



Raad van de
Europese Unie

Brussel, 30 mei 2018
(OR. en)

9402/18

**Interinstitutioneel dossier:
2018/0165 (COD)**

EF 149
ECOFIN 500
CODEC 869

VOORSTEL

van:	de heer Jordi AYET PUIGARNAU, directeur, namens de secretaris-generaal van de Europese Commissie
ingekomen:	25 mei 2018
aan:	de heer Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, secretaris-generaal van de Raad van de Europese Unie
Nr. Comdoc.:	COM(2018) 331 final
Betreft:	Voorstel voor een VERORDENING VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD tot wijziging van de Verordeningen (EU) nr. 596/2014 en (EU) 2017/1129 wat de bevordering van het gebruik van mkb-groeimarkten betreft

Hierbij gaat voor de delegaties document COM(2018) 331 final.

Bijlage: COM(2018) 331 final



Brussel, 24.5.2018
COM(2018) 331 final

2018/0165 (COD)

Voorstel voor een

VERORDENING VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD

**tot wijziging van de Verordeningen (EU) nr. 596/2014 en (EU) 2017/1129 wat de
bevordering van het gebruik van mkb-groeimarkten betreft**

(Voor de EER relevante tekst)

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

TOELICHTING

1. ACHTERGROND VAN HET VOORSTEL

- **Motivering en doel van het voorstel**

De verruiming van de toegang tot marktgebaseerde financieringsbronnen voor Europese ondernemingen in elk stadium van hun ontwikkeling staat centraal in de kapitaalmarktenunie (KMU). Sinds de lancering van het actieplan voor de kapitaalmarktenunie heeft de EU aanzienlijke vooruitgang geboekt bij het vergroten van het aantal financieringsbronnen voor ondernemingen naarmate deze geleidelijk opschalen en bij het ruimer beschikbaar maken van marktgebaseerde financiering in de hele EU. Er gelden al nieuwe regels om investeringen van EU-durfskapitaalfondsen (EuVECA) in start-ups en middelgrote ondernemingen te stimuleren. Samen met het Europees Investeringsfonds heeft de Commissie ook een programma voor pan-Europese paraplufondsen voor durfskapitaal (VentureEU) opgestart om investeringen in innoverende start-ups en scale-ups in heel Europa te stimuleren. Er zijn al nieuwe regels inzake prospectussen goedgekeurd om bedrijven te ondersteunen die op publieke markten kapitaal willen aantrekken in de vorm van eigen vermogen en schuld. Voor kleine ondernemingen en midcaps die in de hele EU kapitaal willen aantrekken, wordt een nieuw EU-groeipropectus ontworpen. Daarnaast heeft de Commissie, om de toegang tot financiering voor start-ups en ondernemers te verruimen, een Europees label voor crowdfundingplatforms op basis van beleggingen en leningen ("Europese aanbieders van crowdfundingdiensten voor ondernemingen") voorgesteld.

Er moet echter meer worden gedaan om een gunstig regelgevingskader te ontwikkelen dat de toegang van het midden- en kleinbedrijf (mkb) tot publieke financiering ondersteunt. Dit moet met name worden bereikt door het bij de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten (MiFID II)¹ gecreëerde keurmerk voor mkb-groeimarkten te bevorderen en een juist evenwicht tot stand te brengen tussen de bescherming van beleggers en marktintegriteit, enerzijds, en de vermindering van onnodige administratieve lasten, anderzijds.

In de tussentijdse evaluatie van het actieplan voor de kapitaalmarktenunie² van juni 2017 heeft de Commissie de focus op de toegang van het mkb tot publieke markten versterkt. In dit verband zegde de Commissie toe om *"aan de hand van een effectbeoordeling [te] bezien of gerichte wijzigingen van de betrokken EU-wetgeving de regelgevingsomgeving evenrediger kunnen maken, om zo de notering van mkb-bedrijven op publieke markten te ondersteunen"*.

Nieuw genoteerde mkb-ondernemingen zijn een belangrijke factor bij het aanjagen van investeringen en het scheppen van banen. Recentelijk genoteerde ondernemingen presteren vaak beter dan niet-beursgenoteerde ondernemingen qua jaarlijkse groei en toename van het personeelsbestand. Genoteerde ondernemingen zijn minder afhankelijk van bankfinanciering, beschikken over een meer gediversifieerde beleggersbasis, hebben gemakkelijker toegang tot extra aandelenkapitaal en schuldfinanciering (via secundaire aanbiedingen), staan meer in de aandacht en genieten meer merkbekendheid.

Ondanks de voordelen is het voor publieke markten in de EU toch moeilijk om nieuwe uitgevende instellingen ("emittenten") aan te trekken. Het aantal beursintroductions op specifieke mkb-markten is in de Europese Unie in de nasleep van de crisis sterk afgenomen,

¹ Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU ("MiFID II")

² Mededeling van de Commissie over de tussentijdse evaluatie van het actieplan voor de kapitaalmarktenunie ({SWD(2017) 224 final} en {SWD(2017) 225 final} – 8 juni 2017).

en is sindsdien niet aanzienlijk toegenomen. Daardoor zijn er in Europa slechts half zo veel beursintroducties voor het mkb als vóór de financiële crisis (gemiddeld 478 beursintroducties per jaar in 2006-2007 en 218 in 2009-2017 op multilaterale handelsfaciliteiten (MTF's) voor het mkb). In de periode 2006-2007 werd bij beursintroducties op mkb-MTF's jaarlijks gemiddeld 13,8 miljard EUR opgehaald. Dit bedrag is gedaald tot gemiddeld 2,55 miljard EUR in de periode 2009-2017.

Er zijn vele factoren die mkb-ondernemingen doen besluiten om de beurs op te gaan en die beleggers doen besluiten om in financiële mkb-instrumenten te investeren. Uit de effectbeoordeling³ blijkt dat publieke markten voor het mkb te maken hebben met twee soorten regelgevingsproblemen: i) aan de aanbodzijde hebben emittenten te maken met hoge nalevingskosten voor de notering op publieke markten; ii) aan de vraagzijde kan onvoldoende liquiditeit remmend werken op emittenten (in verband met hogere kapitaalkosten), beleggers (die huiverig kunnen zijn om in het mkb te investeren in de eerste plaats in verband met lage liquiditeitsniveaus en bijbehorende volatiliteitsrisico's) en intermediairs (waarvan het bedrijfsmodel afhankelijk is van de orderstroom van cliënten op liquide markten).

Toepassingsgebied van het initiatief: mkb-groeimarkten

Dit initiatief is strikt beperkt tot mkb-groeimarkten⁴ en ondernemingen die op deze handelsplatformen genoteerd zijn. Mkb-groeimarkten zijn een nieuwe categorie multilaterale handelsfaciliteiten (MTF's) die in januari 2018 zijn ingevoerd bij de MiFID II-richtlijn.

Toen werd nagegaan of de regelgeving op soortgelijke wijze moest worden versoepeld voor mkb-emittenten die tot de handel op gereguleerde markten zijn toegelaten, is besloten de versoepelingen te beperken tot emittenten die tot de handel op mkb-groeimarkten zijn toegelaten. De vereisten voor emittenten op gereguleerde markten moeten hetzelfde zijn, ongeacht de omvang van de onderneming. Wanneer voor het mkb andere vereisten gelden dan voor large caps, zal dit waarschijnlijk voor verwarring zorgen bij de stakeholders (met name beleggers).

Huidige regelgevingscontext

Op een mkb-groeimarkt genoteerde ondernemingen moeten aan bepaalde EU-regels voldoen, met name de verordening marktmisbruik⁵ en de prospectusverordening⁶.

Sinds de **verordening marktmisbruik** op 1 juli 2016 van toepassing is geworden, is zij uitgebreid tot MTF's, inclusief mkb-groeimarkten. Deze verordening beoogt de marktintegriteit en het beleggersvertrouwen te vergroten. Zij verbiedt: i) handel met voorwetenschap of poging daartoe; ii) aanbevelen dat een derde handel met voorwetenschap pleegt of een derde aanzetten tot handel met voorwetenschap; iii) wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap⁷; en iv) marktmanipulatie of poging daartoe. Emittenten moeten krachtens de verordening ook aan verschillende vereisten inzake openbaarmaking en

³ Effectbeoordeling {SWD(2018)243} en {SWD(2018)244}

⁴ Om als mkb-groeimarkt te kwalificeren, moet ten minste 50 % van de emittenten waarvan de financiële instrumenten tot de handel op de mkb-groeimarkt zijn toegelaten, een mkb-onderneming zijn; volgens de definitie van MiFID II zijn dit ondernemingen die op basis van de eindejaarskoersen van de voorgaande drie kalenderjaren een gemiddelde marktkapitalisatie hadden van minder dan 200 miljoen EUR.

⁵ Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (verordening marktmisbruik).

⁶ Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten.

⁷ Hiervan is sprake als een natuurlijke of rechtspersoon voorwetenschap bekendmaakt in een andere situatie dan uit hoofde van de normale uitoefening van werk, beroep of functie.

bewaring van gegevens voldoen. Voor de betrokken emittenten geldt met name een algemene verplichting om voorwetenschap zo snel mogelijk openbaar te maken. Door de marktintegriteit te versterken en de marktmisbruikregeling uit te breiden tot MTF's, speelde de verordening marktmisbruik een cruciale rol bij het herstellen van het beleggersvertrouwen in de financiële markten.

Deze verordening vormt evenwel een standaardaanpak. Bijna alle erin opgenomen vereisten zijn op dezelfde wijze van toepassing op alle emittenten, ongeacht de grootte ervan of de handelsplatformen waar hun financiële instrumenten tot de handel zijn toegelaten. Deze verordening bevat slechts twee beperkte aanpassingen voor emittenten die op mkb-groeimarkten genoteerd zijn. De eerste houdt in dat handelsplatformen die een mkb-groeimarkt exploiteren, voorwetenschap op hun website mogen bekendmaken (in plaats van op de website van de emittent). De tweede houdt in dat op mkb-groeimarkten genoteerde emittenten lijsten van personen met voorwetenschap alleen op verzoek van een nationale bevoegde autoriteit hoeven op te stellen. Het effect van deze versoepeling is echter beperkt omdat ondernemingen nog steeds alle relevante informatie moeten verzamelen en bewaren om de lijsten van insiders op verzoek te kunnen opstellen.

Een prospectus is een wettelijk vereist document waarin informatie over een onderneming wordt verstrekt wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of worden toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt. In het kader van het KMU-actieplan heeft de Europese Unie voor kleinere ondernemingen de toegang tot publieke markten al gemakkelijker en goedkoper gemaakt, met name door het lichtere EU-groeipropectus in de herziene prospectusverordening. Een emittent mag om toelating tot de handel op een gereguleerde markt verzoeken nadat zijn aandelen een paar jaar op een mkb-groeimarkt zijn verhandeld. Dit kan hij doen om toegang te krijgen tot grotere liquiditeit en een grotere beleggersbasis. Als deze emittent zijn aandelen echter van een mkb-groeimarkt naar een gereguleerde markt wil overhevelen, moet hij een volledig prospectus publiceren, aangezien voor ondernemingen in deze situatie geen lichtere prospectusregeling beschikbaar is.

Het "merk" mkb-groeimarkt slaat nog niet zo aan wegens het beperkte aantal versoepelingen waarin de EU-wetgeving momenteel voorziet voor emittenten die op dit nieuwe type handelsplatform genoteerd zijn. Dit initiatief heeft dan ook als algemene doelstelling de invoering van technische wijzigingen van het EU-rulebook om: i) de administratieve lasten en de nalevingskosten te verminderen voor mkb-ondernemingen waarvan financiële instrumenten tot de handel op een mkb-groeimarkt worden toegelaten, en tegelijkertijd een hoog niveau van beleggersbescherming en marktintegriteit te waarborgen; en ii) de liquiditeit van op mkb-groeimarkten genoteerde eigenvermogensinstrumenten te vergroten.

Deze gerichte regelgevingswijzigingen waarin dit voorstel voorziet, zullen op zichzelf nog niet volstaan om de toegang van het mkb tot publieke markten weer tot leven te brengen. Toch werken zij regelgevingsbarrières weg die volgens diverse belanghebbenden het aantrekken van kapitaal door het mkb op publieke markten belemmeren. Hierbij handhaven zij tegelijk de hoogste normen van beleggersbescherming en marktintegriteit. Deze wijzigingen moeten dan ook worden beschouwd als eerste stap in de goede richting, en niet als de enige definitieve oplossing. Voorts is dit voorstel geen grondige herziening van de verordening marktmisbruik (die nog geen twee jaar van toepassing is) of de prospectusverordening (waarover de medewetgevers onlangs overeenstemming hebben bereikt en die vanaf juli 2019 van toepassing zal zijn). Dit voorstel (samen met de voorgenomen wijzigingen in Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/565 van de Commissie) brengt slechts technische wijzigingen aan om het EU-regelgevingskader voor genoteerde mkb-ondernemingen evenrediger te maken. Het zal ervoor zorgen dat het per januari 2018 bij

MiFID II gecreëerde keurmerk voor mkb-groeimarkten in de hele EU door de diverse MTF's met het zwaartepunt op het mkb wordt gebruikt.

- **Verenigbaarheid met bestaande bepalingen op het beleidsterrein**

Dit initiatief strookt met het bestaande juridische kader. MiFID II stelt dat de doelstelling van mkb-groeimarkten moet zijn *"het midden- en kleinbedrijf (mkb) een vlottere toegang tot kapitaal te bieden"* en dat *"vooral aandacht [moet] worden besteed aan hoe de toekomstige regelgeving het gebruik van deze markt verder kan bevorderen en deze aantrekkelijk kan maken voor investeerders, de administratieve lasten kan verlichten en het mkb verder kan stimuleren om via mkb-groeimarkten toegang te krijgen tot de kapitaalmarkten"*⁸. In de overwegingen 6 en 55 van de verordening marktmisbruik wordt uitdrukkelijk opgeroepen tot verlaging van de administratieve kosten voor kleinere, op mkb-groeimarkten genoteerde emittenten.

Verschillende EU-handelingen bevatten reeds specifieke bepalingen voor deze nieuwe soort handelsplatformen, zoals de recente prospectusverordening⁹ en de verordening betreffende centrale effectenbewaarinstellingen¹⁰. Deze bepalingen hebben als doel de administratieve lasten voor emittenten op mkb-groeimarkten te verlichten en de liquiditeit van de op deze markten verhandelde financiële instrumenten te vergroten.

Aangezien de kosten voor het opstellen van een prospectus voor mkb-ondernemingen onevenredig hoog kunnen zijn, is bij de prospectusverordening een versoepeld "EU-groei-prospectus" ingevoerd. Dit is met name beschikbaar voor op een mkb-groeimarkt genoteerde mkb-ondernemingen en voor niet-mkb-ondernemingen met een beurswaarde van minder dan 500 miljoen EUR waarvan de effecten worden verhandeld op een mkb-groeimarkt¹¹. Voorts kunnen emittenten waarvan effecten reeds gedurende ten minste de laatste 18 maanden zonder onderbreking tot de handel op een mkb-groeimarkt waren toegelaten, gebruikmaken van een vereenvoudigde openbaarmakingsregeling voor secundaire emissies¹².

De verordening betreffende centrale effectenbewaarinstellingen legt een verplicht buy-inproces op voor elk financieel instrument dat niet binnen een vaste termijn na de voorgenomen afwikkelingsdatum is geleverd (twee dagen na de transactie, de zogenaamde T+2-regel). Tegelijkertijd bevat die verordening regels die zijn afgestemd op het specifieke karakter van mkb-groeimarkten. Zo wordt het buy-inproces voor transacties op mkb-groeimarkten ingeleid na een termijn van maximaal 15 dagen, vergeleken met maximaal vier dagen voor liquide effecten en maximaal zeven dagen voor andere, niet-liquide effecten. Die specifieke regels voor mkb-groeimarkten werden opgenomen *"teneinde rekening te houden met de beperkte liquiditeit van deze markten en met name ruimte te laten voor de activiteit van marktmakers in deze markten"*¹³.

Dit voorstel voor een verordening strookt dan ook met de bovengenoemde bestaande EU-verordeningen, aangezien het beoogt de lasten voor mkb-groeimarkten te verlichten en de

⁸ MiFID II, overweging 132.

⁹ Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereglementeerde markt worden toegelaten ("de prospectusverordening")

¹⁰ Verordening (EU) nr. 909/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 23 juli 2014 betreffende de verbetering van de effectenafwikkeling in de Europese Unie en betreffende centrale effectenbewaarinstellingen.

¹¹ Artikel 15 van de prospectusverordening.

¹² Artikel 14 van de prospectusverordening.

¹³ Overweging 18 van de verordening betreffende centrale effectenbewaarinstellingen.

liquiditeit te vergroten van eigenvermogensinstrumenten die tot de handel op die markten zijn toegelaten.

Dit voorstel voor een verordening strookt eveneens met enkele voorgenomen wijzigingen van Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/565 van de Commissie voor de toepassing van Richtlijn 2014/65/EU (MiFID II). Deze wijzigingen zijn ook meegenomen in dezelfde effectbeoordeling en beogen: i) de definitie van emittenten van andere dan eigenvermogensinstrumenten op een mkb-groeimarkt te wijzigen; ii) de verplichting voor emittenten van andere dan eigenvermogensinstrumenten om halfjaarlijkse verslagen op te stellen optioneel te maken; iii) een vereiste inzake vrije verhandelbaarheid op te leggen aan emittenten die willen worden toegelaten tot de handel op een mkb-groeimarkt. Deze maatregelen zullen: i) het aantal als mkb-ondernemingen aan te merken emittenten van uitsluitend schuldinstrumenten doen toenemen, zodat meer MTF's zich als mkb-groeimarkt kunnen registreren en emittenten op deze markten kunnen profiteren van versoepelde regelgevingsvereisten; ii) marktexploitanten in staat stellen hun noteringsregels beter af te stemmen op de plaatselijke omstandigheden; en iii) ervoor zorgen dat op mkb-groeimarkten genoteerde aandelen in de toelatingsfase niet te illiquide zijn.

- **Verenigbaarheid met andere beleidsterreinen van de Unie**

Dit wetgevingsvoorstel dient ter aanvulling op de doelstellingen van de kapitaalmarktenunie om de te grote afhankelijkheid van bankfinanciering te verminderen en de marktgebaseerde financieringsbronnen voor Europese bedrijven te diversifiëren. Sinds de publicatie van het actieplan voor de kapitaalmarktenunie in 2015 heeft de Commissie een breed pakket wetgevende en niet-wetgevende maatregelen ten uitvoer gelegd om de durfkapitaalfinanciering in Europa op te schalen. Hierbij gaat het onder meer om de instelling van een door de EU-begroting ondersteund dakfonds voor durfkapitaal en de herziening van de verordeningen betreffende Europese durfkapitaalfondsen (EuVECA) en Europese sociaalondernemerschapsfondsen (EuSEF)¹⁴. Bij de herziening zijn met name de mogelijkheden voor Europese durfkapitaalfondsen uitgebreid om te beleggen in mkb-ondernemingen die op mkb-groeimarkten genoteerd zijn.

In maart 2018 heeft de Europese Commissie als onderdeel van haar FinTech-actieplan¹⁵ een voorstel voor een verordening betreffende aanbieders van crowdfundingdiensten¹⁶ ingediend. Zodra de nieuwe verordening op EU-niveau is goedgekeurd, kunnen platforms een EU-paspoort aanvragen dat op één stel regels is gebaseerd. Dit zal het voor hen gemakkelijker maken hun diensten in de gehele EU aan te bieden. De Europese markt voor crowdfunding is onderontwikkeld vergeleken met andere grote wereldeconomieën, maar deze regels moeten de toegang tot deze innovatieve vorm van financiering verbeteren voor kleine beleggers en bedrijven die financiering nodig hebben, met name start-ups, en de EU-markt helpen sneller te groeien.

In de context van de kapitaalmarktenunie bevordert de Commissie ook markten voor onderhandse plaatsingen, die bedrijven in staat stellen kapitaal bijeen te brengen via de uitgifte van schuldinstrumenten aan institutionele of andere ervaren beleggers. Uit een recente, in opdracht van de Commissie uitgevoerde studie getiteld *"Identifying market and*

¹⁴ Verordening (EU) 2017/1991 van 25 oktober 2017 tot wijziging van Verordening (EU) nr. 345/2013 betreffende Europese durfkapitaalfondsen en Verordening (EU) nr. 346/2013 inzake Europese sociaalondernemerschapsfondsen

¹⁵ FinTech-actieplan: voor een meer concurrerende en innovatieve Europese financiële sector, COM(2018) 109 final.

¹⁶ Voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende Europese aanbieders van crowdfundingdiensten voor ondernemingen (ECSP), COM(2018) 113.

*regulatory obstacles to the development of private placement of debt in the EU*¹⁷ bleek dat de regeling inzake marktpeilingen in het kader van de verordening marktmisbruik de ontwikkeling van deze financieringsbron in de EU kan belemmeren. Deze regelgevingsbarrière weerhoudt zowel institutionele beleggers als emittenten van het aangaan van onderhandelingen met het oog op dergelijke transacties.

Door een notering op mkb-groeimarkten voor ondernemingen gemakkelijker te maken, zal dit initiatief bijdragen tot het faciliteren van het bijeenbrengen van kapitaal door Europese ondernemingen. Het zal helpen een "financieringsladder" tot stand te brengen die ondernemingen in elk stadium van hun ontwikkeling gediversifieerde financieringskanalen biedt. Levendige publieke markten zijn van essentieel belang voor de voltooiing van de bovengenoemde maatregelen van de kapitaalmarktunie. Dynamische publieke markten voor ondernemingen met een kleine en middelgrote marktkapitalisatie kunnen de ontwikkeling van private-equity- en durfkapitaal bevorderen door soepele uitstapmogelijkheden te bieden. Zonder deze mogelijkheid om uit te stappen, zouden durfkapitaal- en private-equityfondsen minder bereid zijn hun geld vast te zetten tijdens de groeifase van een bedrijf. Publieke mkb-aandelenmarkten kunnen ook equity-crowdfundingbeleggingen stimuleren. Net als durfkapitalisten streven ook crowdfundingbeleggers naar uitstapmogelijkheden voor hun beleggingen; zij zijn dus afhankelijk van goed functionerende en liquide aandelenmarkten als zij willen uit ondernemingen willen stappen die zij in een eerder stadium steunen. Dit initiatief beoogt tevens de wetgevingsbarrières weg te nemen die uit de toepassing van de regeling voor marktpeilingen in het kader van de verordening marktmisbruik voortvloeien voor mkb-ondernemingen die obligaties onderhands plaatsen bij institutionele beleggers.

2. RECHTSGRONDSLAG, SUBSIDIARITEIT EN EVENREDIGHEID

• Rechtsgrondslag

De rechtsgrondslag van de verordening marktmisbruik en de prospectusverordening is artikel 114 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU), dat de Europese instellingen de bevoegdheid verleent om passende maatregelen vast te stellen die de instelling en de werking van de interne markt betreffen. Die verordeningen kunnen alleen door de Uniewetgever worden gewijzigd, in dit geval op grond van artikel 114 VWEU.

Op grond van artikel 4 VWEU moeten EU-maatregelen voor de voltooiing van de interne markt worden beoordeeld in het licht van het subsidiariteitsbeginsel van artikel 5, lid 3, van het Verdrag betreffende de Europese Unie. Volgens het subsidiariteitsbeginsel is een EU-optreden slechts toegestaan als de doelstellingen van het overwogen optreden niet voldoende door de lidstaten kunnen worden verwezenlijkt, en dus optreden op EU-niveau vergt.

• Subsidiariteit (bij niet-exclusieve bevoegdheid)

Op grond van artikel 4 VWEU moeten EU-maatregelen voor de voltooiing van de interne markt worden beoordeeld in het licht van het subsidiariteitsbeginsel van artikel 5, lid 3, van het Verdrag betreffende de Europese Unie. Volgens het subsidiariteitsbeginsel is een EU-optreden slechts toegestaan als de doelstellingen van het overwogen optreden niet voldoende door de lidstaten kunnen worden verwezenlijkt.

Er moet worden nagegaan of de betrokken vraagstukken transnationale aspecten hebben en of de doelstellingen van het overwogen optreden onvoldoende door de lidstaten kunnen worden

¹⁷ BCG en Linklaters, *Study on Identifying the market and regulatory Obstacles to the Development of Private Placements of Debt instruments in the EU*, 2017.

verwezenlijkt in het kader van hun nationaal grondwettelijk stelsel (de zogenaamde "*noodzakelijkheidstoets*"). In dit verband moet worden opgemerkt dat MTF's met een focus op het mkb (en potentiële mkb-groeimarkten) lokaler van aard zijn dan gereguleerde markten. Tegelijkertijd hebben dergelijke handelsplatformen een duidelijke grensoverschrijdende dimensie, omdat beleggers kunnen investeren op handelsplatformen buiten hun lidstaat van herkomst en omdat emittenten hun aandelen of obligaties vaak uitgeven op een in een andere lidstaat gevestigd handelsplatform.

De eerste doelstelling van dit initiatief is onnodige administratieve lasten weg te nemen om het mkb in staat te stellen gemakkelijker toegang te krijgen tot publieke markten voor aandelen en obligaties en zo hun financieringsbronnen te diversifiëren tot de hele EU (en tegelijkertijd een hoog niveau van marktintegriteit en beleggersbescherming te waarborgen). De tweede doelstelling is de liquiditeit van door emittenten op mkb-groeimarkten uitgegeven aandelen te vergroten. De verwezenlijking van deze doelstellingen zal leiden tot meer grensoverschrijdende kapitaalstromen en uiteindelijk tot het scheppen van groei en banen in alle EU-lidstaten.

Administratieve vereisten voor het mkb vloeien voort uit de toepassing van de verordening marktmisbruik en de prospectusverordening. Deze Europese verordeningen hebben rechtstreekse bindende rechtskracht in alle lidstaten. Zij laten voor de lidstaten vrijwel geen speelruimte over om de regels af te stemmen op de plaatselijke omstandigheden of de omvang van de emittenten of beleggingsondernemingen. De problemen die uit deze bepalingen voortvloeien kunnen alleen doeltreffend worden aangepakt via wijziging van de wetgeving op Europees niveau¹⁸. De mogelijke alternatieven, d.w.z. niet-wetgevende maatregelen op het niveau van de Unie (bv. richtsnoeren van de Europese Autoriteit voor effecten en markten en maatregelen op het niveau van de lidstaten), kunnen de doelstellingen niet voldoende en doeltreffend bereiken, omdat zij de bepalingen van de verordeningen niet kunnen wijzigen.

De liquiditeit van financiële mkb-instrumenten (met name aandelen) wordt ook belemmerd door uit de verordening marktmisbruik voortvloeiende tekortkomingen in de regelgeving. Deze verordening verplicht de lidstaten er namelijk toe een geaccepteerde marktpraktijk vast te stellen om emittenten in hun rechtsgebied toe te staan een contract over liquiditeitsverschaffing te sluiten met een makelaar. Slechts vier lidstaten hebben al een geaccepteerde marktpraktijk vastgesteld, wat betekent dat emittenten in 24 lidstaten deze mogelijkheid niet hebben. Dit leidt tot versnippering van de eengemaakte markt en resulteert in verstoring van de mededinging tussen emittenten die het recht hebben een liquiditeitscontract te sluiten en emittenten die deze mogelijkheid niet hebben. Beperkte handel kan ervoor zorgen dat beleggers een negatief beeld hebben van de liquiditeit van op mkb-groeimarkten genoteerde aandelen, wat afbreuk kan doen aan de geloofwaardigheid en aantrekkelijkheid van deze nieuwe handelsplatformen. Optreden op EU-niveau is nodig om ervoor te zorgen dat de geconstateerde problemen als gevolg van EU-regelgeving op passende wijze worden aangepakt en dat de liquiditeit op die markten kan worden verhoogd.

Er moet worden nagegaan of de doelstellingen beter kunnen worden bereikt door optreden op EU-niveau (de zogenaamde "*toets van Europese meerwaarde*"). Door de schaal ervan zou een EU-optreden de administratieve lasten voor mkb-emittenten kunnen verminderen en tegelijkertijd zorgen voor een gelijk speelveld voor emittenten. Het verhindert verstoring van

¹⁸ Arrest van het Hof van Justitie van 8 juni 2010, Vodafone e.a., C-58/08, ECLI:EU:C:2010:321: "Wanneer een op artikel 95 EG gebaseerde handeling reeds alle handelsbelemmeringen op het gebied dat hij harmoniseert heeft weggenomen, kan deze omstandigheid de communautaire wetgever niet de mogelijkheid ontnemen die bepaling aan te passen aan gewijzigde omstandigheden of nieuwe kennis, gelet op zijn taak van toezicht op de bescherming van de in het Verdrag erkende algemene belangen."

de concurrentie tussen mkb-groeimarkten en waarborgt een hoog niveau van beleggersbescherming en marktintegriteit.

Wat betreft de regelgevingsbarrières die de liquiditeitsverschaffing belemmeren, zou optreden op nationaal niveau leiden tot juridische versnippering en wellicht ook tot verstoring van de concurrentie tussen mkb-groeimarkten in de lidstaten. Met een optreden op Europees niveau kan beter worden gezorgd voor uniformiteit en rechtszekerheid. Dit zal helpen de doelstellingen van MiFID II (en met name de totstandbrenging van mkb-groeimarkten) op doeltreffende wijze te verwezenlijken en grensoverschrijdende beleggingen en concurrentie tussen beurzen beter te faciliteren, terwijl de ordelijke werking van de markten wordt gewaarborgd.

- **Evenredigheid**

De voorgestelde maatregelen ter verlichting van de lasten voor genoteerde mkb-ondernemingen eerbiedigen het evenredigheidsbeginsel. Zij zijn passend om de doelstellingen te bereiken en gaan niet verder dan nodig is. Waar de verordening marktmisbruik de lidstaten de mogelijkheid biedt om de lasten voor emittenten te verlichten (overeenkomstig artikel 19, lid 9, kunnen de nationale bevoegde autoriteiten bijvoorbeeld besluiten de drempel waarboven transacties van leidinggevend openbaar moeten worden gemaakt, op te trekken van 5 000 EUR tot 20 000 EUR), heeft de Commissie besloten niet wetgevend op te treden zodat de lidstaten de flexibiliteit behouden om deze vereisten op de plaatselijke omstandigheden af te stemmen. Waar geen flexibiliteit is om de verordening op de plaatselijke omstandigheden af te stemmen, is wetgevend optreden op EU-niveau absoluut noodzakelijk om de administratieve lasten voor emittenten op mkb-groeimarkten te verlichten.

De maatregel ter verbetering van liquiditeit (totstandbrenging van een 29^e regeling voor liquiditeitscontracten voor emittenten op mkb-groeimarkten - zie de gedetailleerde toelichting van de specifieke bepalingen van het voorstel hieronder) vindt een middenweg tussen de invoering van pan-Europese normen voor liquiditeitscontracten en het overlaten van flexibiliteit voor de lidstaten om een geaccepteerde marktpraktijk inzake liquiditeitscontracten vast te stellen (bijvoorbeeld om het toepassingsgebied van liquiditeitscontracten uit te breiden tot andere niet-liquide effecten dan aandelen op mkb-groeimarkten of om de vereisten voor dergelijke contracten op de specifieke plaatselijke omstandigheden af te stemmen).

- **Keuze van het instrument**

De voorgestelde wetgevingswijzigingen beogen met name de administratieve lasten en de nalevingskosten te verlagen waarmee mkb-groeimarkten worden geconfronteerd en die voortvloeien uit de toepassing van de verordening marktmisbruik en de prospectusverordening. Dit initiatief streeft ook naar bevordering van de liquiditeit door ervoor te zorgen dat elke emittent op een mkb-groeimarkt in de EU een contract voor liquiditeitsverschaffing kan sluiten.

Daartoe wijzigen deze wetgevingsmaatregelen de huidige bepalingen van de verordening marktmisbruik en de prospectusverordening. Omdat het in de meeste gevallen gaat om geringe wijzigingen in de bestaande wetteksten, kunnen zij in een omnibusverordening worden samengevat. De rechtsgrondslag van de prospectusverordening en de verordening marktmisbruik is artikel 114, lid 1, VWEU. Een wijzigingsverordening moet dus dezelfde rechtsgrondslag hebben.

3. RESULTATEN VAN EX-POSTEVALUATIES, RAADPLEGINGEN VAN BELANGHEBBENDEN EN EFFECTBEOORDELINGEN

- **Raadplegingen van belanghebbenden**

- (a) Openbare raadpleging over de totstandbrenging van een evenrediger regelgevingsklimaat ter ondersteuning van mkb-noteringen

Op 18 december 2017 hebben de diensten van de Commissie een openbare raadpleging over mkb-noteringen gelanceerd. Hierbij stonden drie thema's centraal: 1) hoe het bij MiFID II gecreëerde concept mkb-groeimarkt kan worden aangevuld; 2) hoe de lasten voor op mkb-groeimarkten genoteerde bedrijven kunnen worden verlicht; en 3) hoe de ecosystemen rond de lokale effectenbeurzen kunnen worden bevorderd, met name met het oog op de verbetering van de liquiditeit van de op handelsplatformen genoteerde aandelen. De Commissie heeft 71 antwoorden ontvangen van belanghebbenden uit 18 lidstaten¹⁹.

In hun antwoord op de vraag waarom maar weinig mkb-ondernemingen een notering op Europese publieke markten nastreven, noemden vele belanghebbenden de administratieve lasten voor het mkb als gevolg van de regels inzake marktmisbruik, transparantie en openbaarmaking. De verordening marktmisbruik werd als moeilijk te interpreteren omschreven, wat de naleving van de Europese wetgeving door het mkb belemmert.

De meeste belanghebbenden noemden ook de regeling inzake transacties van leidinggevend als bezwaarlijk en duur, en zij pleitten voor verlenging van de termijn voor het melden van de transacties en verhoging van de drempel waarboven de transacties moeten worden gemeld, en zij waren er voorstander van om de nationale bevoegde autoriteit de verantwoordelijkheid voor de openbaarmaking van transacties van leidinggevend te geven. Wat betreft de aanpak inzake lijsten van insiders, was de grote meerderheid van de respondenten het erover eens dat deze vereiste weliswaar bezwaarlijk was, maar wel noodzakelijk. Over het geheel genomen waren zij er voorstander van emittenten ertoe te verplichten ofwel alleen op verzoek van de nationale bevoegde autoriteit lijsten van insiders te verstrekken, ofwel alleen een lijst van "permanente insiders" bij te houden. Slechts een kleine minderheid was er voorstander van om emittenten op mkb-groeimarkten volledig vrij te stellen van het bijhouden van lijsten van insiders. Van de weinige belanghebbenden die een mening gaven over de redenen voor uitstel van de melding van voorwetenschap, was een meerderheid er voorstander van emittenten ertoe te verplichten de verantwoording alleen op verzoek van de nationale bevoegde autoriteit te verstrekken en hen vrij te stellen van de verplichting gegevens voor openbaarmaking te bewaren. Van degenen die hun mening hierover gaven, was een ruime meerderheid er voorstander van om de onderhandse plaatsing van obligaties op mkb-groeimarkten vrij te stellen van de regels inzake marktpeilingen wanneer de beleggers bij de onderhandelingen over de emissie betrokken zijn.

Van degenen die hun mening hierover gaven, was een grote meerderheid van de respondenten van mening dat versoepelingen voor alle op mkb-groeimarkten genoteerde ondernemingen zouden moeten gelden. Aangevoerd werd dat het beginsel "één markt, één uniforme set regels" noodzakelijk was om duidelijkheid te scheppen voor zowel beleggers, emittenten als financiële intermediairs. Toch waren enkele handelsplatformen en vertegenwoordigers van

¹⁹ 6 overheidsinstanties (2 ministeries van Financiën, 4 nationale bevoegde autoriteiten); 18 beurzen; 35 brancheverenigingen (6 van makelaars, 14 van beleggingsbeheerders/investeringsbanken, 4 van verzekeraars, 3 van boekhouders/accountants, 2 van ratingbureaus, 4 van emittenten, 1 van pensioenverschaffers), 2 ngo's, 2 consultants-/advocatenkantoren, 2 stimuleringsbanken, 1 academische instelling; de Securities Market Stakeholders Group en de Financial Services User Group van ESMA. Deze belanghebbenden komen uit 18 lidstaten: AT, BE, CZ, DE, DK, EE, EL, ES, FI, FR, HR, IE, IT, LV, NL, PL, SE, VK.

emittenten van mening dat versoepelingen van de regelgeving voor alle mkb-ondernemingen zouden moeten gelden, ongeacht of zij op een multilaterale handelsfaciliteit of een gereglementeerde markt genoteerd zijn.

De meeste belanghebbenden waren tegen regels over een verplichte overgang van emittenten op een mkb-groeimarkt naar een gereglementeerde markt. Zij voerden aan dat de overgang naar een gereglementeerde markt altijd aan de emittent moet worden overgelaten. Enkelen waren niettemin van mening dat een dergelijke overgang moet worden vergemakkelijkt door passende prikkels in de regelgeving die beogen de administratieve lasten en de kosten van noteringen op een gereglementeerde markt te verminderen. Verschillende belanghebbenden verklaarden dat een dergelijke prikkel de vorm van een prospectusvrijstelling of een lichter prospectus zou kunnen aannemen wanneer een emittent op een mkb-groeimarkt naar een gereglementeerde markt gaat. Ten aanzien van de maatregelen ter verhoging van de liquiditeit, onderkenden de marktdeelnemers alom de voordelen van liquiditeitscontracten. Onder de belanghebbenden die zich hierover uitlieten, was het grootste deel van mening dat de totstandbrenging van een EU-kader voordelen zou hebben, hoewel velen benadrukten dat moest worden gezorgd voor flexibiliteit om dergelijke contracten aan de plaatselijke omstandigheden te kunnen aanpassen. Enkele nationale bevoegde autoriteiten vreesden dat dergelijke praktijken aanleiding zouden kunnen geven tot prijsmanipulatie. Andere nationale bevoegde autoriteiten zagen echter geen reden tot bezorgdheid, zolang het kader erop gericht is manipulatieve gedragingen te voorkomen, zoals bij de bestaande geaccepteerde marktpraktijken het geval is.

(b) Tussentijdse evaluatie van de KMU

Op 20 januari 2017 lanceerden de diensten van de Commissie een openbare raadpleging over de tussentijdse evaluatie van de kapitaalmarktenunie. Vele respondenten riepen op tot een evenredige evaluatie van de verschillende verplichtingen die voor niet-financiële emittenten, met name mkb-ondernemingen, gelden. Deze verplichtingen werden te bezwaarlijk gevonden en zouden deze emittenten ervan weerhouden om een notering na te streven.

Ten aanzien van het juridische kader voor genoteerde ondernemingen bekritiseerden de respondenten verschillende aspecten van de verordening marktmisbruik. De regels inzake transacties van leidinggevend en lijsten van insiders werden bijvoorbeeld te bezwaarlijk geacht voor ondernemingen die op multilaterale handelsfaciliteiten genoteerd zijn. De definitie van voorwetenschap werd als te ingewikkeld beschouwd, wat het risico van vervroegde en voortijdige openbaarmaking van informatie door genoteerde emittenten in de hand zou werken. Sommige respondenten waren van mening dat het toepassingsgebied van de regels inzake marktpeilingen in het kader van de verordening marktmisbruik te ruim was en dat vele marktdeelnemers niet graag aan een marktpeiling zouden deelnemen in verband met de juridische risico's die hieraan voor hen verbonden kunnen zijn. Andere respondenten waren van mening dat de uitbreiding van de verordening marktmisbruik tot op multilaterale handelsfaciliteiten genoteerde ondernemingen de toegang tot publieke markten duurder zou maken, gezien de directe kosten van monitoring en verspreiding van voorwetenschap.

(c) Call for evidence: EU-regelgevingskader voor financiële diensten

Op 30 september 2015 hebben de diensten van de Commissie een Call for evidence gelanceerd om de kwaliteit van het huidige regelgevingskader voor financiële diensten te verbeteren, inclusief die welke rechtstreeks de gevolgen zouden ondervinden van KMU-maatregelen. De respondenten op de Call for evidence steunden over het geheel genomen de hervormingen van de regelgeving voor de kapitaalmarkten. Zij uitten echter hun bezorgdheid over de gevolgen van de wetgeving inzake marktmisbruik, prospectussen en effectenmarkten voor marktfinanciering voor het mkb.

Ten aanzien van de regeling inzake marktmisbruik en mkb-groeimarkten voerden sommige respondenten aan dat de regeling marktmisbruik zware lasten voor emittenten op mkb-groeimarkten meebracht die uiteindelijk tot minder activiteit en dus minder financiering voor het mkb zou leiden. Met name was sprake van bezorgdheid met betrekking tot de uitbreiding van de verplichtingen van emittenten in het kader van de regeling voor bedrijven die op MTF's genoteerd zijn, zoals de verstrekking van lijsten van insiders en het melden van transacties van leidinggevenden.

- **Bijeenbrengen en gebruik van expertise**

Op 14 november 2017 hebben de diensten van de Commissie een technische workshop georganiseerd met ongeveer 25 vertegenwoordigers van effectenbeurzen uit 27 lidstaten. Het doel van de workshop was te overleggen over technische bepalingen en mogelijke versoepelingen van het regelgevingskader voor de toegang van het mkb tot publieke markten, ter voorbereiding van de openbare raadpleging van 2017 over de totstandbrenging van een evenrediger regelgevingsklimaat ter ondersteuning van mkb-noteringen.

Een meerderheid van de deelnemers voerde aan dat de verordening marktmisbruik dure verplichtingen en strenge vereisten voor mkb-emittenten heeft meegebracht, hoewel zij een belangrijke rol speelt op het gebied van beleggersvertrouwen. Als redenen hiervoor noemden de respondenten de aard van de voorwetenschap en de gedetailleerdheid van de openbaar te maken gegevens. De moeilijkheid om duidelijk te benoemen wat als voorwetenschap moet worden beschouwd, werd door sommige deelnemers problematisch genoemd. Weinig andere belanghebbenden bekritiseerden dat sancties in het kader van de verordening marktmisbruik niet evenredig waren voor op multilaterale handelsfaciliteiten genoteerde ondernemingen, die vaak een marktkapitalisatie van minder dan 10 miljoen EUR hebben. Ten aanzien van lijsten van insiders benadrukten enkele deelnemers dat de uitzondering voor mkb-groeimarkten weinig zin had, omdat de emittenten nog steeds verplicht waren om achteraf lijsten van insiders te verstrekken en over procedures daarvoor moesten beschikken. Veel belanghebbenden klaagden over de strikte termijnen voor leidinggevenden om hun transacties te melden, waarbij zij aanvoerden dat de termijn van drie dagen moest worden verlengd tot vijf dagen of dat de emittenten twee dagen extra zouden moeten krijgen om deze informatie te verstrekken. Sommigen van hen betoogden ook dat transacties van leidinggevenden alleen zouden moeten worden gemeld als zij significant zijn, d.w.z. een hogere waarde hebben dan de huidige drempel van 5 000 EUR. Drie handelsplatformen waren ook van mening dat de regels van de verordening marktmisbruik niet op dezelfde wijze van toepassing zouden moeten zijn voor emittenten van aandelen en emittenten van uitsluitend schuldinstrumenten. Ten slotte verklaarde een deelnemer dat, aangezien de meeste mkb-obligaties onderhands worden geplaatst, vrijstelling van de regels inzake marktpeilingen voor onderhandse plaatsingen een echte versoepeling zou zijn.

De marktdeelnemers zouden meer duidelijkheid over contracten inzake liquiditeitsverschaffing verwelkomen, gezien het belang ervan voor zowel makelaars als ondernemingen. Enkele belanghebbenden voerden aan dat geaccepteerde marktpraktijken inzake liquiditeitsverschaffing niet zouden moeten worden afgeschaft, en zij pleitten voor rechtszekerheid op dit gebied.

Op 28 november 2017 hebben de diensten van de Commissie tevens een technische workshop georganiseerd met ongeveer 30 vertegenwoordigers van emittenten, beleggers, makelaars en ander financiële intermediairs.

De grote meerderheid van de belanghebbenden was van mening dat de toepassing van de verordening marktmisbruik aanzienlijke kosten voor het mkb meebrengt. Enkele van hen stelden voor om de verordening marktmisbruik helemaal af te schaffen voor specifieke mkb-

markten, of terug te grijpen op de vorige regeling inzake marktmisbruik, aangezien de nieuwe regeling er vaak toe leidt dat ondernemingen hun aandelen van de beurs proberen te halen. Belanghebbenden merkten op dat de door de verordening marktmisbruik geboden vrijstelling van het opstellen en bijhouden van een lijst van insiders weinig waarde heeft, aangezien de nationale bevoegde autoriteit een onderneming nog steeds kan vragen een enorme hoeveelheid informatie te verstrekken, wat voor kleinere emittenten bijna niet doenbaar is. Sommige deelnemers wezen erop dat handel met voorwetenschap een groot risico is dat het beleggersvertrouwen kan schaden. Het handhaven van ten minste het permanente deel van de lijst van insiders kan dus een evenwichtige benadering zijn. Ten aanzien van transacties van leidinggevendens werd door velen verklaard dat verlenging van de termijn van drie dagen voor het op de hoogte stellen van de markt de beleggersbescherming niet in gevaar zou brengen. Enkele belanghebbenden verklaarden dat 20 000 EUR een meer evenredige drempel voor het melden van transacties van leidinggevendens zou vormen, hoewel deze zelfs nog verder zou kunnen worden verhoogd zonder afbreuk te doen aan de marktintegriteit. Anderen voerden aan dat een verplichting voor de nationale bevoegde autoriteit om transacties van leidinggevendens openbaar te maken de last voor emittenten zou verlichten. Sommige deelnemers verklaarden dat overgangen van noteringen op een mkb-groeimarkt naar een gereglementeerde markt moesten worden gestimuleerd door een minder bezwaarlijk prospectus.

- **Effectbeoordeling**

Dit voorstel gaat vergezeld van een effectbeoordeling die op 19 maart 2018 werd ingediend en die op 22 april 2018 - met voorbehoud - door de Raad voor regelgevingstoetsing (RSB) werd goedgekeurd.

De Raad voor regelgevingstoetsing verzocht de ontwerpeffectbeoordeling aan te passen om het volgende te verduidelijken: i) de motivering van het initiatief vanuit subsidiariteitsoogpunt; ii) hoe de reikwijdte van het initiatief werd vastgesteld (welke maatregelen werden opgenomen en hoe die maatregelen in de effectbeoordeling in opties werden gegroepeerd); iii) welke gevolgen de voorkeursopties voor de beleggersbescherming zouden hebben. Met de door de Raad voor regelgevingstoetsing geformuleerde opmerkingen werd rekening gehouden in de definitieve versie van de effectbeoordeling.

De effectbeoordeling analyseert verschillende beleidsopties om het tweeledige doel van vermindering van de administratieve lasten voor emittenten op mkb-groeimarkten en bevordering van de liquiditeit van op dergelijke handelsplatformen genoteerde eigenvermogensinstrumenten te bereiken en tegelijkertijd een hoog niveau van beleggersbescherming en marktintegriteit te handhaven.

De Commissie heeft een analyse uitgevoerd van de problemen die het aanbod van en de vraag naar financiële instrumenten op mkb-groeimarkten kunnen belemmeren (met name de kwestie van de liquiditeit die beleggers kan ontmoedigen om in dergelijke markten te investeren). De effectbeoordeling beschrijft drie drijvende factoren die deze problemen verklaren: 1) de regelgevingslasten voor genoteerde mkb-ondernemingen als gevolg van de toepassing van de verordening marktmisbruik; 2) de inadequate definitie van mkb-groeimarkten; en 3) het gebrek aan mechanismen om de handel en de liquiditeit op mkb-groeimarkten te bevorderen.

Sommige van deze kwesties vloeien voort uit de toepassing van MiFID II niveau 2 en zullen via afzonderlijke wijzigingen van Gedelegeerde Verordening 2017/565 van de Commissie worden aangepakt.

De onderstaande tabel bevat een samenvatting van de verschillende versoepelingen voor emittenten op mkb-groeimarkten (in het kader van de verordening marktmisbruik en de

prospectusverordening) en maatregelen ter bevordering van de liquiditeit van mkb-aandelen, alsmede de gevolgen ervan voor de desbetreffende belanghebbenden.

Voorkeursbeleidsopties	Effecten voor relevante markten/sectoren
Voorkeursopties in het kader van de verordening marktmisbruik	
Vaststelling van een nieuwe termijn voor de openbaarmaking van transacties van leidinggevend (2 dagen na de datum van kennisgeving door de leidinggevend)	Dit zou de administratieve lasten voor mkb-groeimarkten verlichten door ervoor te zorgen dat zij voldoende tijd hebben om transacties van leidinggevend openbaar te maken. Verandering van de aanvang van de termijn zou weinig tot geen gevolgen voor de marktintegriteit hebben.
Verplichting een lijst van "permanente insiders" bij te houden	Dit zou de lasten voor emittenten verlichten doordat de kosten van het opstellen van een ad-hoclijst van insiders voor elk geval van voorwetenschap worden vermeden. De gevolgen voor de mogelijkheden voor de nationale bevoegde autoriteiten om handel met voorwetenschap op te sporen zouden minimaal zijn, aangezien zij in de praktijk zelden gebruikmaken van lijsten van insiders.
Verantwoording van uitstel van openbaarmaking van voorwetenschap alleen op verzoek te verstrekken (en geen verplichting om hierover gegevens te bewaren)	Dit zou de administratieve lasten voor emittenten op mkb-groeimarkten verlichten door hen vrij te stellen van de verplichting om een lange lijst van informatie bij te houden (gegevens voor openbaarmaking). De gevolgen voor de marktintegriteit zouden minimaal zijn, aangezien de nationale bevoegde autoriteiten in geval van uitstel nog steeds op de hoogte worden gesteld en om een verantwoording kunnen verzoeken (die achteraf door de emittenten wordt opgesteld).
Onderhandelde onderhandse plaatsing van obligaties bij institutionele beleggers vrijstellen van de regeling inzake marktpeilingen wanneer een alternatieve wall-crossing-procedure voorhanden is	Dit zou de administratieve lasten voor zowel emittenten (en degenen die namens hen optreden) als beleggers verlichten en onderhandse plaatsingen vergemakkelijken. Een alternatieve wall-crossing-procedure zou ervoor zorgen dat alle partijen zich bewust zijn van hun verplichtingen wat betreft de openbaarmaking van voorwetenschap.
Een Europese regeling voor contracten inzake liquiditeitsverschaffing voor emittenten van aandelen op mkb-groeimarkten tot stand brengen en de nationale bevoegde autoriteiten toestaan om geaccepteerde marktpraktijken vast te stellen	Dit zou de liquiditeit van mkb-aandelen verhogen en de volatiliteit ervan verminderen, waardoor mkb-groeimarkten aantrekkelijker worden voor beleggers, intermediairs en beurzen.

Voorkeursopties in het kader van de prospectusverordening	
Invoering van een lichter "overgangsprospectus" voor emittenten op mkb-groeimarkten die gedurende ten minste drie jaar genoteerd zijn, wanneer zij een overgang naar een gereglementeerde markt nastreven	Dit zou ondernemingen helpen bij de overgang van de mkb-groeimarkt naar de gereglementeerde markt, door hun toe te staan een vereenvoudigd prospectus te publiceren.

In de effectbeoordeling wordt ook opgemerkt dat de versoepelingen in het kader van de verordening marktmisbruik, met het oog op de consistentie, de eenvoud en de duidelijkheid voor zowel beleggers als emittenten, ten goede moeten komen aan alle op mkb-groeimarkten genoteerde ondernemingen, en niet alleen aan mkb-ondernemingen die op dergelijke handelsplatformen genoteerd zijn.

In de effectbeoordeling wordt geconcludeerd dat het voorgestelde pakket maatregelen (dit omnibusvoorstel voor een verordening en de voorgenomen gerichte wijzigingen van MiFID II niveau 2) zal bijdragen aan het algemene doel van de KMU om de toegang tot kapitaalmarkten voor kleinere ondernemingen te vergemakkelijken. Dit pakket maatregelen zal op mkb-groeimarkten genoteerde ondernemingen ondersteunen door hun administratieve lasten te verminderen en te zorgen voor betere liquiditeit. In de effectbeoordeling wordt echter ook benadrukt dat de in dit initiatief opgenomen regelgevingsmaatregelen geen overweldigende gevolgen zouden hebben voor de situatie van kleine ondernemingen die een notering overwegen.

- **Resultaatgerichtheid en vereenvoudiging**

Dit initiatief beoogt onder meer de nalevingskosten voor emittenten op mkb-groeimarkten te verminderen. Dit geldt voor de voorgenomen wijzigingen van de verordening marktmisbruik die zouden leiden tot een geraamde kostenbesparing tussen 4,03 miljoen EUR en 9,32 miljoen EUR per jaar. Dit zou voor elke emittent een besparing betekenen van 15 tot 17,5 % van de kosten die uit de toepassing van de verordening marktmisbruik voortvloeien. De invoering van een "overgangsprospectus" die emittenten in staat stelt van een mkb-groeimarkt naar een gereglementeerde markt over te gaan, zou leiden tot geraamde kostenbesparingen tussen 4,8 miljoen EUR en 7,2 miljoen EUR per jaar. Een dergelijk "overgangsprospectus" zou de kosten voor het opstellen van dit document doen afnemen met 25 tot 28,5 %.

- **Grondrechten**

Toekomstige wetgevingsmaatregelen moeten in overeenstemming zijn met de desbetreffende grondrechten zoals die zijn verankerd in het Handvest van de grondrechten van de EU. Dit voorstel eerbiedigt de grondrechten en neemt de in het Handvest erkende beginselen in acht, met name de vrijheid van ondernemerschap (artikel 16) en de consumentenbescherming (artikel 38). Aangezien dit initiatief beoogt de administratieve lasten voor kleine emittenten te verlichten, draagt het bij tot verbetering van het recht van vrij ondernemerschap. De voorgenomen wijzigingen van de verordening marktmisbruik en de prospectusverordening zullen geen gevolgen voor de consumentenbescherming hebben, aangezien deze gerichte wijzigingen op zodanige wijze zijn geformuleerd dat een hoog niveau van marktintegriteit en beleggersbescherming gewaarborgd blijft.

4. GEVOLGEN VOOR DE BEGROTING

Dit initiatief zal naar verwachting geen noemenswaardige gevolgen voor de EU-begroting hebben.

5. OVERIGE ELEMENTEN

• Uitvoeringsplanning en regelingen betreffende controle, evaluatie en rapportage

De Commissie zal de effecten van de nieuwe verordening monitoren. Belangrijke parameters om de doeltreffendheid van de verordening ten aanzien van de verwezenlijking van de beoogde doelstellingen (verlichting van de administratieve lasten en grotere liquiditeit) te meten, zijn:

- (1) Gevolgen voor emittenten op mkb-groeimarkten en marktexploitanten
 - (a) Aantal geregistreerde mkb-groeimarkten
 - (b) Aantal noteringen en marktkapitalisatie op alle mkb-groeimarkten
 - (c) Aantal en omvang van beursintroductions (IPO's) en initiële aanbiedingen van obligaties (IBO's) op mkb-groeimarkten
 - (d) Aantal en omvang van IPO's en IBO's van het Europese mkb in derde landen
 - (e) Verhouding tussen bankgebaseerde en kapitaalmarktgebaseerde externe mkb-financiering
 - (f) Aantal en omvang van onderhandse plaatsingen van genoteerde obligaties bij institutionele beleggers
 - (g) Aantal overgangsprospectussen
- (2) Gevolgen voor de liquiditeit op mkb-groeimarkten
 - (a) Aantal door emittenten gesloten liquiditeitscontracten
 - (b) Transactievolumes (afgezet tegen het aantal noteringen per handelsplatform)
 - (c) Gemiddelde free float
 - (d) Gemiddelde bied-laatspreads van noteringen
 - (e) Gemiddelde at touch-liquiditeit
 - (f) Gemiddelde market book depth
 - (g) Gemiddelde tijd voor de uitvoering van orders
 - (h) Gemiddelde dagelijkse volatiliteit.

Deze lijst van indicatoren is niet uitputtend en kan worden aangevuld ten behoeve van het monitoren van bijkomende effecten. Aanvullende indicatoren kunnen bijvoorbeeld helpen ook de doeltreffendheid te meten van de andere, niet-regelgevende maatregelen die deel uitmaken van het bredere pakket inzake mkb-noteringen. Ook moet worden opgemerkt dat er geen concrete kwantitatieve doelstellingen zijn vastgesteld voor de in de lijst opgenomen indicatoren. Er is een breed spectrum aan factoren die grote invloed op de indicatoren hebben maar waarop dit initiatief geen betrekking heeft; de doeltreffendheid van het initiatief moet dan ook eerder worden gemeten aan de hand van de richting waarin de indicatoren zich ontwikkelen.

Voor veel van de indicatoren is de hulp en de input van gegevens van de lidstaten, de nationale bevoegde autoriteiten, de Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA) en de marktexploitanten nodig. Dit geldt met name voor indicatoren inzake liquiditeit.

- **Gedetailleerde toelichting van de specifieke bepalingen van het voorstel**

- (a) Wijzigingen in de verordening marktmisbruik

- Vrijstelling van de regeling inzake marktpeilingen voor onderhandse plaatsingen van obligaties bij gekwalificeerde beleggers*

Om de ontwikkeling van de onderhandse plaatsing van obligaties te bevorderen, stelt de Commissie een wijziging van de in artikel 11 van de verordening marktmisbruik opgenomen regeling inzake marktpeilingen voor. Momenteel kan een onderhandse plaatsing van obligaties bij gekwalificeerde beleggers (d.w.z. een openbare aanbidding van obligaties die uitsluitend gericht is tot gekwalificeerde beleggers in de zin van de prospectusverordening) onder de regeling inzake marktpeilingen vallen. Dit komt doordat een dergelijke emissie mogelijk effect heeft op de kredietwaardigheid van een emittent waarvan reeds effecten (aandelen of obligaties) tot de handel op een handelsplatform zijn toegelaten, zodat sprake kan zijn van voorwetenschap.

De technische aanpassing van artikel 11 van de verordening marktmisbruik dient om te verduidelijken dat de mededeling van informatie aan potentiële gekwalificeerde beleggers met wie over de voorwaarden van een transactie inzake onderhandse plaatsing van obligaties (inclusief contractvoorwaarden) wordt onderhandeld, niet is onderworpen aan de regeling inzake marktpeilingen. Deze vrijstelling is beschikbaar wanneer i) de eigenvermogensinstrumenten of andere dan eigenvermogensinstrumenten van de emittent die obligaties onderhands wil plaatsen reeds tot de handel op een mkb-groeimarkt zijn toegelaten; en ii) een alternatieve wall-crossing-procedure²⁰ voorhanden is waarmee een potentiële gekwalificeerde belegger instemt met de verplichtingen die volgens de regelgeving uit de toegang tot voorwetenschap voortvloeien. Deze alternatieve wall-crossing-procedure zou de vorm kunnen aannemen van een niet-openbaarmakingsovereenkomst.

- Contract inzake liquiditeitsverschaffing voor emittenten op mkb-groeimarkten*

Volgens de wijzigingen in artikel 13 van de verordening marktmisbruik zullen emittenten op mkb-groeimarkten de mogelijkheid hebben een contract inzake liquiditeitsverschaffing te sluiten met een financiële intermediair die de taak krijgt de liquiditeit van de aandelen van de emittent te vergroten. Dit zal dan ook worden toegestaan wanneer de nationale bevoegde autoriteit van het land waar de mkb-groeimarkt gevestigd is, geen geaccepteerde marktpraktijk voor contracten inzake liquiditeitsverschaffing overeenkomstig artikel 13 van de verordening marktmisbruik heeft vastgesteld.

Deze mogelijkheid is onderworpen aan drie voorwaarden: i) het contract inzake liquiditeitsverschaffing voldoet aan de voorwaarden van artikel 13, lid 2, en de technische uitvoeringsnormen die door de Europese Autoriteit voor effecten en markten worden ontwikkeld; ii) de liquiditeitsverschaffer is een krachtens MiFID II gemachtigde beleggingsonderneming en een marktlid van de mkb-groeimarkt waar de aandelen van de emittent tot de handel zijn toegelaten; en iii) de marktexploitant of de beleggingsonderneming die de mkb-groeimarkt exploiteert, wordt van het sluiten van een liquiditeitscontract op de hoogte gesteld en stemt in met de voorwaarden ervan. Aan deze voorwaarden moet te allen tijde worden voldaan en de desbetreffende nationale bevoegde autoriteiten mogen de emittent

²⁰ Wall-crossing is de handeling waarmee een persoon tot insider wordt gemaakt door hem of haar deelgenoot te maken van voorwetenschap.

of de beleggingsonderneming die als liquiditeitsverschaffer optreedt, om een kopie van het liquiditeitscontract verzoeken.

Aan de Europese Autoriteit voor effecten en markten wordt de taak opgedragen om technische uitvoeringsnormen te ontwikkelen met een model voor een contract inzake liquiditeitsverschaffing. Deze technische uitvoeringsnormen bevatten de vereisten waaraan dergelijke contracten inzake liquiditeitsverschaffing moeten voldoen om in alle lidstaten rechtsgeldig te zijn.

Deze nieuwe bepaling verhindert niet dat de lidstaten overeenkomstig artikel 13 een geaccepteerde marktpraktijk vaststellen om contracten inzake liquiditeitsverschaffing op de plaatselijke omstandigheden af te stemmen of het toepassingsgebied van liquiditeitscontracten tot buiten emittenten op mkb-groeimarkten uit te breiden (bv. voor op gereguleerde markten genoteerde illiquide effecten).

Verantwoording van het uitstel van openbaarmaking van voorwetenschap

De doelstelling van deze wijziging van artikel 17 van de verordening marktmisbruik is de verplichtingen voor emittenten op mkb-groeimarkten te verminderen wanneer zij besluiten de bekendmaking van voorwetenschap uit te stellen.

Volgens deze wijziging zullen emittenten op mkb-groeimarkten nog steeds verplicht zijn de desbetreffende nationale bevoegde autoriteit in kennis te stellen van een dergelijk uitstel. Zij moeten de redenen voor het uitstel echter uitsluitend op verzoek van de nationale bevoegde autoriteit te verantwoorden (in plaats van in alle gevallen). Voorts zouden emittenten op mkb-groeimarkten worden vrijgesteld van de verplichting om de lijst met gedetailleerde informatie ter verantwoording van het uitstel doorlopend bij te houden (zoals momenteel opgenomen in Uitvoeringsverordening (EU) 2016/1055 van de Commissie). Deze verantwoording wordt achteraf opgesteld wanneer de emittent daartoe een verzoek van de nationale bevoegde autoriteit ontvangt.

Lijsten van insiders voor mkb-groeimarkten

Volgens de verordening marktmisbruik (artikel 18, lid 6) behoeven emittenten op mkb-groeimarkten niet doorlopend lijsten van insiders bij te houden, zolang i) de emittent alle redelijke stappen onderneemt om ervoor te zorgen dat iedereen die toegang heeft tot voorwetenschap, op de hoogte is van de daarmee samenhangende wettelijke en regelgevingsplichten en van de toepasselijke sancties, en ii) de emittent in staat is de bevoegde autoriteit op verzoek de lijst van insiders te verstrekken.

Deze wijziging stelt voor de huidige door de verordening marktmisbruik geboden versoepeling voor emittenten op mkb-groeimarkten te vervangen door een minder bezwaarlijke "lijst van permanente insiders". Deze lijst is voor het mkb gemakkelijker op te stellen en is toch nog steeds zinvol voor de onderzoeken van nationale bevoegde autoriteiten naar gevallen van handel met voorwetenschap. Deze lijst van "permanente insiders" omvat alle personen die regelmatig toegang hebben tot voorwetenschap met betrekking tot die emittent door hun functie (zoals leden van bestuurs-, leidinggevende of toezichthoudende organen) of positie (leidinggevenden die beslissingen kunnen nemen die de toekomstige ontwikkelingen en bedrijfsvooruitzichten van de emittent beïnvloeden en administratief personeel dat regelmatig toegang heeft tot voorwetenschap) bij de emittent. Deze versoepeling wordt alleen toegekend aan emittenten op mkb-groeimarkten en laat de verplichtingen van personen die namens of voor rekening van hen optreden (zoals accountants, advocaten, ratingbureaus...) om hun eigen lijsten van insiders op te stellen, bij te werken en op verzoek aan de nationale bevoegde autoriteit te verstrekken overeenkomstig artikel 18, leden 1 tot en met 5, onverlet.

Transacties van leidinggevend en van emittenten op mkb-groeimarkten

Momenteel moeten personen met leidinggevende verantwoordelijkheden en nauw verbonden personen de nationale bevoegde autoriteit en de emittent binnen drie dagen na de transactiedatum van hun transacties op de hoogte stellen. Tegelijkertijd moet de emittent de informatie uiterlijk drie dagen na de transactie aan de markt bekendmaken. De respondenten van de openbare raadpleging benadrukten dat het technisch onmogelijk is om aan de kennisgevingstermijn van drie dagen te voldoen als de emittent de informatie al laat van de leidinggevende ontvangt, aangezien de periode van drie dagen zowel geldt voor de kennisgeving door leidinggevend en nauw verbonden personen aan de emittent als voor de bekendmaking door de emittent aan de markt.

Volgens deze wijziging moeten personen met leidinggevende verantwoordelijkheden en nauw verbonden personen bij emittenten op mkb-groeimarkten de emittent en de nationale bevoegde autoriteit binnen drie dagen in kennis stellen. Vervolgens heeft de emittent na deze kennisgeving nog eens twee dagen de tijd om de informatie openbaar te maken.

(b) Wijziging van de prospectusverordening

Overgangsprospectus

Emittenten die gedurende een bepaalde periode op een mkb-groeimarkt genoteerd zijn, moeten een volledig prospectus publiceren wanneer zij willen overgaan naar een gereglementeerde markt. Voor hen is in een dergelijke situatie namelijk geen versoepelde prospectusregeling (zoals het EU-groeipropectus of het vereenvoudigde prospectus voor secundaire emissies) beschikbaar. Deze wijziging van de prospectusverordening zou een versoepeld "overgangsprospectus" invoeren voor ondernemingen die gedurende ten minste drie jaar op een mkb-groeimarkt genoteerd zijn en die willen overgaan naar een gereglementeerde markt. Emittenten op mkb-groeimarkten zijn onderworpen aan doorlopende openbaarmakingsverplichtingen krachtens de verordening marktmisbruik en de regels van de exploitant van de mkb-groeimarkt, zoals vereist krachtens Richtlijn 2014/65/EU. Aldus verstrekken zij veel informatie aan beleggers. Voor emittenten in een dergelijke situatie moet dus een overgangsprospectus (gebaseerd op het vereenvoudigd prospectus voor secundaire emissies waarin de prospectusverordening voorziet) beschikbaar zijn. Dit prospectus zou beschikbaar zijn wanneer emittenten op mkb-groeimarkten streven naar i) toelating van hun effecten tot de handel op een gereglementeerde markt of ii) zowel een toelating als een nieuwe aanbieding van effecten op een gereglementeerde markt.

Voorstel voor een

VERORDENING VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD

tot wijziging van de Verordeningen (EU) nr. 596/2014 en (EU) 2017/1129 wat de bevordering van het gebruik van mkb-groeimarkten betreft

(Voor de EER relevante tekst)

HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD VAN DE EUROPESE UNIE,

Gezien het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie, en met name artikel 114,

Gezien het voorstel van de Europese Commissie,

Na toezending van het ontwerp van wetgevingshandeling aan de nationale parlementen,

Gezien het advies van de Europese Centrale Bank¹,

Gezien het advies van het Europees Economisch en Sociaal Comité²,

Handelend volgens de gewone wetgevingsprocedure³,

Overwegende hetgeen volgt:

- (1) Het initiatief voor de kapitaalmarktenunie beoogt de afhankelijkheid van bankleningen te verminderen, de marktgebaseerde financieringsbronnen voor het midden- en kleinbedrijf (hierna "het mkb" genoemd) (of ook wel kleine en middelgrote ondernemingen (kmo's) genoemd) te diversifiëren en de uitgifte van mkb-obligaties en mkb-aandelen op publieke markten te bevorderen. In de Unie gevestigde ondernemingen die op handelsplatformen kapitaal willen aantrekken, worden geconfronteerd met hoge eenmalige en doorlopende openbaarmakings- en nalevingskosten die hen kunnen ontmoedigen om toelating tot de handel op een handelsplatform in de Unie na te streven. Voorts hebben door mkb-ondernemingen uitgegeven aandelen op handelsplatformen in de Unie vaak te maken met lagere liquiditeit en hogere volatiliteit, waardoor de kapitaalkosten stijgen, zodat deze financieringsbron te bezwaarlijk wordt.
- (2) Bij Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad⁴ is een nieuw soort handelsplatform ingesteld, de mkb-groeimarkten, een subgroep van de multilaterale handelsfaciliteiten (multilateral trading facilities - hierna "MTF's" genoemd), om het mkb een vlottere toegang tot kapitaal te bieden en de verdere ontwikkeling te bevorderen van gespecialiseerde markten die op de behoeften van uitgevende instellingen uit het mkb willen inspelen. Reeds in Richtlijn 2014/65/EU luidde het: "*Er moet vooral aandacht worden besteed aan hoe de toekomstige regelgeving het gebruik*

¹ PB C [...] van [...], blz. [...].

² PB C [...] van [...], blz. [...].

³ Standpunt van het Europees Parlement van ... (PB ...) en besluit van de Raad van ...

⁴ Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (PB L 173 van 12.6.2014, blz. 349).

van deze markt verder kan bevorderen en deze aantrekkelijk kan maken voor investeerders, de administratieve lasten kan verlichten en het mkb verder kan stimuleren om via mkb-groeimarkten toegang te krijgen tot de kapitaalmarkten."

- (3) Voor uitgevende instellingen die zijn toegelaten tot de handel op een mkb-groeimarkt blijken echter betrekkelijk weinig versoepelingen van de regelgeving te gelden in vergelijking met uitgevende instellingen die zijn toegelaten tot de handel op MTF's of gereglementeerde markten. De meeste van de in Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad⁵ opgenomen verplichtingen zijn op dezelfde wijze van toepassing op alle uitgevende instellingen, ongeacht hun omvang of het handelsplatform waar hun financiële instrumenten tot de handel zijn toegelaten. Die geringe differentiatie tussen uitgevende instellingen op mkb-groeimarkten en MTF's werkt ontmoedigend wat betreft MTF's die zich als mkb-groeimarkt willen laten registreren, hetgeen blijkt uit het feit dat de status van mkb-groeimarkt tot op heden niet erg gewild is. Er moeten dus verdere versoepelingen worden ingevoerd om het gebruik van mkb-groeimarkten te bevorderen.
- (4) De aantrekkelijkheid van mkb-groeimarkten moet worden versterkt door de nalevingskosten en de administratieve lasten voor uitgevende instellingen op mkb-groeimarkten verder te verminderen. Om op gereglementeerde markten de hoogste nalevingsnormen te handhaven, moeten de in deze verordening opgenomen versoepelingen worden beperkt tot op mkb-groeimarkten genoteerde ondernemingen, ongeacht het feit dat niet alle mkb-ondernemingen op mkb-groeimarkten zijn genoteerd en niet alle op mkb-groeimarkten genoteerde ondernemingen mkb-ondernemingen zijn. Krachtens Richtlijn 2014/65/EU kunnen tot de handel op mkb-groeimarkten maximaal 50 % niet-mkb-ondernemingen worden toegelaten om de winstgevendheid van het bedrijfsmodel van de mkb-groeimarkten te handhaven door middel van onder meer liquiditeit in effecten van niet-mkb-ondernemingen. Gezien de risico's die verbonden zijn aan de toepassing van verschillende regelingen op uitgevende instellingen die op hetzelfde soort handelsplatform (mkb-groeimarkten) genoteerd zijn, moeten de in deze verordening opgenomen wijzigingen niet beperkt blijven tot alleen uitgevende instellingen uit het mkb. Met het oog op de consistentie voor uitgevende instellingen en de duidelijkheid voor beleggers, moet de verlichting van nalevingskosten en administratieve lasten gelden voor alle uitgevende instellingen op mkb-groeimarkten, ongeacht hun marktkapitalisatie. Door op alle uitgevende instellingen dezelfde regelingen toe te passen wordt ook voorkomen dat ondernemingen worden benadeeld omdat zij groeien en geen mkb-onderneming meer zijn.
- (5) Volgens artikel 11 van Verordening (EU) nr. 596/2014 omvat een marktpeiling de communicatie van informatie, voorafgaand aan de bekendmaking van een transactie, teneinde de belangstelling van potentiële beleggers in een mogelijke transactie en de daarmee verband houdende voorwaarden wat betreft de mogelijke omvang en beprijzing te peilen, aan één of meerdere potentiële beleggers. Tijdens de onderhandelingsfase van een onderhandse plaatsing van obligaties gaan uitgevende instellingen op een mkb-groeimarkt gesprekken aan met een beperkt aantal potentiële gekwalificeerde beleggers (zoals gedefinieerd in Verordening (EU) 2017/1129 van het

⁵ Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (verordening marktmisbruik) en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124/EG, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie (PB L 173 van 12.6.2014, blz. 1).

Europees Parlement en de Raad⁶) om met die gekwalificeerde beleggers te onderhandelen over alle contractvoorwaarden van de transactie. De communicatie van informatie tijdens deze onderhandelingsfase van een onderhandse plaatsing van obligaties is bedoeld om de gehele transactie te structureren en te voltooien, en niet om de belangstelling van potentiële beleggers voor een van tevoren bepaalde transactie te peilen. Het verplicht stellen van marktpeilingen voor de onderhandse plaatsing van obligaties kan dus bezwaarlijk zijn en zowel uitgevende instellingen als beleggers ontmoedigen om gesprekken over dergelijke transacties aan te gaan. Om onderhandse plaatsing van obligaties op mkb-groeimarkten aantrekkelijker te maken, moeten dergelijke transacties van de marktpelingsregeling worden uitgezonderd, mits een passende geheimhoudingsovereenkomst voorhanden is.

- (6) Enige liquiditeit in de aandelen van een uitgevende instelling kan worden bewerkstelligd via liquiditeitsmechanismen als market-makingregelingen of liquiditeitscontracten. Een market-makingregeling is een overeenkomst tussen de marktexploitant en een derde die zich ertoe verbindt de liquiditeit in bepaalde aandelen op peil te houden en in ruil daarvoor korting op handelsvergoedingen krijgt. Een liquiditeitscontract is een overeenkomst tussen een uitgevende instelling en een derde die zich ertoe verbindt te zorgen voor liquiditeit in de aandelen van de uitgevende instelling, en namens de uitgevende instelling. Om ervoor te zorgen dat de marktintegriteit ten volle bewaard blijft, moeten liquiditeitscontracten, onder een aantal voorwaarden, voor alle uitgevende instellingen op mkb-groeimarkten in de Unie beschikbaar zijn. Niet alle bevoegde autoriteiten hebben overeenkomstig artikel 13 van Verordening (EU) nr. 596/2014 ten aanzien van liquiditeitscontracten geaccepteerde marktpraktijken vastgesteld, zodat niet alle uitgevende instellingen op mkb-groeimarkten in de Unie momenteel toegang hebben tot liquiditeitsregelingen. Het ontbreken van liquiditeitsregelingen kan een belemmering vormen voor de effectieve ontwikkeling van mkb-groeimarkten. Er moet dus een Uniekader tot stand worden gebracht dat uitgevende instellingen op mkb-groeimarkten in staat stelt in een andere lidstaat een liquiditeitscontract met een liquiditeitsverschaffer te sluiten wanneer op nationaal niveau geen geaccepteerde marktpraktijk is vastgesteld. Het Uniekader inzake liquiditeitscontracten voor mkb-groeimarkten dient evenwel niet in de plaats te komen van bestaande of toekomstige geaccepteerde marktpraktijken, maar deze slechts aan te vullen. De bevoegde autoriteiten moeten de mogelijkheid behouden om geaccepteerde marktpraktijken voor liquiditeitscontracten vast te stellen om de voorwaarden ervan op de plaatselijke omstandigheden af te stemmen of om dergelijke overeenkomsten uit te breiden tot andere niet-liquide effecten dan aandelen op een mkb-groeimarkt.
- (7) Om te zorgen voor een uniforme toepassing van het in overweging 6 bedoelde Uniekader voor liquiditeitscontracten, moet Verordening (EU) nr. 596/2014 worden aangepast om de Commissie de bevoegdheid te verlenen door de Europese Autoriteit voor effecten en markten ontwikkelde technische uitvoeringsnormen vast te stellen, waarbij een model voor dergelijke contracten wordt opgesteld. De Commissie moet die technische uitvoeringsnormen vaststellen door middel van uitvoeringshandelingen

⁶ Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereglementeerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG (PB L 168 van 30.6.2017, blz. 12).

overeenkomstig artikel 291 van het Verdrag en overeenkomstig artikel 15 van Verordening (EU) nr. 1095/2010 van het Europees Parlement en de Raad⁷.

- (8) Overeenkomstig artikel 17, lid 4, van Verordening (EU) nr. 596/2014 kunnen uitgevende instellingen besluiten de openbaarmaking van voorwetenschap uit te stellen indien hun rechtmatige belangen waarschijnlijk zouden worden geschaad. De uitgevende instellingen moeten de bevoegde autoriteit daarvan evenwel op te hoogte stellen en de redenen voor het besluit toelichten. De verplichting voor uitgevende instellingen op mkb-groeimarkten om schriftelijk te verantwoorden waarom zij hebben besloten de openbaarmaking uit te stellen, kan bezwaarlijk zijn. Een lichtere eis voor uitgevende instellingen op mkb-groeimarkten, namelijk de verplichting om de redenen voor het uitstel alleen op verzoek van de bevoegde autoriteit toe te lichten, zou geen significante invloed hebben op de mogelijkheden van de bevoegde autoriteit om toe te zien op de openbaarmaking van voorwetenschap, maar zou wel de administratieve lasten voor uitgevende instellingen op mkb-groeimarkten aanzienlijk verminderen, mits de bevoegde autoriteiten nog steeds van het besluit tot uitstel op de hoogte worden gesteld en een onderzoek kunnen instellen als zij over dat besluit twijfel hebben.
- (9) De huidige minder stringente vereiste voor uitgevende instellingen op mkb-groeimarkten om overeenkomstig artikel 18, lid 6, van Verordening (EU) nr. 596/2014 alleen op verzoek van de bevoegde autoriteit een lijst van insiders op te stellen, heeft in de praktijk weinig effect, omdat die uitgevende instellingen nog steeds onderworpen zijn aan doorlopende monitoring van de personen die in de context van lopende projecten als insider kunnen worden aangemerkt. De bestaande versoepeling moet dus worden vervangen door de mogelijkheid voor uitgevende instellingen op mkb-groeimarkten om alleen een lijst van permanente insiders bij te houden, waarop personen moeten worden opgenomen die door hun functie of positie bij de uitgevende instelling regelmatig toegang hebben tot voorwetenschap.
- (10) Krachtens artikel 19, lid 3, van Verordening (EU) nr. 596/2014 moeten uitgevende instellingen door personen met leidinggevende verantwoordelijkheid en door nauw verbonden personen verrichte transacties binnen drie dagen na de transactie openbaar maken. Personen met leidinggevende verantwoordelijkheid en nauw verbonden personen moeten hun transacties binnen dezelfde termijn aan de uitgevende instelling mededelen. Wanneer uitgevende instellingen op mkb-groeimarkten door personen met leidinggevende verantwoordelijkheid en door nauw verbonden personen laat van hun transacties in kennis worden gesteld, is het voor die uitgevende instellingen op mkb-groeimarkten technisch moeilijk om de termijn van drie dagen in acht te nemen, hetgeen aanleiding kan geven tot aansprakelijkheidskwesties. Voor uitgevende instellingen op mkb-groeimarkten moet het dus mogelijk worden transacties openbaar te maken binnen twee dagen nadat zij door de personen met leidinggevende verantwoordelijkheid of de nauw verbonden personen van die transacties in kennis zijn gesteld.
- (11) Mkb-groeimarkten moeten niet als laatste stap in het opschalingsproces van uitgevende instellingen worden beschouwd; zij moeten succesvolle ondernemingen in staat stellen door te groeien en ooit de stap naar een gereguleerde markt te zetten

⁷ Verordening (EU) nr. 1095/2010 van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot oprichting van een Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Autoriteit voor effecten en markten), tot wijziging van Besluit nr. 716/2009/EG en tot intrekking van Besluit 2009/77/EG van de Commissie (PB L 331 van 15.12.2010, blz. 84).

om toegang te krijgen tot meer liquiditeit en een groter aantal beleggers. Om de overgang van een mkb-groeimarkt naar een gereglementeerde markt te vergemakkelijken, moeten groeiende ondernemingen voor de toelating tot een gereglementeerde markt de vereenvoudigde openbaarmakingsregeling als beschreven in artikel 14 van Verordening (EU) 2017/1129 kunnen gebruiken, mits die ondernemingen reeds gedurende ten minste drie jaar tot de handel op een mkb-groeimarkt zijn toegelaten. Die periode moet uitgevende instellingen in staat stellen voldoende reputatie op te bouwen en de markt te voorzien van informatie over hun financiële prestaties en verslagleggingsverplichtingen in het kader van Richtlijn 2014/65/EU.

- (12) Volgens Verordening (EG) nr. 1606/2002 van het Europees Parlement en de Raad⁸ zijn uitgevende instellingen op mkb-groeimarkten niet verplicht hun jaarrekeningen te publiceren overeenkomstig internationale standaarden voor financiële verslaglegging. Om echter te voorkomen dat wordt afgeweken van de normen voor gereglementeerde markten, moeten uitgevende instellingen op mkb-groeimarkten die de vereenvoudigde openbaarmakingsregeling willen gebruiken voor een overgang naar een gereglementeerde markt, hun meest recente jaarrekening, die vergelijkende informatie voor het voorgaande jaar bevat, in overeenstemming met die verordening opstellen.
- (13) De Verordeningen (EU) nr. 596/2014 en (EU) 2017/1129 moeten derhalve dienovereenkomstig worden gewijzigd.
- (14) De in deze verordening opgenomen wijzigingen moeten zes maanden na de inwerkingtreding van deze verordening van toepassing zijn om de bestaande mkb-groeimarktexploitanten voldoende tijd te geven hun reglementen aan te passen,

HEBBEN DE VOLGENDE VERORDENING VASTGESTELD:

Artikel 1

Wijzigingen van Verordening (EU) nr. 596/2014

Verordening (EU) nr. 596/2014 wordt als volgt gewijzigd:

- 1. in artikel 11 wordt het volgende lid 1 bis ingevoegd:

"1 bis. Wanneer een aanbieding van effecten uitsluitend gericht is tot gekwalificeerde beleggers in de zin van artikel 2, onder e), van Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad*, vormt mededeling van informatie aan die gekwalificeerde beleggers met het oog op onderhandelingen over de contractvoorwaarden van hun deelneming aan een uitgifte van obligaties door een uitgevende instelling waarvan de financiële instrumenten zijn toegelaten tot de handel op een mkb-groeimarkt, geen marktpeiling en geen wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap. Die uitgevende instelling zorgt ervoor dat de gekwalificeerde beleggers die de informatie ontvangen, op de hoogte zijn van de daarmee samenhangende wettelijke en regelgevingsplichten, en dat ook schriftelijk verklaren, alsook van de sancties die verbonden zijn aan handel met voorwetenschap en wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap.

⁸ Verordening (EG) nr. 1606/2002 van het Europees Parlement en de Raad van 19 juli 2002 betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen (PB L 243 van 11.9.2002, blz. 1).

* Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG (PB L 168 van 30.6.2017, blz. 12).";

2. aan artikel 13 worden de volgende leden 12 en 13 toegevoegd:

"12. Een uitgevende instelling waarvan de financiële instrumenten zijn toegelaten tot de handel op een mkb-groeimarkt, mag een liquiditeitscontract voor haar aandelen sluiten wanneer aan elk van de volgende voorwaarden wordt voldaan:

- (a) de voorwaarden van het liquiditeitscontract voldoen aan de in artikel 13, lid 2, van deze verordening en in Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/908 van de Commissie** vastgestelde criteria;
- (b) het liquiditeitscontract wordt opgesteld overeenkomstig het in lid 13 bedoelde model;
- (c) de liquiditeitsverschaffer is naar behoren gemachtigd door de bevoegde autoriteit overeenkomstig Richtlijn 2014/65/EU en is als marktlid geregistreerd door de marktexploitant of de beleggingsonderneming die de mkb-groeimarkt exploiteert;
- (d) de marktexploitant of de beleggingsonderneming die de mkb-groeimarkt exploiteert, verklaart schriftelijk aan de uitgevende instelling een kopie van het liquiditeitscontract te hebben ontvangen en met de voorwaarden van dat contract in te stemmen.

De in de eerste alinea bedoelde uitgevende instelling kan te allen tijde aantonen dat doorlopend wordt voldaan aan de voorwaarden waarop het contract werd gesloten. Die uitgevende instelling en de beleggingsonderneming die de mkb-groeimarkt exploiteert, verstrekken de bevoegde autoriteiten op hun verzoek een kopie van het liquiditeitscontract.

13. Teneinde uniforme voorwaarden voor de toepassing van lid 12 te verzekeren, ontwikkelt ESMA ontwerpen van technische uitvoeringsnormen tot vaststelling van een model voor het sluiten van een liquiditeitscontract, zodat de naleving van de voorwaarden van artikel 13 wordt gegarandeerd. ESMA legt deze ontwerpen van technische uitvoeringsnormen uiterlijk op [...] voor aan de Commissie. Aan de Commissie wordt de bevoegdheid verleend om de in de eerste alinea bedoelde technische uitvoeringsnormen vast te stellen overeenkomstig artikel 15 van Verordening (EU) nr. 1095/2010.

** Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/908 van de Commissie van 26 februari 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen betreffende de criteria, de procedure en de vereisten voor de vaststelling van een geaccepteerde marktpraktijk en de voorwaarden voor het handhaven, stopzetten of wijzigen van de acceptatievoorwaarden daarvan (PB L 153 van 10.6.2016, blz. 3).";

3. aan artikel 17, lid 4, wordt de volgende alinea toegevoegd:

"Een uitgevende instelling waarvan de financiële instrumenten zijn toegelaten tot de handel op een mkb-groeimarkt en die heeft besloten om de openbaarmaking van voorwetenschap uit te stellen, stelt de bevoegde autoriteit van dat besluit in kennis. De toelichting van het besluit tot uitstel wordt alleen verstrekt op verzoek van de in

lid 3 bedoelde bevoegde autoriteit. Die bevoegde autoriteit verplicht de uitgevende instelling niet tot het bewaren van de toelichting.";

4. in artikel 18 wordt lid 6 vervangen door:

"6. Uitgevende instellingen waarvan de financiële instrumenten zijn toegelaten tot de handel op een mkb-groeiemarkt, mogen op hun lijst van insiders alleen de personen opnemen die door de aard van hun functie of positie bij de uitgevende instelling regelmatig toegang tot voorwetenschap hebben. Elke persoon die namens of voor rekening van een tot de handel op een mkb-groeiemarkt toegelaten uitgevende instelling optreedt, blijft onderworpen aan de vereisten van de leden 1 tot en met 5.

Die lijst wordt op verzoek aan de bevoegde autoriteit verstrekt.";

5. aan artikel 19, lid 3, eerste alinea, wordt de volgende zin toegevoegd:

"Uitgevende instellingen waarvan de financiële instrumenten zijn toegelaten tot de handel op een mkb-groeiemarkt, maken binnen twee werkdagen na ontvangst van een kennisgeving als bedoeld in lid 1 de in die kennisgeving vervatte informatie openbaar.".

Artikel 2

Wijzigingen van Verordening (EU) nr. 2017/1129

Artikel 14 van Verordening (EU) 2017/1129 wordt als volgt gewijzigd:

1. aan de eerste alinea van lid 1 wordt het volgende punt d) toegevoegd:

"d) uitgevende instellingen die reeds gedurende ten minste drie jaar tot de handel op een mkb-groeiemarkt zijn toegelaten en die voor bestaande of nieuwe effecten toelating tot de handel op een gereguleerde markt trachten te verkrijgen.";

2. aan lid 2, tweede alinea, wordt de volgende zin toegevoegd:

"Voor uitgevende instellingen als bedoeld in lid 1, eerste alinea, onder d), wordt de meest recente jaarrekening, die in het vereenvoudigde prospectus opgenomen vergelijkende informatie voor het voorgaande jaar bevat, opgesteld overeenkomstig de internationale standaarden voor financiële verslaglegging zoals in de Unie zijn bekrachtigd overeenkomstig Verordening (EG) nr. 1606/2002***.

*** Verordening (EG) nr. 1606/2002 van het Europees Parlement en de Raad van 19 juli 2002 betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen (PB L 243 van 11.9.2002, blz. 1).".

Artikel 3

Inwerkingtreding en toepassing

Deze verordening treedt in werking op de twintigste dag na die van de bekendmaking ervan in het Publicatieblad van de Europese Unie.

Zij is van toepassing met ingang van zes maanden na de inwerkingtreding.

Deze verordening is verbindend in al haar onderdelen en is rechtstreeks toepasselijk in elke lidstaat.

Gedaan te Brussel,

Voor het Europees Parlement
De voorzitter

Voor de Raad
De voorzitter