća tržišta MSP-ova.

Ciljane regulatorne izmjene predviđene ovim Prijedlogu neće same po sebi u potpunosti potaknuti pristup MSP-ova tržištima kapitala. Ipak, uklanjaju regulatorne prepreke koje su različiti dionici uočili kao prepreke za povećanje kapitala MSP-ova na tržištima kapitala. To se odvija uz očuvanje najviših standarda zaštite ulagatelja i cjelovitosti tržišta. Svaku izmjenu stoga treba shvatiti kao iskorak u pravom smjeru, a ne kao jedini i isključivi lijek. Uz to, ovaj Prijedlog uredbe nije revizija Uredbe o zlouporabi tržišta (koja se primjenjuje manje od dvije godine) ili Uredbe o prospektu (o kojoj su suzakonodavci nedavno postigli dogovor i koja će se početi primjenjivati najkasnije od srpnja 2019.). Ovaj Prijedlog (zajedno s izmjenama predviđenima u Delegiranoj uredbi Komisije (EU) 2017/56) samo unosi tehničke izmjene radi proporcionalnije primjene pravnog okvira EU-a na MSP-ove. Njime će se osigurati da se oznakom „rastućeg tržišta MSP-ova, koja je uvedena Direktivom MiFID II od siječnja 2018., koriste različiti MTP-ovi usmjereni na MSP-ove u cijelom EU-u.

- **Dosljednost s postojećim odredbama politike u određenom području**

Ta je inicijativa u skladu i s postojećim regulatornim okvirom. U Direktivi MiFID II navodi se da bi cilj rastućeg tržišta MSP-ova trebao biti „olakšavanje pristupa kapitalu za manja i srednja poduzeća” i da „pozornost treba usmjeriti na način na koji bi budući propisi dodatno učvrstili i promicali korištenje ovog tržišta kako bi postalo privlačno ulagateljima te kako bi se osiguralo smanjenje administrativnog opterećenja i dodatni poticaji MSP-ovima za pristup

tržištima kapitala na rastućim tržištima MSP-ova.⁸ U uvodnim izjavama 6. i 55. Uredbe o zlouporabi tržišta izričito se poziva na smanjenje administrativnih troškova za manje izdavatelje uvrštene na rastuća tržišta MSP-ova.

Nekoliko akata EU-a već uključuju posebne odredbe za taj novi oblik mjesta trgovanja, kao što je nedavna Uredba o prospektu⁹ i Uredba o središnjim depozitorijima vrijednosnih papira (CSDR)¹⁰. Cilj tih odredaba smanjenje je administrativnog opterećenja za izdavatelje na rastućem tržištu MSP-ova te povećanje likvidnosti financijskih instrumenata kojima se trguje na ovim tržištima.

Budući da troškovi izrade prospekta za MSP-ove mogu biti nerazmjerno visoki, Uredba o prospektu uvela je doradjeni „prospekt EU-a za rast”. Posebno je dostupan MSP-ovima koji trguju na rastućim tržištima MSP-ova s tržišnom kapitalizacijom manjom od 500 milijuna EUR, a čijim se vrijednosnim papirima trguje na rastućem tržištu MSP-ova¹¹. Uz to, izdavatelji čiji su vrijednosni papiri već uvršteni za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova u trajanju od najmanje zadnjih 18 mjeseci moći će koristiti pojednostavnjene obveze objavljivanja informacija za sekundarna izdanja¹².

U Uredbi o središnjim depozitorijima vrijednosnih papira (CSDR-u) nameće se obvezni postupak nakupa svakom financijskom instrumentu koji nije isporučen u utvrđenom roku dostave od predviđenog datuma namire (tj. dva dana nakon prodaje, takozvanog pravila „T+2”). Istovremeno, CSDR uključuje pravila prilagođena specifičnostima rastućih tržišta MSP-ova. Postupak nakupa aktivira se nakon razdoblja od najviše 15 dana za transakcije na rastućim tržištima MSP-ova, u usporedbi s trajanjem do četiri dana za likvidne vrijednosne papire te do sedam dana za druge nelikvidne vrijednosne papire. Ova specifična pravila za financijske instrumente rastućih tržišta MSP-ova uvedena su kako bi se „u obzir uzela likvidnost tih tržišta te, posebice, omogućila aktivnost održavatelja tržišta na manje likvidnim tržištima”¹³.

Ovaj je Prijedlog uredbe stoga u skladu s prethodno spomenutim postojećim uredbama EU-a jer mu je cilj olakšavanje opterećenja na rastuća tržišta MSP-ova te promicanje likvidnosti vlasničkih instrumenata uvrštenih za trgovanje na predmetnim mjestima trgovanja.

Ovaj je Prijedlog uredbe također u skladu s nekim predviđenim izmjenama Delegirane uredbe Komisije (EU) 2017/565 za potrebe Direktive 2014/65/EU (MiFID II). Te su izmjene također unesene u istu procjenu učinka kako bi se: i. izmijenila definicija izdavatelja nevlasničkih vrijednosnih papira MSP-a na rastućem tržištu MSP-ova i ii. obveza izrade polugodišnjeg opcionalnog izvješća za izdavatelje nevlasničkih vrijednosnih papira na rastućem tržištu MSP-ova postala neobvezna; iii. izdavateljima koji traže uvrštenje za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova uveli zahtjevi za slobodnu prodaju. Tim se mjerama: i. povećava broj izdavatelja koji izdaju isključivo dužničke vrijednosne papire, a koji bi se mogli kvalificirati kao MSP-ovi, što bi posljedično omogućilo registraciju više MTP-ova kao rastućih tržišta MSP-ova, a izdavatelji na tim tržištima imali bi koristi od smanjenih regulatornih zahtjeva; ii. omogućuje tržišnim operaterima bolju prilagodbu pravila za uvrštenje prema lokalnim

⁸ MiFID II, uvodna izjava 132.

⁹ Uredba (EU) 2017/1129 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o prospektu koji je potrebno objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili prilikom uvrštavanja za trgovanje na uređenom tržištu.

¹⁰ Uredba (EU) br. 909/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 23. srpnja 2014. o poboljšanju namire vrijednosnih papira u Europskoj uniji i o središnjim depozitorijima vrijednosnih papira.

¹¹ Čl. 15. Uredbe o prospektu

¹² Čl. 14. Uredbe o prospektu

¹³ Uvodna izjava 18. Uredbe o središnjim depozitorijima vrijednosnih papira

uvjetima; i iii. osigurava da dionice uvrštene za trgovanje na rastućim tržištima MSP-ova nisu previše nelikvidne u fazi uvrštenja.

- **Dosljednost u odnosu na druge politike Unije**

Ovim se zakonodavnim Prijedlogom nastoje dopuniti ciljevi unije tržišta kapitala koji se odnose na smanjenje pretjeranog oslanjanja na financiranje iz banaka i diversifikaciju tržišnih izvora financiranja europskih trgovačkih društava. Od objave akcijskog plana unije tržišta kapitala 2015. Komisija je provela sveobuhvatni paket zakonodavnih i nezakonodavnih mjera radi povećanja financiranja poduzetničkog kapitala u Europi. To uključuje stvaranje krovnog fonda poduzetničkog kapitala uz potporu proračuna EU-a i reviziju Uredbe o europskim fondovima poduzetničkog kapitala (EU-VECA-e) i Uredbe o europskim fondovima za socijalno poduzetništvo (EuSEFA-e)¹⁴. Revizijom se osobito proširila sposobnost fondova EuVECA-e da ulažu u MSP-ove uvrštene za trgovanje na rastućim tržištima MSP-ova.

U okviru svojeg akcijskog plana za financijske tehnologije¹⁵ Europska komisija predstavila je u ožujku 2018. Prijedlog uredbe o pružateljima usluga skupnog financiranja¹⁶. Nakon prihvatanja na razini EU-a nova će uredba omogućiti platformama podnošenje zahtjeva za putovnicu EU-a koja se temelji na jedinstvenom skupu pravila. To će im olakšati ponudu usluga u cijelom EU-u. Iako je europsko tržište skupnog financiranja nerazvijeno u odnosu na ostala velika svjetska gospodarstva, novim bi se pravilima poboljšao pristup ovom inovativnom obliku financiranja malim ulagateljima i poduzećima u potrazi za sredstvima, posebice novoosnovanim poduzećima, te pomoglo bržem rastu tržišta EU-a.

U okviru unije tržišta kapitala Komisija također promiče tržišta privatnih plasmana, što poduzećima omogućuje prikupljanje kapitala izdavanjem dužničkih instrumenata institucionalnim ili drugim iskusnim ulagateljima. U nedavnoj studiji pod naslovom *Određivanje tržišta i regulatornih prepreka za razvoj privatnog plasmana dužničkih vrijednosnih papira u EU-u*¹⁷ (koja je izrađena u ime Komisije) pokazano je da režim istraživanja tržišta u okviru Uredbe o zlouporabi tržišta može ograničiti razvoj ovih izvora financiranja diljem EU-a. Ta regulatorna prepreka odvraća podjednako institucionalne ulagatelje i izdavatelje od pregovaranja o takvim transakcijama.

Olakšavanjem uvrštenja poduzeća na popis rastućih tržišta MSP-ova, ova inicijativa europskim poduzećima olakšava prikupljanje kapitala. To će pomoći u izgradnji ljestvice financiranja koja poduzećima u svakoj fazi njihova razvoja pruža diversifikaciju kanala financiranja. Aktivna javna tržišta kapitala presudna su za upotpunjavanje prethodno spomenutih mjera unije tržišta kapitala. Pružanjem mogućnosti nesmetanog povlačenja, dinamična tržišta kapitala za poduzeća s malom i srednjom kapitalizacijom mogu osnažiti razvoj privatnog vlasništva i poduzetničkog kapitala. Bez te mogućnosti povlačenja ulaganja, fondovi poduzetničkog kapitala i privatnog vlasništva teže će se odlučivati da svoj novac imobiliziraju tijekom razdoblja rasta poduzeća. Javna tržišta vlasničkih instrumenata za MSP-ove također mogu potaknuti skupna vlasnička ulaganja. Kao i poduzetnici s privatnim kapitalom, skupni ulagatelji vlasničkog kapitala traže izlaz za svoja ulaganja te stoga zahtijevaju da se funkcionalna i likvidna tržišta vlasničkog kapitala koriste kao izlazni putovi

¹⁴ Uredba (EU) 2017/1991 od 25. listopada 2017. o izmjeni Uredbe (EU) br. 345/2013 o europskim fondovima poduzetničkog kapitala i Uredbe (EU) br. 346/2013 o europskim fondovima za socijalno poduzetništvo

¹⁵ Akcijski plan za financijske tehnologije: Za konkurentniji i inovativniji europski financijski sektor – COM (2018) 109 final

¹⁶ Prijedlog uredbe Europskog parlamenta i Vijeća o europskim pružateljima usluga skupnog financiranja za poduzeća – COM(2018)113

¹⁷ BCG i Linklaters, Studija o određivanju tržišta i regulatornim preprekama za razvoj privatnih plasmana dužničkih instrumenata u EU-u, 2017.

za rastuća poduzeća koja su pomagali u ranijoj fazi. Ta je inicijativa također usmjerena na uklanjanje regulatornih prepreka kao posljedice primjene režima istraživanja tržišta u okviru Uredbe o zlouporabi tržišta, za privatne plasmane obveznica uvrštenih MSP-ova kod institucionalnih ulagatelja.

2. PRAVNA OSNOVA, SUPSIDIJARNOST I PROPORCIONALNOST

• Pravna osnova

Pravna je osnova Uredbe o zlouporabi tržišta i Uredbe o prospektu članak 114. Ugovora o funkcioniranju Europske unije (UFEU-a) koji europskim institucijama dodjeljuje nadležnost utvrđivanja odgovarajućih odredaba koje za cilj imaju uspostavu i funkcioniranje jedinstvenog tržišta. Te uredbe može izmijeniti samo zakonodavac Unije, i to na temelju članka 114. Ugovora.

Na temelju članka 4. UFEU-a, mjere EU-a za dovršetak unutarnjeg tržišta moraju se procijeniti uzimajući u obzir načelo supsidijarnosti utvrđeno u članku 5. stavku 3. Ugovora o Europskoj uniji. U skladu s načelom supsidijarnosti, mjere na razini EU-a potrebno je poduzeti samo ako države članice ne mogu samostalno dostatno ostvariti ciljeve predloženih mjera, zbog čega se određuju mjere na razini EU-a.

• Supsidijarnost (za neisključivu nadležnost)

Na temelju članka 4. UFEU-a, mjere EU-a za dovršetak unutarnjeg tržišta moraju se procijeniti uzimajući u obzir načelo supsidijarnosti utvrđeno u članku 5. stavku 3. Ugovora o Europskoj uniji. U skladu s načelom supsidijarnosti, mjere na razini EU-a potrebno je poduzeti samo ako države članice ne mogu samostalno dostatno ostvariti ciljeve predloženih mjera, zbog čega se određuju mjere na razini EU-a.

Potrebno je ocijeniti imaju li sporna pitanja transnacionalnu dimenziju i mogu li države članice dostatno ostvariti ciljeve predloženih mjera u okviru svojih nacionalnih ustavnih poredaka (takozvanim „testom nužnosti”). Stoga je potrebno napomenuti da MTP-ovi usmjereni na MSP-ove (i potencijalna rastuća tržišta MSP-ova) imaju naglašeniju lokalnu prirodu od uređenih tržišta. Istovremeno, ta mjesta trgovanja imaju jasnu prekograničnu dimenziju zato što ulagatelji mogu ulagati u mjesta trgovanja izvan matične države članice i zato što izdavatelji često uvrštavaju svoje dionice ili obveznice na mjesta trgovanja u drugoj državi članici.

Prvi je cilj ove inicijative uklanjanje pretjeranog administrativnog opterećenja kako bi se MSP-ovima olakšao pristup tržištima kapitala za dionice i obveznice i time omogućila diversifikacija izvora kapitala pristiglih iz bilo kojeg dijela EU-a (uz očuvanje visoke razine cjelovitosti tržišta i zaštite potrošača). Drugi je cilj povećanje likvidnosti dionica koje izdaju izdavatelji na rastućem tržištu MSP-ova. Postizanjem ovih ciljeva omogućit će se povećanje prekograničnog protoka kapitala te posljedično gospodarskog razvoja i otvaranja radnih mjesta u svim državama članicama EU-a.

Administrativni zahtjevi postavljeni MSP-ovima proizlaze iz primjene Uredbe o zlouporabi tržišta i Uredbe o prospektu. Te europske uredbe nose izravnu obvezujuću pravnu snagu u svim državama članicama. Ne ostavljaju gotovo nikakvu fleksibilnost državama članicama za prilagodbu pravila lokalnim uvjetima ili veličini izdavatelja ili investicijskih društava. Poteškoće koje izazivaju te odredbe mogu se učinkovito riješiti samo zakonodavnim

izmjenama na europskoj razini¹⁸. Drugim mogućim rješenjima, tj. nezakonodavnim mjerama na razini Unije (npr. smjernice Europskog nadležnog tijela za vrijednosne papire i tržišta i mjere na razini država članica) ne može se u dovoljnoj mjeri i učinkovito ostvariti skup ciljeva, kao što ne mogu izmijeniti odredbe uredbi.

Regulatorni nedostaci koji proizlaze iz Uredbe o zlouporabi tržišta također ometaju likvidnost financijskih instrumenata MSP-ova (posebice dionica). Tom se uredbom od država članica također zahtijeva uspostava prihvaćene tržišne prakse kako bi se izdavateljima koji se nalaze u njihovim jurisdikcijama omogućilo sklapanje ugovora o osiguranju likvidnosti s brokerom. Dosad su prihvaćenu tržišnu praksu uvele samo četiri države članice, što znači da izdavatelji u 24 države članice nemaju tu mogućnost. To rascjepkava jedinstveno tržište izazivajući narušavanje tržišnog natjecanja između izdavatelja koji imaju pravo na sklapanje ugovora o likvidnosti i onih koji nemaju tu mogućnost. Ograničeno trgovanje može kod ulagatelja prouzročiti negativnu percepciju likvidnosti dionica uvrštenih za trgovanje na rastućim tržištima MSP-ova i narušiti vjerodostojnost i privlačnost novostvorenih mjesta trgovanja. Radi povećanja likvidnosti na tim tržištima potrebno je poduzeti mjere na razini EU-a kako bi se osiguralo prikladno suzbijanje regulatornih nedostataka kao posljedice pravila EU-a.

Potrebno je razmotriti bi li se ciljevi lakše postigli mjerama na europskoj razini (takozvanim „testom europske dodane vrijednosti”). Mjere EU-a bi svojim opsegom mogle olakšati administrativno opterećenje za izdavatelje MSP-ova i istovremeno im osiguravati jednake uvjete tržišnog natjecanja. Time se izbjegava narušavanje tržišnog natjecanja među rastućim tržištima MSP-ova i održava visoka razina zaštite ulagatelja i cjelovitost tržišta.

Mjere na nacionalnoj razini prouzročile bi regulatorne prepreke koje ometaju osiguravanje likvidnosti, pravnu rascjepkanost i narušavanje tržišnog natjecanja rastućih tržišta MSP-ova u zemljama članicama. U cilju osiguravanja ujednačenosti i pravne sigurnosti prikladnije su mjere na europskoj razini. To će pomoći učinkovitim postizanju ciljeva Direktive o tržištima financijskih instrumenata II (a posebice stvaranja rastućih tržišta MSP-ova) te olakšati prekogranična ulaganja i tržišno natjecanje među burzama, uz zaštitu urednog funkcioniranja tržišta.

• **Proporcionalnost**

Predložene mjere za olakšavanje opterećenja za MSP-ove uvrštene za trgovanje poštuju načelo proporcionalnosti. Prikladne su za postizanje ciljeva i ne prelaze ono što je potrebno. Kada Uredba o zlouporabi tržišta omogućuje državama članicama olakšavanje opterećenja za izdavatelje (npr. u skladu s člankom 19. stavkom 9. nadležna nacionalna tijela mogu donijeti odluku o podizanju praga iznad kojeg transakcije osoba na rukovodećim položajima u iznosu od 5000 EUR do 20 000 EUR moraju biti javno objavljene), Komisija je odustala od donošenja zakonodavnog akta kako bi državama članicama omogućila fleksibilnost za prilagodbu tih zahtjeva lokalnim uvjetima. Kada ne postoji fleksibilnost za prilagodbu Uredbe o zlouporabi tržišta lokalnim uvjetima, potpuno je opravdano poduzeti zakonodavne mjere na razini EU-a radi olakšavanja administrativnog opterećenja nametnuta izdavateljima na rastućem tržištu MSP-ova.

Mjera usmjerena na poboljšanje likvidnosti (stvaranje 29. režima za ugovore o likvidnosti za izdavatelje na rastućem tržištu MSP-ova – u nastavku vidjeti iscrpno objašnjenje specifičnih odredaba prijedloga) unosi ravnotežu među uvedenim paneuropskim standardima za ugovore

¹⁸ Predmet Vodafone C-58/08: „Ako je akt koji se temelji na članku 95. EZ-a već otklonio svaku prepreku za trgovanje u području koje usklađuje, zakonodavnom tijelu Zajednice ne može se odbiti mogućnost prilagodbe tog akta bilo kojoj promjeni okolnosti ili razvoju znanja s obzirom na njegovu zadaću zaštite općih interesa priznatih Ugovorom.”

o likvidnosti istovremeno ostavljajući fleksibilnost državama članicama za usvajanje prihvaćenih tržišnih praksa za ugovore o likvidnosti (npr. širenje opsega ugovora o likvidnosti na druge nelikvidne vrijednosne papire uz dionice rastućeg tržišta MSP-ova ili prilagodba zahtjeva takvih ugovora lokalnim posebnostima).

- **Odabir instrumenta**

Kao posljedica primjene Uredbe o zlouporabi tržišta i Uredbe o prospektu, predložene zakonodavne izmjene posebice su usmjerene na smanjenje administrativnog opterećenja i troškova usklađivanja s kojima su suočeni izdavatelji na rastućem tržištu MSP-ova. Uz to, osiguravanjem mogućnosti sklapanja ugovora o osiguranju likvidnosti svakom izdavatelju na rastućem tržištu MSP-ova u EU-u, ova inicijativa teži promicanju likvidnosti.

U tu svrhu, zakonodavnim mjerama izmijenit će se trenutne odredbe Uredbe o zlouporabi tržišta i Uredbe o prospektu. Budući da će mnoge nužne izmjene biti manje promjene postojećih propisa, mogu se sažeti u skupnu uredbu. Zakonska osnova Uredbe o prospektu i Uredbe o zlouporabi tržišta članak je 114. stavak 1. UFEU-a. Stoga svaka izmijenjena uredba ima istu pravnu osnovu.

3. REZULTATI *EX POST* EVALUACIJA, SAVJETOVANJA S DIONICIMA I PROCJENE UČINAKA

- **Savjetovanja s dionicima**

- (a) Javno savjetovanje o „izgradnji razmjernog regulatornog okvira za podršku MSP-ovima uvrštenima za trgovanje”

Službe Komisije pokrenule su 18. prosinca 2017. javno savjetovanje za MSP-ove uvrštene za trgovanje. Usmjereno je na tri glavna područja: 1) kako nadopuniti koncept rastućeg tržišta MSP-ova koji je osmislio MiFID II; 2) kako olakšati opterećenja za trgovačka društva koja su uvrštena na rastuća tržišta MSP-ova i 3) kako ojačati ekosustav koji okružuje lokalne burze, posebice u cilju poboljšanja likvidnosti dionica uvrštenih na ta mjesta trgovanja. Komisija je zaprimila 71 odgovor koji su poslali dionici iz 18 država članica¹⁹.

Na pitanje zašto neki MSP-ovi traže uvrštenje na popis europskih tržišta kapitala, mnogi su dionici spomenuli administrativno opterećenje koje se MSP-ovima nameće zlouporabom tržišta, transparentnost i pravila objavljivanja informacija. Uredba o zlouporabi tržišta opisana je kao teška za tumačenje, što ometa MSP-ove u ispunjavanju europskog zakonodavstva.

Većina je dionika također uočila veliko opterećenje i visoku cijenu režima transakcija osoba na rukovodećim položajima, zalažući se za produženje roka za dostavljanje obavijesti o transakcijama, produženje praga iznad kojeg moraju biti dostavljene obavijesti o transakcijama i prebacivanje odgovornosti na nacionalna nadležna tijela za javno objavljivanje transakcija osoba na rukovodećim položajima. U pitanju o popisu upućenih osoba, velika većina ispitanika složila se da je zahtjev ograničavajući i opterećujući, premda neophodan. U prosjeku su se zalagali za to da se od izdavatelja traži podnošenje popisa

¹⁹ 6 javnih nadležnih tijela (2 ministarstva financija, 4 nacionalna nadležna tijela); 18 burza; 35 strukovnih udruga (6 za brokere, 14 za investicijske upravitelje / investicijske banke, 4 za osiguravatelje, 3 za računovodstvo/reviziju, 2 agencije za kreditni rejting, 4 za izdavatelje, 1 za mirovinsko osiguranje), 2 nevladine organizacije, 2 konzultantska / odvjetnička društva, 2 razvojne banke, 1 akademska ustanova; ESMA-ina Interesna skupina za vrijednosne papire i tržište i Skupina korisnika financijskih usluga Ovi dionici dolaze iz 18 država članica. AT, BE, CZ, DE, DK, EE, EL, ES, FI, FR, HR, IE, IT, LV, NL, PL, SE i UK.

upućenih osoba samo na zahtjev nacionalnih nadležnih tijela ili da samo vodi popis „stalnih upućenih osoba”. Samo se mali broj ispitanika zalagao za to da se izdavatelji na rastućem tržištu MSP-ova potpuno izuzmu od obveze vođenja popisa upućenih osoba. Osim nekoliko dionika koji su podržali obrazloženje kašnjenja objavljivanja povlaštenih informacija, većina se zalagala za to da imaju obvezu dostaviti obrazloženje samo na zahtjev nacionalnih nadležnih tijela te da ih se oslobodi obveze vođenja evidencije o objavljivanju. Ponovno uzimajući u obzir samo one koji su se izjasnili, velika većina dionika podržala je izuzeće od privatnog plasmana obveznica na rastućim tržištima MSP-ova od pravila istraživanja tržišta ako su ulagatelji uključeni u pregovore o izdavanju.

Velika većina ispitanika koji su iznijeli mišljenje smatrala je da olakšice treba odobriti svim poduzećima uvrštenima na rastuća tržišta MSP-ova. Smatrali su da je načelo „jednog tržišta s jedinstvenim skupom pravila” neophodno radi jasnoće i kako bi se osiguralo prihvaćanje ulagatelja, izdavača i financijskih posrednika. Ipak, određen broj mjesta trgovanja i predstavnika izdavatelja smatrao je da bi regulatorne olakšice trebale biti dodijeljene svim MSP-ovima, neovisno o njihovoj uvrštenosti na popis multilateralne trgovinske platforme ili uređenog tržišta.

Većina se dionika izjasnila protiv utvrđivanja pravila o obveznom prijenosu izdavatelja s rastućeg tržišta MSP-ova na uređeno tržište, tvrdeći da bi umjesto toga prijenos na uređeno tržište uvijek trebalo prepustiti odluci izdavatelja. Ipak, nekolicina smatra da bi prijenose uvrštenja za trgovanje trebalo olakšati odgovarajućim regulatornim poticajima namijenjenima olakšavanju administrativnog opterećenja i troška uvrštenja za trgovanje na uređenom tržištu. Različiti dionici napomenuli su da bi se, u slučaju premještanja izdavatelja s rastućeg tržišta MSP-ova na uređeno tržište, takav poticaj mogao ostvariti u obliku izuzeća od prospekta ili doradenog prospekta. U pogledu mjera za poboljšanje likvidnosti, sudionici na tržištu općenito su pozitivno ocijenili korist od ugovora o likvidnosti. Znatno broj dionika koji su iznijeli mišljenje smatra da bi bilo korisno uspostaviti okvir EU-a, iako su mnogi istaknuli potrebu da se u takvim ugovorima zadrži fleksibilnost kako bi se mogli prilagoditi lokalnim uvjetima. Određen broj nadležnih nacionalnih tijela izrazio je bojazan da bi takve prakse mogle dovesti do manipulirajućeg određivanja cijena. Druga nadležna nacionalna tijela nisu smatrala da postoje razlozi za zabrinutost ako bi se okvir kalibrirao tako da se izbjegnu manipulirajuća ponašanja kao što je slučaj s postojećim prihvaćenim tržišnim praksama.

(b) Revizija CMU-a u sredini programskog razdoblja

Službe Komisije pokrenule su 20. siječnja 2017. javno savjetovanje o reviziji unije tržišta kapitala u sredini programskog razdoblja. Mnogi ispitanici pozvani su na proporcionalnu reviziju različitih obveza nametnutih nefinancijskim izdavateljima, posebice MSP-ovima. Smatra se da ove obveze nameću preveliko opterećenje i odvraćaju izdavatelje od zahtjeva za uvrštenje.

U pogledu pravnog okvira koji se primjenjuje na uvrštena poduzeća, ispitanici kritiziraju različite aspekte Uredbe o zlouporabi tržišta. Primjerice, pravila o transakcijama osoba na rukovodećim položajima i popisima upućenih osoba kritizirana su zbog prevelikog opterećenja nametnutog poduzećima uvrštenima za trgovanje na multilateralnim trgovinskim platformama. Definicija povlaštene informacije smatra se presloženom i mogla bi dovesti do rizika prijevremenog objavljivanja informacija od strane uvrštenih izdavatelja. Neki ispitanici smatraju da je opseg pravila o „istraživanju tržišta” u okviru Uredbe o zlouporabi tržišta preširok i da bi se mnogi sudionici na tržištu mogli opirati ispitivanju u okviru istraživanja tržišta zbog izloženosti pravnom riziku. Ostali ispitanici smatraju da proširenje područja primjene Uredbe o zlouporabi tržišta na trgovačka društva uvrštena za trgovanje na

multilateralne trgovinske platforme povećava cijenu pristupa tržištima kapitala zbog izravnih troškova praćenja i širenja povlaštenih informacija.

(c) Poziv na iskaz mišljenja: Regulatorni okvir EU-a za financijske usluge

Službe komisije 30. rujna 2015. pokrenule su poziv na iskaz mišljenja namijenjen poboljšanju kvalitete trenutačnog regulatornog okvira financijskih usluga, uključujući one na koje bi izravno utjecale mjere CMU-a. U pozivu na iskaz mišljenja, ispitanici su većinom podržali reforme uređenja tržišta kapitala. No, izrazili su zabrinutost zbog načina na koji zakonodavstvo o zlouporabi tržišta, prospektima i tržištu vrijednosnih papira utječe na tržišno financiranje MSP-ova.

Kad je riječ o režimu zlouporabe tržišta i rastućim tržištima MSP-ova, neki ispitanici smatraju da režim zlouporabe tržišta previše opterećuje izdavatelje na rastućim tržištima MSP-ova, što u konačnici može izazvati nedostatak aktivnosti te tako smanjiti financiranje MSP-ova. Posebna zabrinutost povezana je sa širenjem opsega dužnosti izdavatelja pod režimom za trgovačka društva uvrštena za trgovanje na MTP-ovima, kao što je dostavljanje popisa upućenih osoba i obavijesti o transakcijama osoba na rukovodećim položajima.

- **Prikupljanje i primjena stručnih znanja**

Službe Komisije organizirale su 14. studenog 2017. tehničku radionicu s oko 25 predstavnika burzi vrijednosnih papira iz 27 država članica. Cilj radionice bio je rasprava o tehničkim odredbama i mogućim doradama regulatornog okvira za lakši pristup MSP-ova na tržišta kapitala, u okviru pripreme javnog savjetovanja za 2017. o „izgradnji razmjernog regulatornog okvira za potporu uvrštavanju MSP-ova za trgovanje”.

Većina sudionika smatra da su Uredbom o zlouporabi tržišta stvorene skupe obveze i nametnuti strogi zahtjevi izdavateljima MSP-ova, unatoč važnoj ulozi koju ima u pogledu povjerenja ulagatelja. Kao razloge ovog opterećenja ispitanici su naveli prirodu povlaštenih informacija i razinu pojedinosti koje se zahtijevaju pri objavljivanju tih informacija. Neki su sudionici naglasili da je poteškoća jasnog određivanja pojma povlaštene informacije problematična. Neki su dionici kritizirali nerazmjernost sankcija primjenjivih u okviru Uredbe o zlouporabi tržišta u odnosu na trgovačka društva uvrštena za trgovanje na multilateralnim trgovinskim platformama, a čija je tržišna kapitalizacija često manja od 10 milijuna EUR. U pogledu popisa upućenih osoba, nekoliko je sudionika naglasilo nebitnost izuzeća uvedenog za rastuća tržišta MSP-ova zato što bi se od izdavatelja i dalje tražila *ex post* dostava popisa upućenih osoba i s tim u vezi pripremljeni postupci. Mnogi su se dionici požalili na stroge rokove određene osobama na rukovodećim položajima za dostavljanje obavijesti o transakcijama, uz tvrdnju da bi vremenski okvir od tri dana trebalo produžiti na pet dana, odnosno da bi izdavateljima za objavu informacija trebalo dodijeliti dva dodatna dana. Neki su od njih također objasnili da bi o transakcijama osoba na rukovodećim položajima trebalo obavješćivati samo onda kada su značajne, tj. s vrijednošću višom od trenutnog praga (5000 EUR). Tri mjesta trgovanja također su se složila da se pravila Uredbe o zlouporabi tržišta ne bi jednako primjenjivala na izdavatelje vlasničkih vrijednosnih papira i one koji izdaju samo dužničke instrumente. U konačnici su sudionici objasnili da je većina obveznica privatno plasirana te da bi stoga izuzeće od pravila istraživanja tržišta za privatne plasmane predstavljalo istinsku olakšicu.

Navedeno je da bi sudionici na tržištu pozdravili jasnije ugovore o osiguranju likvidnosti, s obzirom na njihovu važnost za brokere i trgovačka društva. Neki su dionici objasnili da prihvaćene tržišne prakse za osiguranje likvidnosti ne bi trebalo ukloniti, uz zagovaranje pravne sigurnosti izdavanja.

Službe Komisije 28. studenoga 2017. organizirale su i tehničku radionicu na kojoj se okupilo tridesetak predstavnika izdavatelja, ulagatelja, brokera i drugih financijskih posrednika.

Velika većina dionika složila se da primjena Uredbe o zlouporabi tržišta nameće znatne troškove MSP-ovima. Neki su sugerirali potrebu potpunog odbacivanja Uredbe o zlouporabi tržišta na tržištima za MSP-ove ili potrebu vraćanja tog zakonodavstva na prethodni režim Uredbe o zlouporabi tržišta zato što novi režim često navodi poduzeća na pokušaje povlačenja svojih dionica s tržišta. Dionici su zapazili ograničenu vrijednost izuzeća od vođenja i ažuriranja popisa upućenih osoba koje je utvrđeno Uredbom o zlouporabi tržišta jer nacionalna nadležna tijela i dalje mogu od trgovačkih društava tražiti dostavljanje prevelike količine informacija, što je manjim izdavateljima teško izvedivo. Neki su sudionici istaknuli veliki rizik i potencijalnu štetnost zlouporabe povlaštenih informacija za povjerenje ulagatelja. Stoga bi održavanje najmanje stalnog dijela popisa upućenih osoba moglo predstavljati uravnotežen pristup. U pogledu transakcija osoba na rukovodećim položajima, mnogi su izjavili da trodnevno produženje vremenskog okvira za obavješćivanje tržišta ne bi ugrozilo zaštitu ulagatelja. Neki su dionici izjavili da bi 20 000 EUR predstavljalo razmjerniji prag za objavljivanje transakcija osoba na rukovodećim položajima, iako bi se mogao dodatno povisiti bez ugrožavanja cjelovitosti tržišta. Drugi tvrde da bi zahtjev upućen nacionalnom nadležnom tijelu da javno objavi transakcije osoba na rukovodećim položajima smanjio opterećenje nametnuto izdavateljima. Neki sudionici tvrde da bi prijenosi uvrštenja s rastućeg tržišta MSP-ova na uređeno tržište trebalo potaknuti kroz manje opterećujuće prospekte.

- **Procjena učinka**

Ovaj je Prijedlog popraćen procjenom učinka koja je dostavljena 19. ožujka 2018. i koju je Odbor za regulatorni nadzor sa zadržkom odobrio 22. travnja 2018.

Od Odbora za regulatorni nadzor zahtijevaju se izmjene nacрта procjene učinka kako bi se pojasnilo sljedeće: i. opravdanost inicijative s gledišta supsidijarnosti; ii. način na koji je utvrđen opseg inicijative (u pogledu mjera koje treba uključiti i načina na koji je procjena učinka svrstala mjere u opcije); iii. način na koji bi odabrane opcije utjecale na zaštitu ulagatelja. Opaske koje je iznio odbor upućene su i unesene u konačnu verziju procjene učinka.

U procjeni učinka analizira se nekoliko mogućnosti politike radi dostizanja dvostrukog cilja smanjenja administrativnog opterećenja izdavateljima na rastućem tržištu MSP-ova i jačanja likvidnosti vlasničkih instrumenata uvrštenih na mjesta trgovanja, uz istovremeno održavanje visoke razine zaštite ulagatelja i cjelovitosti tržišta.

Komisija je iznijela analizu poteškoća koje mogu ograničiti ponudu financijskih instrumenata na rastućim tržištima MSP-ova, kao i zahtjeva za te instrumente (posebice problema s likvidnošću koji može obeshrabriti ulagatelje pri ulaganju u tržišta). Procjena učinka opisuje tri pokretača koji objašnjavaju te poteškoće: 1) regulatorno opterećenje za uvrštene MSP-ove kao posljedica primjene MAR-a; 2) neprikladna definicija rastućih tržišta MSP-ova i 3) nedostatak mehanizma za promicanje trgovanja i likvidnosti na rastućim tržištima MSP-ova.

Potrebno je napomenuti da neki od problema proizlaze iz primjene MiFID-a II razine 2. i razmotrit će se kroz odvojene izmjene Delegirane uredbe Komisije 2017/565.

Tablica u nastavku pruža sažetak različitih olakšica namijenjenih izdavateljima na rastućem tržištu MSP-ova (na temelju Uredbe o zlouporabi tržišta i Uredbe o prospektu) i mjera namijenjenih jačanju likvidnosti dionica MSP-ova, kao i njihova utjecaja na relevantne dionike.

Odabrane opcije politike	Učinak na relevantna tržišta / relevantne sektore
Odabrane opcije na temelju Uredbe o zlouporabi tržišta	
Određivanje novog roka za javno objavljivanje transakcija osoba na rukovodećim položajima (dva dana od datuma obavijesti koju dostavljaju osobe na rukovodećim položajima)	Time bi se olakšalo administrativno opterećenje za rastuća tržišta MSP-ova i osiguralo dovoljno vremena za obavješćivanje javnosti o transakcijama osoba na rukovodećim položajima. Promjena početne točke roka izazvala bi neznatan ili nikakav učinak na cjelovitost tržišta.
Obveza vođenja popisa „stalnih upućenih osoba”	Izbjegavanjem troškova sastavljanja <i>ad hoc</i> popisa upućenih osoba za svaku povlaštenu informaciju olakšalo bi se opterećenje za izdavatelje. Budući da se nadležna nacionalna tijela u praksi rijetko oslanjaju na popise povlaštenih osoba, učinak na njihov kapacitet otkrivanja zlouporabe povlaštenih informacija bio bi minimalan.
Obrazloženje odgođene povlaštene informacije trebalo bi dostaviti samo na zahtjev (bez potrebe vođenja evidencije o objavljivanju).	Time bi se smanjilo administrativno opterećenje za izdavatelje na rastućem tržištu MSP-ova izuzećem od obveze zapisivanja dugog popisa informacija (evidencije o objavljivanju). Budući da bi u slučaju odgoda nadležna nacionalna tijela i dalje bila obaviještena i imala bi mogućnost zahtijevati obrazloženje (koje <i>ex post</i> pripremaju izdavatelji), učinak na cjelovitost tržišta bio bi minimalan.
Izuzeće privatnih plasmana obveznica na temelju pregovora kod institucionalnih ulagatelja od režima istraživanja tržišta ako postoji alternativni postupak otkrivanja povlaštenih informacija	Time bi se smanjilo administrativno opterećenje i izdavateljima (i onima koji djeluju u vlastito ime) i ulagateljima te olakšalo izdavanje privatnih plasmana. Alternativni postupak otkrivanja povlaštenih informacija osigurao bi osviještenost svih strana u pogledu njihovih obveza povezanih s objavljivanjem povlaštenih informacija.
Stvaranje europskog režima za ugovore o osiguranju likvidnosti za izdavatelje vlasničkih vrijednosnih papira na rastućem tržištu MSP-ova i davanje mogućnosti nadležnim nacionalnim tijelima da utvrde prihvaćene tržišne prakse	Povećala bi se likvidnost i smanjila volatilnost dionica MSP-ova te tako povećala privlačnost rastućih tržišta MSP-ova za ulagatelje, posrednike i burze.
Odabrane opcije na temelju Uredbe o prospektu	
Sastavljanje manje zahtjevnijeg „prospekta o prijenosu” za izdavatelje na rastućem tržištu MSP-ova uvrštenih za trgovanje najmanje tri godine pri traženju	Time bi se poduzećima pomoglo da s rastućeg tržišta MSP-ova prijeđu na uređeno tržište i omogućilo sastavljanje pojednostavnjenog prospekta.

U procjeni učinka također se napominje da, radi dosljednosti, jednostavnosti i jasnoće za ulagatelje i izdavatelje, olakšice navedene u Uredbi u zlorporabi tržišta trebaju koristiti sva poduzeća uvrštena za trgovanje na rastućim tržištima MSP-ova, a ne samo MSP-ovi uvršteni na predmetna mjesta trgovanja.

U procjeni učinka zaključeno je da će predloženi „paket” mjera (putem ovog prijedloga skupne uredbe i predviđenih ciljanih izmjena MiFID-a II razine 2.) pridonijeti sveobuhvatnom cilju CMU-a u smislu olakšavanja pristupa tržištima kapitala manjim poduzećima. Ovim će se paketom mjera podržati poduzeća uvrštena za trgovanje na rastućim tržištima MSP-ova, i to smanjenjem administrativnog opterećenja i poboljšanjem njihove likvidnosti. No, procjenom učinka također je istaknuto da regulatorne mjere uključene u ovu inicijativu nemaju značajniji utjecaj na stanje manjih poduzeća u pogledu uvrštenja za trgovanje.

- **Primjerenost propisa i pojednostavljivanje**

Ovom se inicijativom djelomično nastoje smanjiti troškovi za izdavatelje na rastućim tržištima MSP-ova. Ovo vrijedi za izmjene predviđene za Uredbu o zlorporabi tržišta koje bi mogle dovesti do smanjenja troškova procijenjenih na iznos od 4,03 milijuna EUR do 9,32 milijuna EUR godišnje. To bi svakom izdavatelju donijelo smanjenje troškova za 15–17,5 %, a kao posljedice primjene Uredbe o zlorporabi tržišta. Sastavljanje „prospekta o prijenosu” koje omogućuje izdavateljima prijelaz s rastućeg tržišta MSP-ova na uređeno tržište dovelo bi do ušteda procijenjenih na iznos od 4,8 milijuna EUR i 7,2 milijuna EUR godišnje. Ovakav „prospekt o prijenosu” smanjio bi troškove koji se snose za pripremu ovog dokumenta za 25–28,5 %.

- **Temeljna prava**

Buduće zakonodavne mjere trebaju biti usklađene s relevantnim temeljnim pravima sadržanima u Povelji o temeljnim pravima EU-a. Prijedlogom se poštuju temeljna prava i prate načela priznata u Povelji, posebice sloboda poduzetništva (čl. 16.) i zaštita potrošača (čl. 38.). Budući da je ova inicijativa usmjerena na olakšavanje administrativnog opterećenja za male izdavatelje, pridonijela bi unaprjeđenju prava slobodnog poduzetništva. Predviđene izmjene Uredbe o zlorporabi tržišta i Uredbe o prospektu ne bi imale nikakva učinka na zaštitu potrošača jer su te ciljane promjene formulirane tako da očuvaju visoku razinu cjelovitosti tržišta i zaštite potrošača.

4. UTJECAJ NA PRORAČUN

Ne očekuje se da inicijativa ima primjetan učinak na proračun EU-a.

5. OSTALI DIJELOVI

- **Planovi provedbe i mehanizmi praćenja, evaluacije i izvješćivanja**

Praćenje učinka nove uredbe provest će Komisija. Presudni parametri za ocjenu učinkovitosti uredbe u postizanju navedenih ciljeva (tj. olakšica za administrativno opterećenje i povećane likvidnosti) jesu sljedeći:

- (1) učinci na izdavatelje na rastućem tržištu MSP-ova i tržišne operatere
 - (a) broj registriranih rastućih tržišta MSP-ova;

- (b) broj uvrštenja za trgovanje i tržišna kapitalizacija na cijelom rastućem tržištu MSP-ova;
 - (c) broj i veličina inicijalnih javnih ponuda (IPO-a) i inicijalnih ponuda obveznica (IBO-a) na rastućim tržištima MSP-ova;
 - (d) broj i veličina IPO-a i IBO-a europskih MSP-ova u trećim zemljama;
 - (e) omjer vanjskog financiranja MSP-ova koji se temelji na bankovnom kreditiranju i onoga koji se temelji na tržištu kapitala;
 - (f) broj i obujam privatnih plasmana uvrštenih obveznica kod institucionalnih ulagatelja;
 - (g) broj „prospekata o prijenosu”;
- (2) učinak na likvidnost rastućih tržišta MSP-ova
- (a) broj ugovora o likvidnosti koji su sklopili izdavatelji;
 - (b) obujam transakcija (prilagođen prema broju uvrštenja na mjestu trgovanja);
 - (c) prosječna slobodna prodaja;
 - (d) prosječna razlika između tražene i ponuđene cijene uvrštenja;
 - (e) prosječna likvidnost pri postizanju željene cijene;
 - (f) prosječna dubina tržišne knjige;
 - (g) prosječno vrijeme za izvršavanje naloga;
 - (h) prosječna dnevna volatilnost.

Ovaj popis pokazatelja nije iscrpan i može se proširiti radi prilagodbe praćenja dodatnih učinaka. Dodatni pokazatelji mogu, primjerice, pomoći i u procjeni učinkovitosti drugih neregulativnih mjera koje su sastavni dio šireg paketa uvrštenja MSP-ova. Trebalo bi napomenuti i da ne postoje konkretni kvantitativni ciljevi utvrđeni za pokazatelje na popisu. Budući da na pokazatelje znatno utječe niz raznih čimbenika, koji nisu obuhvaćeni ovom inicijativom, učinkovitost inicijative trebalo bi ispitati na temelju usmjerenog razvoja pokazatelja.

Mnogi bi pokazatelji zahtijevali pomoć i ulazne podatke država članica, nadležnih nacionalnih tijela, europskog nadležnog tijela za vrijednosne papire i tržišta (ESMA-e) te tržišnih operatera. Ovo je posebice važno za slučaj pokazatelja o likvidnosti.

- **Detaljno obrazloženje posebnih odredbi prijedloga**

- (a) Izmjene Uredbe o zlouporabi tržišta

Izuzeće od režima istraživanja tržišta za privatne plasmane obveznica kod kvalificiranih ulagatelja

U cilju poticanja razvoja tržišta privatnih plasmana obveznica, Komisija predlaže izmjenu režima istraživanja tržišta u članku 11. Uredbe o zlouporabi tržišta. Privatni plasman obveznica kod kvalificiranih ulagatelja (tj. javna ponuda obveznica koja je upućena samo kvalificiranim ulagateljima, kako je definirano Uredbom o prospektu) trenutačno može biti obuhvaćen područjem primjene režima istraživanja tržišta. U stvari, takvo izdavanje može imati potencijalni učinak na kreditnu sposobnost izdavatelja čiji su vrijednosni papiri (npr. dionice ili obveznice) već uvršteni za trgovanje na mjestu trgovanja te stoga predstavljaju povlaštenu informaciju.

Cilj tehničke izmjene članka 11. Uredbe o zlouporabi odnosi se na pojašnjenje da priopćivanje informacija potencijalnim kvalificiranim ulagateljima s kojima su dogovoreni svi uvjeti privatno plasiranih transakcija obveznica (uključujući ugovorne uvjete) neće biti podložna režimu tržišnog ispitivanja. To će izuzeće biti dostupno ako i. izdavatelj koji traži privatni plasman obveznica već ima svoje vlasničke ili nevlasničke financijske instrumente uvrštene za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova; i ii. ako je uspostavljen alternativni postupak otkrivanja povlaštenih informacija²⁰ kojim svaki potencijalni kvalificirani ulagatelj prihvaća regulatorne dužnosti koje proizlaze iz pristupa povlaštenim informacijama. Taj uspostavljeni alternativni postupak otkrivanja povlaštenih informacija mogao bi biti u obliku sporazuma o povjerljivosti podataka.

Ugovor o osiguranju likvidnosti za izdavatelje na rastućem tržištu MSP-ova

Izmjenom članka 13. Uredbe o zlouporabi tržišta izdavatelji na rastućem tržištu MSP-ova moći će sklopiti „ugovor o osiguranju likvidnosti” s financijskim posrednikom kojem će se povjeriti zadaća povećanja likvidnosti izdavateljevih dionica. To će biti dopušteno čak i ako nacionalno nadležno tijelo za rastuće tržište MSP-ova nije uvelo prihvaćenu tržišnu praksu za ugovore o osiguranju likvidnosti u skladu s člankom 13. Uredbe o zlouporabi tržišta.

Ova će mogućnost podlijevati trima uvjetima: i. ugovor o osiguranju likvidnosti ispunjava uvjete određene u članku 13. stavak 2. i u provedbenim tehničkim standardima koje će izraditi europsko nadležno tijelo za vrijednosne papire i tržišta; ii. pružatelj likvidnosti trebao bi biti investicijsko društvo ovlašteno na temelju MiFID-a II i tržišni član rastućeg tržišta MSP-ova na kojem se nalaze izdavateljeve dionice uvrštene za trgovanje; i iii. tržišni operater ili investicijsko društvo koje djeluje na rastućem tržištu MSP-ova bit će obaviješteno o sklapanju ugovora i suglasno s uvjetima upotrebe. Ti bi se uvjeti trebali ispuniti u bilo kojem trenutku, a relevantna nacionalna nadležna tijela mogu od izdavatelja ili investicijskog društva koje djeluje kao pružatelja likvidnosti zatražiti primjerak ugovora o likvidnosti.

Europsko nadležno tijelo za vrijednosne papire i tržišta bit će ovlašteno za izradu provedbenih tehničkih standarda koji predviđaju predložak ugovora o osiguranju likvidnosti. Provedbenim tehničkim standardima utvrdit će se zahtjevi s kojima će se uskladiti takvi ugovori o osiguranju likvidnosti kako bi u svim državama članicama bili zakoniti.

Nova odredba ne sprječava države članice da donesu prihvaćene tržišne prakse u skladu s člankom 13., prilagode ugovor o osiguranju likvidnosti lokalnim uvjetima ili prošire područja primjene ugovora o likvidnosti izvan izdavatelja na rastućem tržištu MSP-ova (npr. za nelikvidne vrijednosne papire na uređenim tržištima).

Obrazloženje odgode objavljivanja povlaštenih informacija

Cilj je ove izmjene članka 17. Uredbe o zlouporabi tržišta smanjenje obveza nametnutih izdavateljima na rastućem tržištu MSP-ova ako odluče odgoditi objavljivanje povlaštenih informacija.

Prema ovoj izmjeni, izdavatelji na rastućem tržištu MSP-ova i dalje će biti obvezni o izmjeni obavijestiti relevantno nacionalno nadležno tijelo. No, bit će dužni obrazložiti razloge za odgodu samo na zahtjev nacionalnog nadležnog tijela (umjesto u svim slučajevima). Uz to bi, u cilju obrazloženja odgode na kontinuiranoj osnovi (kao što je trenutačno utvrđeno u Provedbenoj uredbi Komisije (EU) 2016/1055), izdavatelji na rastućem tržištu MSP-ova bili oslobođeni obveze vođenja popisa detaljnih informacija. Ako i kada izdavatelj primi zahtjev od nacionalnog nadležnog tijela, obrazloženje će biti pripremljeno *ex post*.

²⁰ Otkrivanje povlaštenih informacija čin je kojim osoba kojoj su povlaštene informacije priopćene stječe status „upućene osobe”.

Popis upućenih osoba za rastuća tržišta MSP-ova

Na temelju Uredbe o zlouporabi tržišta (članak 18. stavak 6.) od izdavatelja na rastućem tržištu MSP-ova ne zahtijeva se vođenje popisa upućenih osoba na kontinuiranoj osnovi, sve dok i. izdavatelj ne poduzme sve razumne korake kako bi osigurao da svaka osoba koja ima pristup povlaštenim informacijama prihvaća zakonske i regulatorne obveze koje iz toga proizlaze i postane svjesna sankcija koje se primjenjuju i ii. izdavatelj ne može na zahtjev nacionalnog nadležnog tijela dostaviti popis povlaštenih osoba.

Ovom se izmjenom predlaže zamjena trenutačnih olakšica namijenjenih izdavateljima na temelju Uredbe o zlouporabi tržišta manje opterećujućim „popisom stalnih upućenih osoba”. MSP-ovima bi to bilo lakše ostvarivo dok je još uvijek dostatno za istrage nacionalnih nadležnih tijela u slučajevima trgovanja povlaštenim informacijama. Popis „stalnih upućenih osoba” uključivao bi sve osobe koje imaju redovan pristup povlaštenim informacijama koje se odnose na predmetne izdavatelje zbog njihove funkcije u okviru izdavatelja (kao članova administrativnih, upravnih i nadzornih tijela) ili položaja (kao rukovoditelja na položaju za donošenje upravljačkih odluka koje utječu na budući razvoj i poslovne izgled izdavatelja i administrativnog osoblja koje ima redovan pristup povlaštenim informacijama). Olakšica će biti dodijeljena samo izdavateljima na rastućem tržištu MSP-ova ne dovodeći u pitanje obveze osoba koje djeluju u njihovo ime ili za njihov račun (kao što su računovođe, pravnici, agencije za kreditni rejting i dr.) radi sastavljanja, ažuriranja i prosljeđivanja na zahtjev nacionalnog nadležnog tijela popisa upućenih osoba u skladu s člankom 18. stavcima od 1. do 5.

Transakcije osoba na rukovodećim položajima u okviru izdavatelja na rastućem tržištu MSP-ova

Osobe koje obavljaju rukovoditeljske dužnosti i usko povezane osobe prijavljuju svoje transakcije nacionalnom nadležnom tijelu i izdavatelju u roku od tri dana nakon datuma transakcije. Istovremeno, izdavatelj te informacije objavljuje na tržištu najkasnije tri dana nakon transakcije. Sudionici javnog ispitivanja naglasili su tehničku nemogućnost ispunjavanja trodnevnog roka za obavješćivanje kada izdavatelj već primi informaciju od rukovoditelja sa zakašnjenjem jer trodnevno razdoblje obuhvaća izjavu osoba koje obavljaju rukovoditeljske dužnosti i usko povezanih osoba izdavatelju te izdavatelja tržištu.

U skladu s ovom izmjenom, od osoba koje obavljaju rukovoditeljske dužnosti i osoba usko povezanih s izdavateljima na rastućem tržištu MSP-ova zahtijevalo bi se da obavijeste izdavatelja i nacionalno nadležno tijelo u roku od tri radna dana. Nakon njihove obavijesti izdavatelj će imati na raspolaganju dva dodatna dana za javnu objavu informacija.

(b) Izmjena Uredbe o prospektu

Prospekt o prijenosu

Ako žele prijeći na uređeno tržište, od izdavatelja koji su uvršteni na rastuće tržište MSP-ova na određeno razdoblje zahtijeva se sastavljanje cijelog prospekta. Razlog tomu leži u tome što im nije dostupna mogućnost izdavanja manje zahtjevnog prospekta (kao što je „prospekt EU-a za rast” ili pojednostavnjeni prospekt za sekundarna izdanja). Tom izmjenom Uredbe o prospektu olakšat će se sastavljanje „prospekta o prijenosu” trgovačkim društvima uvrštenima na rastuće tržište MSP-ova u posljednje tri godine, a koja se žele premjestiti na uređeno tržište. Kao što je utvrđeno u Direktivi 2014/65/EU, izdavatelji na rastućem tržištu MSP-ova podliježu zahtjevima za objavljivanje koji se trenutačno provode na temelju Uredbe o zlouporabi tržišta i pravila za operatore na rastućem tržištu MSP-ova. i u tom svojstvu pružaju ulagateljima brojne informacije. Stoga bi u takvoj situaciji izdavateljima trebao biti dostupan prospekt o prijenosu (utemeljen na pojednostavnjenom prospektu za sekundarna izdavanja predviđenog Uredbom o prospektu). Ovaj bi prospekt bio dostupan u slučaju ako izdavatelji

na rastućem tržištu MSP-ova traže i. uvrštenje svojih vrijednosnih papira za trgovanje na uređenom tržištu ili ii. uvrštenje i novu ponudu vrijednosnih papira na uređenom tržištu.

Prijedlog

UREDBE EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA**o izmjeni Uredbe (EU) br. 596/2014 i Uredbe (EU) 2017/1129 u pogledu promicanja upotrebe rastućih tržišta malih i srednjih poduzeća (MSP-ova)**

(Tekst značajan za EGP)

EUROPSKI PARLAMENT I VIJEĆE EUROPSKE UNIJE,

uzimajući u obzir Ugovor o funkcioniranju Europske unije, a posebno njegov članak 114.,

uzimajući u obzir prijedlog Europske komisije,

nakon prosljeđivanja nacrtu zakonodavnog akta nacionalnim parlamentima,

uzimajući u obzir mišljenje Europske središnje banke¹,uzimajući u obzir mišljenje Europskoga gospodarskog i socijalnog odbora²,u skladu s redovnim zakonodavnim postupkom³,

budući da:

1. Inicijativa za uniju tržišta kapitala ima za cilj smanjiti ovisnost o bankovnom kreditiranju, diversificirati izvore financiranja s tržišta kapitala za sva mala i srednja poduzeća („MSP-ovi”) i promicati izdavanje obveznica i dionica MSP-ova na javnim tržištima kapitala. Poduzeća osnovana u Uniji koja namjeravaju prikupiti kapital na mjestima trgovanja suočena su s visokim jednokratnim troškovima i trajnim troškovima objavljivanja i usklađivanja koji ih mogu odvratiti od toga da uopće zatraže uvrštenje za trgovanje na mjestima trgovanja u Uniji. Osim toga, dionice koje MSP-ovi izdaju na mjestima trgovanja u Uniji često imaju niže razine likvidnosti i višu volatilnost, što povećava trošak kapitala i taj izvor financiranja čini prezahtjevnim.
2. Direktivom 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća⁴ uspostavljena je nova vrsta mjesta trgovanja pod nazivom rastuća tržišta malih i srednjih poduzeća, koja je podskupina multilateralnih trgovinskih platformi („MTP-ovi”) kako bi se MSP-ovima olakšao pristup kapitalu i olakšao daljnji razvoj specijaliziranih tržišta čiji je cilj pobrinuti se za potrebe izdavatelje na tržištu malih i srednjih poduzeća. Direktivom 2014/65/EU predviđeno je i sljedeće: „Pažnju bi trebalo usmjeriti na to kako bi budući propisi dodatno trebali učvrstiti i promicati korištenje ovog tržišta kako bi postalo privlačno ulagateljima te kako bi osigurali smanjenje administrativnog opterećenja i dodatne poticaje malim i srednjim poduzećima za pristup tržištima kapitala na rastućim tržištima malih i srednjih poduzeća.”

¹ SL C [...], [...], str. [...].

² SL C, , str. .

³ Stajalište Europskog parlamenta od ... (SL...) i Odluka Vijeća od ...

⁴ Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU (SL L 173, 12.6.2014., str. 349.).

3. Međutim, uočeno je da izdavatelji koji su uvršteni za trgovanje na rastućim tržištima MSP-ova imaju koristi od relativno malog broja regulatornih olakšica u usporedbi s izdavateljima uvrštenima na MTP-ove ili na uređena tržišta. Većina obveza propisanih Uredbom (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća⁵ primjenjuje se jednako na sve izdavatelje, bez obzira na njihovu veličinu ili na mjesto trgovanja na kojem su njihovi financijski instrumenti uvršteni za trgovanje. Pokazalo se da niska razina razlikovanja između izdavatelja na rastućim tržištima MSP-ova i izdavatelja na MTP-ovima može odvratiti MTP-ove od toga da zatraže registraciju kao rastuće tržište MSP-ova, na što upućuje dosadašnja niska razina sudjelovanja na rastućim tržištima MSP-ova. Stoga je potrebno uvesti dodatne olakšice i time na odgovarajući način potaknuti upotreba rastućih tržišta malih i srednjih poduzeća.
4. Privlačnost rastućih tržišta MSP-ova trebalo bi povećati dodatnim snižavanjem troškova usklađivanja i administrativnog opterećenja s kojima se suočavaju izdavatelji na rastućim tržištima MSP-ova. Kako bi se zadržali najviši standardi usklađenosti na uređenim tržištima, potrebno je olakšice predviđene ovom Uredbom ograničiti samo na poduzeća uvrštena na rastuća tržišta MSP-ova, bez obzira na činjenicu da nisu svi MSP-ovi uvršteni na rastuća tržišta MSP-ova i da nisu sva poduzeća koja su uvrštena na rastuća tržišta MSP-ova mala i srednja poduzeća. Na temelju Direktive 2014/65/EU dopušteno je uvrstiti za trgovanje na rastućim tržištima MSP-ova najviše 50 % poduzeća koja nisu MSP-ovi kako bi se zadržala profitabilnost poslovnog modela rastućih tržišta MSP-ova, među ostalim i s pomoću likvidnosti u vrijednosnim papirima poduzeća koja nisu MSP-ovi. S obzirom na rizike koji proizlaze iz primjene različitih skupova pravila na izdavatelje uvrštene na istu kategoriju mjesta trgovanja, tj. na rastuća tržišta MSP-ova, izmjene predviđene ovom Uredbom ne bi se trebale ograničiti samo na izdavatelje na tržištu malih i srednjih poduzeća. Radi dosljednosti u odnosu na izdavatelje i jasnoće za ulagatelje smanjenje troškova usklađivanja i administrativnog opterećenja trebalo bi se primjenjivati na sve izdavatelje na rastućim tržištima MSP-ova, bez obzira na njihovu tržišnu kapitalizaciju. Primjenom istog skupa pravila na izdavatelje jamči se da poduzeća neće biti penalizirana zbog rasta i zato što više ne pripadaju u kategoriju MSP-ova.
5. U skladu s člankom 11. Uredbe (EU) br. 596/2014 istraživanje tržišta obuhvaća priopćivanje informacija jednom ili više potencijalnih ulagatelja prije objavljivanja transakcije kako bi se procijenio interes potencijalnih ulagatelja u moguću transakciju i njezine uvjete, kao što je njezina potencijalna veličina ili cijena. Za vrijeme faze pregovora privatnog plasmana obveznica izdavatelji na rastućim tržištima MSP-ova stupaju u pregovore s ograničenim brojem potencijalnih kvalificiranih ulagatelja (kako je utvrđeno u Uredbi (EU) 2017/1129 Europskog parlamenta i Vijeća⁶) i s tim kvalificiranim ulagateljima pregovaraju o svim ugovornim uvjetima transakcije. Svrha je priopćivanja informacija u fazi pregovora privatnog plasmana obveznica strukturiranje i dovršavanje cjelokupne transakcije, a ne procjena interesa potencijalnih ulagatelja za unaprijed utvrđenu transakciju. Stoga nametanje obveze istraživanja tržišta za privatne plasmane obveznica može izdavateljima i ulagateljima predstavljati opterećenje i odvratiti ih od započinjanja pregovora o tim transakcijama. Kako bi se povećala privlačnost privatnih plasmana obveznica na rastućim tržištima

⁵ Uredba (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o zlouporabi tržišta (Uredba o zlouporabi tržišta) te stavljanju izvan snage Direktive 2003/6/EZ Europskog parlamenta i Vijeća i direktiva Komisije 2003/124/EZ, 2003/125/EZ i 2004/72/EZ (SL L 173, 12.6.2014., str. 1.).

⁶ Uredba (EU) 2017/1129 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o prospektu koji je potrebno objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili prilikom uvrštavanja za trgovanje na uređenom tržištu te stavljanju izvan snage Direktive 2003/71/EZ (SL L 168, 30.6.2017., str. 12.).

MSP-ova, te bi transakcije trebalo isključiti iz područja primjene režima istraživanja tržišta uz uvjet da se primjenjuje odgovarajući ugovor o neotkrivanju podataka.

6. Određena razina likvidnosti u pogledu izdavateljevih dionica može se ostvariti mehanizmima likvidnosti kao što su dogovoreni uvjeti trgovanja ili ugovori o likvidnosti. Dogovoreni uvjeti trgovanja podrazumijevaju ugovor između tržišnog operatera i treće strane koja se obvezuje održavati likvidnost u određenim dionicama, a za uzvrat dobiva popuste na naknade za trgovanje. Ugovor o likvidnosti podrazumijeva ugovor između izdavatelja i treće strane koja se obvezuje pružati likvidnost u dionicama izdavatelja te u njegovo ime. Ugovori o likvidnosti trebali bi biti dostupni svim izdavateljima na rastućim tržištima MSP-ova u cijeloj Uniji, uz poštovanje niza uvjeta, kako bi se u potpunosti sačuvala cjelovitost tržišta. Nisu sva nadležna tijela na temelju članka 13. Uredbe (EU) br. 596/2014 uspostavila prihvaćene tržišne prakse u pogledu ugovora o likvidnosti na temelju članka 13. Uredbe (EU) br. 596/2014, što znači da trenutačno pristup programima likvidnosti u cijeloj Uniji nemaju svi izdavatelji na rastućim tržištima MSP-ova. Nedostatak programa likvidnosti može biti prepreka učinkovitom razvoju rastućih tržišta MSP-ova. Stoga je neophodno stvoriti okvir Unije koji će izdavateljima na rastućim tržištima MSP-ova omogućiti da ugovor o likvidnosti sklope s pružateljem likvidnosti u drugoj državi članici ako na nacionalnoj razini ne postoji prihvaćena tržišna praksa. Okvir Unije za ugovore o likvidnosti za rastuća tržišta MSP-ova ipak ne bi trebao zamijeniti, nego nadopuniti postojeće ili buduće prihvaćene tržišne prakse. Nadležna tijela trebala bi zadržati mogućnost utvrđivanja prihvaćenih tržišnih praksi za ugovore o likvidnosti kako bi ugovorne uvjete mogla prilagoditi lokalnim posebnostima ili te ugovore proširiti na nelikvidne vrijednosne papire koji nisu dionice s rastućih tržišta MSP-ova.
7. Kako bi se osigurala jedinstvena primjena okvira Unije za ugovor o likvidnosti iz uvodne izjave 6., potrebno je izmijeniti Uredbu (EU) br. 596/2014 kako bi se Komisiju ovlastilo da donese provedbene tehničke standarde koje izrađuje Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta u kojem bi se utvrdio predložak ugovora za potrebe takvih ugovora. Komisija bi trebala donijeti te provedbene tehničke standarde putem provedbenih akata na temelju članka 291. Ugovora i u skladu s člankom 15. Uredbe (EU) br. 1095/2010 Europskog parlamenta i Vijeća⁷.
8. U skladu s člankom 17. stavkom 4. Uredbe (EU) br. 596/2014 izdavatelji mogu odgoditi objavljivanje povlaštenih informacija ako postoji mogućnost da bi se time narušili njihovi legitimni interesi. Međutim, izdavatelji su dužni o tome obavijestiti nadležno tijelo i objasniti razloge na kojima se temelji njihova odluka. Obveza pisanog dokumentiranja razloga na kojima se temelji odgoda objavljivanja može izdavateljima na rastućim tržištima MSP-ova predstavljati opterećenje. Smatra se da se blažim zahtjevima za izdavatelje na rastućim tržištima MSP-ova, prema kojima bi izdavatelji bili obvezni objasniti razloge za odgodu samo na zahtjev nadležnog tijela, ne bi znatno utjecalo na sposobnost nadležnog tijela da prati objavljivanje povlaštenih informacija, a znatno bi se smanjilo administrativno opterećenje izdavateljima na rastućim tržištima MSP-ova s, uz uvjet da su nadležna tijela obaviještena o odluci o odgodi i da mogu pokrenuti istragu ako imaju dvojbe o tom postupku.

⁷ Uredba (EU) br. 1095/2010 Europskog parlamenta i Vijeća od 24. studenoga 2010. o osnivanju europskog nadzornog tijela (Europskog nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržišta kapitala), izmjeni Odluke br. 716/2009/EZ i stavljanju izvan snage Odluke Komisije 2009/77/EZ (SL L 331, 15.12.2010., str. 84.).

9. Učinak postojećih manje strogih zahtjeva za izdavatelje na rastućim tržištima MSP-ova da u skladu s člankom 18. stavkom 6. Uredbe (EU) br. 596/2014 dostave popis upućenih osoba samo na zahtjev nadležnog tijela u praksi je ograničen jer se na te izdavatelje i dalje primjenjuje zahtjev za stalno praćenje osoba koje se smatraju upućenim osobama u kontekstu tekućih projekata. Stoga bi postojeću olakšicu trebalo zamijeniti mogućnošću da izdavatelji na rastućim tržištima MSP-ova vode popis samo trajno upućenih osoba, na koji su uvrštene osobe koje zbog svoje funkcije ili položaja unutar izdavatelja imaju redoviti pristup povlaštenim informacijama.
10. Na temelju članka 19. stavka 3. Uredbe (EU) br. 596/2014 izdavatelji moraju objaviti transakcije koje su izvršile osobe koje obavljaju rukovoditeljske dužnosti te osobe koje su s njima usko povezane u roku od tri dana nakon transakcije. Isti rok primjenjuje se i na osobe koje obavljaju rukovoditeljske dužnosti te osobe koje su s njima usko povezane u pogledu njihove obveze da svoje transakcije prijave izdavatelju. Ako osobe koje obavljaju rukovoditeljske dužnosti te osobe koje su s njima usko povezane o svojim transakcijama sa zakašnjenjem obavijeste izdavatelje na rastućim tržištima MSP-ova, izdavatelji na rastućim tržištima MSP-ova suočeni su s tehničkim poteškoćama da ispune trodnevni rok, što može dovesti do problema u pogledu odgovornosti. Stoga bi izdavateljima na rastućim tržištima MSP-ova trebalo omogućiti da objavljuju transakcije u roku od dva dana nakon što su ih o tim transakcijama obavijestile osobe koje obavljaju rukovoditeljske dužnosti te osobe koje su s njima usko povezane.
11. Rastuća tržišta MSP-ova ne bi trebalo smatrati konačnom fazom rasta izdavatelja, a uspješnim bi poduzećima trebala omogućiti rast i prelazak na uređena tržišta na kojima bi imali koristi od veće likvidnosti i većeg broja ulagatelja. Kako bi se olakšao prelazak s rastućih tržišta MSP-ova na uređena tržišta, rastuća poduzeća trebala bi imati mogućnost primjene pojednostavnjenih obveza objavljivanja za uvrštavanje na uređena tržišta iz članka 14. Uredbe (EU) 2017/1129 Europskog parlamenta i Vijeća, uz uvjet da su ta poduzeća najmanje tri godine uvrštena za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova. To je dovoljno dugo razdoblje da izdavatelji ostvare dostatne rezultate i da tržištu mogu pružiti informacije o svojim financijskim rezultatima i zahtjevima za izvješćivanje u skladu s pravilima iz Direktive 2014/65/EU.
12. U skladu s Uredbom (EZ) br. 1606/2002 Europskog parlamenta i Vijeća⁸ izdavatelji na rastućim tržištima malih i srednjih poduzeća svoje financijske izvještaje nisu dužni objavljivati u skladu s Međunarodnim standardima financijskog izvješćivanja. Međutim, kako bi se izbjeglo odstupanje od standarda uređenih tržišta, izdavatelji na rastućim tržištima malih i srednjih poduzeća koji bi za prijelaz na uređena tržišta željeli primijeniti pojednostavnjene obveze objavljivanja trebali bi svoje najnovije financijske izvještaje, uključujući usporedne informacije za prethodnu godinu, sastaviti u skladu s tom Uredbom.
13. Stoga bi uredbe (EU) br. 596/2014 i (EU) br. 2017/1129 trebalo na odgovarajući način izmijeniti.
14. Izmjene iz ove Uredbe trebale bi se početi primjenjivati šest mjeseci nakon stupanja na snagu ove Uredbe kako bi se postojećim operaterima na rastućem tržištu malih i srednjih poduzeća osiguralo dovoljno vremena za prilagodbu njihovih pravilnika,

⁸ Uredba (EZ) br. 1606/2002 Europskog parlamenta i Vijeća od 19. srpnja 2002. o primjeni međunarodnih računovodstvenih standarda (SL L 243, 11.9.2002., str. 1.).

Članak 1.

Izmjene Uredbe (EU) br. 596/2014

Uredba (EU) br. 596/2014 mijenja se kako slijedi:

1. U članku 11. umeće se sljedeći stavak 1.a:

„1.a Ako je ponuda vrijednosnih papira upućena isključivo kvalificiranim ulagateljima kako su definirani u članku 2. točki (e) Uredbe (EU) 2017/1129 Europskog parlamenta i Vijeća*, priopćivanje informacija tim kvalificiranim ulagateljima za potrebe pregovora o ugovornim uvjetima njihova sudjelovanja u izdavanju obveznica izdavatelja čiji su financijski instrumenti uvršteni za trgovanje na rastućim tržištima MSP-ova ne predstavlja istraživanje tržišta niti nezakonito objavljivanje povlaštenih informacija. Izdavatelj osigurava da kvalificirani ulagatelji koji primaju informacije budu svjesni zakonskih i regulatornih obveza koje iz toga proizlaze te sankcija koje se primjenjuju na trgovanje na temelju povlaštenih informacija i nezakonito objavljivanje povlaštenih informacija te da to potvrde u pisanom obliku.

* Uredba (EU) 2017/1129 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o prospektu koji je potrebno objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili prilikom uvrštavanja za trgovanje na uređenom tržištu te stavljanju izvan snage Direktive 2003/71/EZ (SL L 168, 30.6.2017., str. 12.).”

2. U članku 13. umeću se sljedeći stavci 12 i 13.:

„12. Izdavatelj čiji su financijski instrumenti uvršteni za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova ovlašten je sklopiti ugovor o likvidnosti za vlastite dionice ako su ispunjeni svi sljedeći uvjeti:

- (a) opći uvjeti ugovora o likvidnosti usklađeni su s kriterijima iz članka 13. stavka 2. ove Uredbe i iz Delegirane uredbe Komisije (EU) 2016/908**;
- (b) ugovor o likvidnosti sklapa se u skladu s predloškom kako se navodi u stavku 13.;
- (c) nadležno tijelo propisno je ovlastilo pružatelja likvidnosti u skladu s Direktivom 2014/65/EU te su ga tržišni operater ili investicijsko društvo koje upravlja rastućim tržištem MSP-ova registrirali kao člana tržišta;
- (d) tržišni operater ili investicijsko društvo koje upravlja rastućim tržištem MSP-ova u pisanom obliku potvrđuje izdavatelju da je zaprimio primjerak ugovora o likvidnosti i da je suglasan s općim uvjetima ugovora.

Izdavatelj iz prvog podstavka ovog stavka u svakom trenutku može dokazati da se uvjeti pod kojima je ugovor sklopljen kontinuirano ispunjavaju. Taj izdavatelj i investicijsko društvo koje upravlja rastućim tržištem MSP-ova nadležnim tijelima na zahtjev dostavljaju primjerak ugovora o likvidnosti.

13. Kako bi osigurala jedinstvene uvjete primjene članka 12., ESMA izrađuje nacrt provedbenih tehničkih standarda u kojima se utvrđuje predložak ugovora za potrebe sklapanja ugovora o likvidnosti kako bi se osigurala usklađenost s uvjetima iz članka 13. ESMA taj nacrt provedbenih tehničkih standarda dostavlja Komisiji do

[...]. Komisiji se dodjeljuje ovlast za donošenje provedbenih tehničkih standarda iz prvog podstavka u skladu s člankom 15. Uredbe (EU) br. 1095/2010.

** Delegirana uredba Komisije (EU) 2016/908 od 26. veljače 2016. o dopuni Uredbe (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu utvrđivanja regulatornih tehničkih standarda o kriterijima, postupcima i zahtjevima za uspostavu prihvaćene tržišne prakse i zahtjevima za njezino zadržavanje, ukidanje ili izmjenu uvjeta za njezino prihvaćanje (SL L 153, 10.6.2016., str. 3.). ”.

3. U članku 17. stavku 4. dodaje se sljedeći podstavak:

„Izdavatelj čiji su financijski instrumenti uvršteni za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova i koji je odlučio odgoditi objavljivanje povlaštenih informacija o svojoj odluci obavješćuje nadležno tijelo. Obrazloženje odluke o odgodi dostavlja se samo na zahtjev nadležnog tijela kako je utvrđeno u stavku 3. Nadzorno tijelo od izdavatelja ne zahtijeva da vodi evidenciju o takvim obrazloženjima.”.

4. U članku 18. stavak 6. zamjenjuje se sljedećim:

„6. Izdavatelji čiji su financijski instrumenti uvršteni za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova ovlašteni su uvrstiti na svoj popis upućenih osoba samo one osobe koje zbog svoje funkcije ili položaja unutar izdavatelja imaju redoviti pristup povlaštenim informacijama. Sve osobe koje djeluju u ime ili za račun izdavatelja koji su uvršteni za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova podliježu zahtjevima iz stavaka 1. do 5.

Taj se popis nadležnom tijelu dostavlja na zahtjev.”.

5. U članku 19. stavku 3. prvom podstavku dodaje se sljedeća rečenica:

„Izdavatelji čiji su financijski instrumenti uvršteni za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova u roku od dva radna dana od primitka obavijesti iz stavka 1. objavljuju informacije iz te obavijesti.”.

Članak 2.

Izmjene Uredbe (EU) br. 2017/1129

Članak 14. Uredbe (EU) 2017/1129 mijenja se kako slijedi:

1. U prvom podstavku stavka 1. dodaje se sljedeća točka (d):

„(d) izdavatelji koji su najmanje tri godine uvršteni za trgovanje na rastućim tržištima MSP-ova i koji namjeravaju zatražiti uvrštenje postojećih ili novih vrijednosnih papira za trgovanje na uređenom tržištu.”.

2. U stavku 2. drugom podstavku dodaje se sljedeća rečenica:

„Za izdavatelje iz stavka 1. prvog podstavka točke (d) najnoviji financijski izvještaji koji sadržavaju usporedne informacije za prethodnu godinu uključeni u pojednostavnjeni prospekt izrađuju se u skladu s Međunarodnim standardima financijskog izvješćivanja koje je odobrila Unija na temelju Uredbe (EZ) br. 1606/2002***.

*** Uredba (EZ) br. 1606/2002 Europskog parlamenta i Vijeća od 19. srpnja 2002. o primjeni međunarodnih računovodstvenih standarda (SL L 243, 11.9.2002., str. 1.). ”.

Članak 3.

Stupanje na snagu i primjena

Ova Uredba stupa na snagu dvadesetog dana od dana objave u *Službenom listu Europske unije*.

Primjenjuje se 6 mjeseci nakon stupanja na snagu.

Ova je Uredba u cijelosti obvezujuća i izravno se primjenjuje u državama članicama u skladu s Ugovorima.

Sastavljeno u Bruxellesu,

*Za Europski parlament
Predsjednik*

*Za Vijeće
Predsjednik*