

Bruksela, 30 maja 2018 r.
(OR. en)

9402/18

Międzyinstytucjonalny numer
referencyjny:
2018/0165 (COD)

EF 149
ECOFIN 500
CODEC 869

WNIOSEK

Od:	Sekretarz Generalny Komisji Europejskiej, podpisał dyrektor Jordi AYET PUIGARNAU
Data otrzymania:	25 maja 2018 r.
Do:	Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, Sekretarz Generalny Rady Unii Europejskiej
Nr dok. Kom.:	COM(2018) 331 final
Dotyczy:	Wniosek dotyczący ROZPORZĄDZENIA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY zmieniającego rozporządzenia (UE) nr 596/2014 i (UE) 2017/1129 w odniesieniu do promowania korzystania z rynków rozwoju MŚP

Delegacje otrzymują w załączeniu dokument COM(2018) 331 final.

Załącznik: COM(2018) 331 final



KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 24.5.2018
COM(2018) 331 final

2018/0165 (COD)

Wniosek

ROZPORZĄDZENIE PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

**zmieniające rozporządzenia (UE) nr 596/2014 i (UE) 2017/1129 w odniesieniu do
promowania korzystania z rynków rozwoju MŚP**

(Tekst mający znaczenie dla EOG)

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

UZASADNIENIE

1. KONTEKST WNIOSKU

• Przyczyny i cele wniosku

Rozszerzenie dostępu do rynkowych źródeł finansowania dla europejskich przedsiębiorstw na każdym etapie ich rozwoju stanowi istotny element unii rynków kapitałowych. Od rozpoczęcia realizacji planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych UE poczyniła znaczne postępy w rozszerzaniu gamy źródeł finansowania wraz z ekspansją przedsiębiorstw i poszerzeniu dostępności finansowania rynkowego w całej UE. Wprowadzono już nowe przepisy mające na celu stymulowanie inwestycji unijnych funduszy *venture capital* (EuVECA) w przedsiębiorstwa typu start-up i średniej wielkości przedsiębiorstwa. Wraz z Europejskim Funduszem Inwestycyjnym Komisja uruchomiła również program na rzecz paneuropejskiego funduszu funduszy (VentureEU), aby zwiększyć inwestycje w innowacyjne przedsiębiorstwa typu start-up i scale-up w Europie. Zostały już przyjęte nowe przepisy dotyczące prospektów emisyjnych z myślą o wsparciu przedsiębiorstw pozyskujących środki pieniężne na publicznych rynkach kapitału własnego i długu. Dla małych przedsiębiorstw i spółek o średniej kapitalizacji, które pragną pozyskiwać środki pieniężne w całej UE, powstaje nowy prospekt UE na rzecz rozwoju. Dodatkowo, w celu zwiększenia dostępu do finansowania dla przedsiębiorstw typu start-up i przedsiębiorców, Komisja zaproponowała europejskie oznaczenie dla platform finansowania społecznościowego opartego na inwestycjach i na pożyczkach („europejscy dostawcy usług w zakresie finansowania społecznościowego dla przedsiębiorstw”).

Niezbędne są jednak dalsze działania mające na celu stworzenie bardziej przyjaznych ram regulacyjnych wspierających dostęp do finansowania publicznego dla małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP). Cel ten należy osiągnąć w szczególności przez promocję marki rynków rozwoju MŚP wprowadzonej dyrektywą w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID II)¹ i zapewnienie równowagi pomiędzy ochroną inwestorów i integralnością rynku z jednej strony, a unikaniem zbędnych obciążeń administracyjnych z drugiej.

W śródkresowym przeglądzie planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych² z czerwca 2017 r. Komisja zwiększyła nacisk na kwestię dostępu MŚP do rynków publicznych. W tym kontekście Komisja zobowiązała się do publikacji „oceny skutków, która umożliwi zbadanie, czy ukierunkowane zmiany w stosownym ustawodawstwie UE mogłyby zapewnić bardziej proporcjonalne otoczenie regulacyjne sprzyjające wprowadzaniu MŚP do obrotu giełdowego na rynkach publicznych”.

Nowo notowane małe i średnie przedsiębiorstwa (MŚP) stanowią kluczowy motor napędowy inwestycji i tworzenia miejsc pracy. Przedsiębiorstwa, których papiery wartościowe niedawno wprowadzono do obrotu giełdowego, często przewyższają prywatne przedsiębiorstwa pod względem rocznego wzrostu oraz wzrostu liczby personelu. Przedsiębiorstwa notowane na giełdzie są w mniejszym stopniu zależne od finansowania bankowego i korzystają z bardziej zróżnicowanej podstawy inwestycji, łatwiejszego dostępu do dodatkowego kapitału własnego i finansowania dłużnego (dzięki kolejnym ofertom) oraz bardziej publicznego charakteru i większej rozpoznawalności marki.

¹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE.

² Komunikat Komisji w sprawie śródkresowego przeglądu planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych ({SWD(2017) 224 final} i {SWD(2017) 225 final} – 8 czerwca 2017 r.).

Niemniej pomimo tych korzyści unijne rynki publiczne dla MŚP borykają się z trudnościami w pozyskiwaniu nowych emitentów. W następstwie kryzysu liczba pierwszych ofert publicznych na rynkach przeznaczonych dla MŚP w Unii Europejskiej znacznie zmalała i od tamtego czasu nie wzrosła w znaczący sposób. W rezultacie w Europie przeprowadza się tylko połowę pierwszych ofert publicznych MŚP w stosunku do ich liczby sprzed kryzysu finansowego (średnio 478 pierwszych ofert publicznych MŚP rocznie na unijnych wielostronnych platformach obrotu w latach 2006–2007 w porównaniu do 218 w latach 2009–2017). W latach 2006–2007 w drodze pierwszych ofert publicznych na europejskich wielostronnych platformach obrotu przeznaczonych dla MŚP pozyskiwano rocznie średnio 13,8 mld EUR. Kwota ta spadła do średnio 2,55 mld EUR rocznie w latach 2009–2017.

Na decyzje MŚP o wejściu na rynek publiczny oraz decyzje inwestorów o dokonywaniu inwestycji w instrumenty finansowe MŚP wpływa wiele czynników. W ocenie skutków³ pokazano, że rynki publiczne dla MŚP stoją w obliczu dwóch grup wyzwań regulacyjnych: (i) po stronie podaży emitenci muszą się mierzyć z wysokimi kosztami przestrzegania przepisów przy wprowadzaniu papierów wartościowych do obrotu giełdowego na rynkach publicznych; (ii) po stronie popytu obciążeniem dla emitentów (ze względu na wyższy koszt kapitału), inwestorów (którzy mogą niechętnie inwestować w MŚP przede wszystkim ze względu na niski poziom płynności i związane z nim ryzyko zmienności) oraz pośredników rynkowych (których modele biznesu opierają się na przepływie zleceń klientów na płynnych rynkach) może być niewystarczająca płynność.

Zakres inicjatywy: rynki rozwoju MŚP

Niniejsza inicjatywa jest ściśle ograniczona do rynków rozwoju MŚP⁴ oraz przedsiębiorstw notowanych w tych systemach obrotu. Rynki rozwoju MŚP stanowią nową kategorię wielostronnych platform obrotu (MTF) wprowadzoną dyrektywą w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID II) w styczniu 2018 r.

Przy dokonywaniu oceny, czy emitenci będący MŚP, których papiery wartościowe dopuszczono do obrotu na rynkach regulowanych, powinni korzystać z równoważnego złagodzenia wymogów regulacyjnych, podjęto decyzję o ograniczeniu beneficjentów tego zmniejszenia obciążeń do emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynkach rozwoju MŚP. Wymogi nałożone na emitentów papierów wartościowych przeznaczonych do obrotu na rynkach regulowanych powinny być stosowane w podobny sposób, bez względu na rozmiar przedsiębiorstwa. Odmienne wymogi dotyczące MŚP w porównaniu do spółek o dużej kapitalizacji mogą powodować dezorientację zainteresowanych stron (w szczególności inwestorów).

Obecny kontekst prawny

Od przedsiębiorstw notowanych na rynkach rozwoju MŚP wymaga się przestrzegania pewnych przepisów unijnych, w szczególności rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku⁵ i rozporządzenia w sprawie prospektu emisyjnego⁶.

³ Ocena skutków {SWD(2018)243} i {SWD(2018)244}.

⁴ Aby system obrotu mógł zostać zakwalifikowany jako rynek rozwoju MŚP, co najmniej 50 % emitentów, których instrumenty finansowe pozostają w obrocie na rynkach rozwoju MŚP, muszą stanowić małe i średnie przedsiębiorstwa, które zdefiniowano w MiFID II jako przedsiębiorstwa o średniej rynkowej kapitalizacji mniejszej niż 200 mln EUR na podstawie notowań z końca roku w trzech ostatnich latach kalendarzowych.

⁵ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku).

Od rozpoczęcia stosowania w dniu 1 lipca 2016 r. zakres **rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku** rozszerzono na wielostronne platformy obrotu, w tym rynki rozwoju MŚP. Rozporządzenie to ma na celu zwiększenie integralności rynku i zaufania inwestorów. Zabrania ono: (i) wykorzystywania informacji poufnych lub usiłowania wykorzystywania informacji poufnych; (ii) rekomendowania innej osobie lub nakłaniania jej do wykorzystywania informacji poufnych; (iii) bezprawnego ujawniania informacji poufnych⁷; lub (iv) dokonywania manipulacji na rynku lub usiłowania dokonywania manipulacji na rynku. Na podstawie rozporządzenia emitenci podlegają również szeregowi obowiązków w zakresie ujawniania informacji i przechowywania zapisów. W szczególności dani emitenci podlegają ogólnemu obowiązkowi podawania informacji poufnych do publicznej wiadomości możliwie jak najszybciej. Rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku, dzięki wzmocnieniu integralności rynku i rozszerzeniu systemu zapobiegania nadużyciom na rynku na wielostronne platformy obrotu, miało kluczowe znaczenie w przywracaniu zaufania inwestorów do rynków finansowych.

Niemniej jednak wspomniany akt prawny stanowi rozporządzenie uniwersalne. Niemal wszystkie wymogi w nim przewidziane stosuje się w ten sam sposób do wszystkich emitentów bez względu na ich wielkość lub systemy, w których ich instrumenty finansowe są dopuszczone do obrotu. Rozporządzenie zawiera jedynie dwa ograniczone dostosowania dotyczące emitentów notowanych na rynkach rozwoju MŚP. Pierwsze z nich pozwala systemom obrotu prowadzącym rynek rozwoju MŚP na publikowanie informacji poufnych na stronie internetowej systemu obrotu (zamiast na stronie internetowej emitenta). Drugie pozwala emitentom notowanym na rynkach rozwoju MŚP na przedstawianie list osób mających dostęp do informacji poufnych wyłącznie na wniosek właściwego organu krajowego. Skutek takiego złagodzonego wymogu jest jednak ograniczony, ponieważ od przedsiębiorstw nadal wymaga się gromadzenia i przechowywania wszelkich właściwych informacji umożliwiających przedstawienie listy takich osób na żądanie.

Prospekt emisyjny jest prawnie wymaganym dokumentem zawierającym informacje o przedsiębiorstwie w związku z ofertą publiczną jego papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym. Na podstawie planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych Unia Europejska już ułatwiła mniejszym przedsiębiorstwom dostęp do rynków publicznych i uczyniła go dla nich tańszym, szczególnie dzięki stworzeniu uproszczonego „prospektu UE na rzecz rozwoju” w zmienionym rozporządzeniu w sprawie prospektu emisyjnego. Emitent może ubiegać się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym, jeżeli jego akcje były przez kilka lat przedmiotem obrotu na rynku rozwoju MŚP. Może to zrobić, aby korzystać z większej płynności oraz większej puli inwestorów. Jeśli jednak emitent chce przenieść swoje akcje z rynku rozwoju MŚP na rynek regulowany, ma obowiązek przygotować pełny prospekt emisyjny, jako że schemat uproszczonego prospektu emisyjnego nie jest dostępny dla przedsiębiorstw w tej sytuacji.

Upowszechnienie „marki” rynku rozwoju MŚP jest ograniczone niewielką liczbą złagodzonych wymogów przewidzianych obecnie w ustawodawstwie UE w odniesieniu do emitentów notowanych w tych nowych systemach obrotu. Ogólnym celem niniejszej inicjatywy jest zatem wprowadzenie dostosowań o charakterze technicznym do zbioru przepisów UE, aby: (i) zmniejszyć obciążenia administracyjne i koszty przestrzegania

⁶ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym.

⁷ Ma to miejsce, gdy jakakolwiek osoba fizyczna lub prawna ujawnia informacje poufne w innej sytuacji niż w ramach standardowych działań realizowanych z mocy swojego zatrudnienia, zawodu lub obowiązków.

uregulowań, z którymi muszą się mierzyć MŚP przy dopuszczaniu ich instrumentów finansowych do obrotu na rynku rozwoju MŚP, przy jednoczesnym zapewnieniu wysokiego poziomu ochrony inwestorów i integralności rynku; oraz (ii) zwiększyć płynność instrumentów kapitałowych notowanych na rynkach rozwoju MŚP.

Opisane powyżej ukierunkowane zmiany w przepisach przewidziane w niniejszym wniosku same w sobie nie doprowadzą do całkowitej poprawy dostępu do rynków publicznych dla MŚP. Niemniej jednak likwidują one bariery regulacyjne wskazywane przez różne zainteresowane strony jako utrudniające pozyskiwanie kapitału przez MŚP na rynkach publicznych. Realizują one ten cel przy jednoczesnym zapewnieniu najwyższych standardów ochrony inwestorów i integralności rynku. Wszelkie zmiany należy zatem rozumieć jako pierwszy krok we właściwym kierunku, a nie pojedyncze całościowe rozwiązanie. Ponadto niniejszy wniosek dotyczący rozporządzenia nie stanowi całościowego przeglądu rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku (które ma zastosowanie od niespełna dwóch lat) ani rozporządzenia w sprawie prospektu emisyjnego (które zostało niedawno uzgodnione przez współprawodawców i zacznie być stosowane w lipcu 2019 r.). Niniejszy wniosek (wraz ze zmianami przewidzianymi w rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) 2017/565) przewiduje jedynie zmiany techniczne, aby uczynić bardziej proporcjonalnymi unijne ramy prawne mające zastosowanie do MŚP notowanych na giełdzie. Zapewni to stosowanie w całej UE marki „rynek rozwoju MŚP”, wprowadzonej na podstawie MiFID II w styczniu 2018 r., przez różne wielostronne platformy obrotu zorientowane na MŚP.

- **Spójność z przepisami obowiązującymi w tej dziedzinie polityki**

Niniejsza inicjatywa jest spójna z istniejącymi ramami prawnymi. MiFID II stanowi, że celem rynków rozwoju MŚP powinno być „ułatwienie dostępu do kapitału mniejszym i średnim przedsiębiorstwom” oraz że „należy skoncentrować się na tym, w jaki sposób przyszłe uregulowania prawne powinny w dalszym ciągu wspierać i promować korzystanie z tego rynku, aby uczynić go atrakcyjnym dla inwestorów, a także zapewnić ograniczenie obciążeń administracyjnych i dalsze zachęty dla MŚP w zakresie dostępu do rynków kapitałowych za pośrednictwem rynków rozwoju MŚP”⁸. W motywach 6 i 55 rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku wyraźnie wzywa się do ograniczenia obciążeń w zakresie kosztów administracyjnych dla mniejszych emitentów notowanych na rynkach rozwoju MŚP.

Szereg aktów unijnych już teraz obejmuje przepisy szczegółowe dotyczące tej nowej formy systemów obrotu, na przykład niedawne rozporządzenie w sprawie prospektu emisyjnego⁹ i rozporządzenie w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych (rozporządzenie w sprawie rozrachunku papierów wartościowych i centralnych depozytów papierów wartościowych)¹⁰. Celem tych przepisów jest ograniczenie obciążeń administracyjnych spoczywających na emitentach działających na rynkach rozwoju MŚP i zwiększenie płynności instrumentów finansowych pozostających w obrocie na tych rynkach.

Ponieważ koszty przygotowania prospektu emisyjnego mogą być nieproporcjonalnie wysokie dla MŚP, w rozporządzeniu w sprawie prospektu emisyjnego wprowadzono uproszczony „prospekt UE na rzecz rozwoju”. Jest on dostępny w szczególności dla MŚP, których papiery wartościowe pozostają w obrocie na rynkach rozwoju MŚP, oraz przedsiębiorstw innych niż

⁸ MiFID II, motyw 132.

⁹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym.

¹⁰ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych.

MŚP o kapitalizacji rynkowej poniżej 500 mln EUR, których papiery wartościowe pozostają w obrocie na rynkach rozwoju MŚP¹¹. Dodatkowo emitenci, których papiery wartościowe były już dopuszczone do obrotu na rynku rozwoju MŚP nieprzerwanie od co najmniej 18 miesięcy, będą mogli skorzystać z uproszczonego systemu obowiązków informacyjnych w przypadku kolejnych emisji¹².

W rozporządzeniu w sprawie rozrachunku papierów wartościowych i centralnych depozytów papierów wartościowych przewidziano obowiązkowy proces zakupu wszelkich instrumentów finansowych, które nie zostały dostarczone po upływie wyznaczonego okresu od zamierzonej daty rozrachunku (tj. dwa dni po transakcji, tzw. zasada „T+2”). Jednocześnie rozporządzenie w sprawie rozrachunku papierów wartościowych i centralnych depozytów papierów wartościowych obejmuje przepisy dostosowane do specyfiki rynków rozwoju MŚP. Proces zakupu uruchamiany jest po upływie maksymalnie 15 dni od transakcji na rynkach rozwoju MŚP, wobec co najwyżej czterech dni w przypadku płynnych papierów wartościowych oraz maksymalnie siedmiu dni w przypadku innych niepłynnych papierów wartościowych. Te szczególne przepisy dotyczące instrumentów finansowych na rynkach rozwoju MŚP zostały wprowadzone, „by uwzględnić płynność takich rynków i w szczególności umożliwić działalność animatorom rynku na tych mniej płynnych rynkach”¹³.

Niniejszy wniosek dotyczący rozporządzenia jest zatem spójny z opisanymi powyżej istniejącymi regulacjami unijnymi i ma na celu zmniejszenie obciążeń dla rynków rozwoju MŚP oraz promowanie płynności instrumentów kapitałowych dopuszczonych do obrotu w tych systemach obrotu.

Niniejszy wniosek dotyczący rozporządzenia jest również spójny z niektórymi planowanymi zmianami w rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) 2017/565 do celów dyrektywy 2014/65/UE (MiFID II). Zmiany te zostały również objęte tą samą oceną skutków i mają na celu: (i) modyfikację definicji emitenta nieudziałowych instrumentów kapitałowych będącego MŚP na rynku rozwoju MŚP; (ii) uczynienie opcjonalnym obowiązku dotyczącego emitentów nieudziałowych instrumentów kapitałowych działających na rynkach rozwoju MŚP w zakresie przygotowania półrocznego sprawozdania; (iii) nałożenie wymogu przewidującego umieszczenie akcji w wolnym obrocie na emitentów ubiegających się o dopuszczenie do obrotu na rynku rozwoju MŚP. Środki te: (i) zwiększą liczbę emitentów wyłącznie kapitału dłużnego, którzy będą zaliczani do MŚP, co z kolei umożliwi rejestrowanie większej liczby wielostronnych platform obrotu jako rynków rozwoju MŚP, a emitenci obecni na tych rynkach będą mogli korzystać z uproszczonych wymogów regulacyjnych; (ii) umożliwią operatorom rynku lepsze przystosowanie swoich zasad notowania do lokalnych warunków; oraz (iii) zapewnią, by akcje notowane na rynkach rozwoju MŚP nie były zbyt nie płynne na etapie dopuszczenia do obrotu.

- **Spójność z innymi obszarami polityki Unii**

Niniejszy wniosek ustawodawczy służy uzupełnieniu celów unii rynków kapitałowych przez zmniejszenie nadmiernego polegania na finansowaniu bankowym oraz dywersyfikację rynkowych źródeł finansowania dla europejskich przedsiębiorstw. Od czasu publikacji planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych w 2015 r. Komisja wdrożyła kompleksowy pakiet środków o charakterze ustawodawczym i nieustawodawczym w celu zwiększenia skali finansowania kapitałem wysokiego ryzyka w Europie. Środki te obejmują utworzenie funduszu funduszy *venture capital* wspieranego z budżetu UE oraz przegląd rozporządzenia

¹¹ Art. 15 rozporządzenia w sprawie prospektu emisyjnego.

¹² Art. 14 rozporządzenia w sprawie prospektu emisyjnego.

¹³ Motyw 18 rozporządzenia w sprawie rozrachunku papierów wartościowych i centralnych depozytów papierów wartościowych.

w sprawie europejskich funduszy *venture capital* (EuVECA) i rozporządzenia w sprawie europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej (EuSEF)¹⁴. W szczególności w ramach przeglądu rozszerzono zdolność funduszy EuVECA do inwestowania w MŚP notowane na rynkach rozwoju MŚP.

W marcu 2018 r. w ramach planu działania w zakresie technologii finansowej¹⁵ Komisja Europejska przedstawiła wniosek dotyczący rozporządzenia w sprawie europejskich dostawców usług w zakresie finansowania społecznościowego dla przedsiębiorstw¹⁶. Po uzgodnieniu na szczycie UE to nowe rozporządzenie umożliwi platformom obrotu ubieganie się o „paszport unijny” w oparciu o pojedynczy zestaw przepisów. Ułatwi im to oferowanie usług w całej UE. Chociaż europejski rynek finansowania społecznościowego jest słabo rozwinięty w porównaniu do innych głównych światowych gospodarek, te nowe przepisy powinny poprawić dostęp do tej innowacyjnej formy finansowania dla mniejszych inwestorów i przedsiębiorstw potrzebujących finansowania, w szczególności przedsiębiorstw typu start-up, oraz przyczynić się do szybszego rozwoju tego rynku w UE.

W kontekście unii rynków kapitałowych Komisja promuje również rynki ofert niepublicznych, które umożliwiają przedsiębiorstwom pozyskiwanie kapitału w drodze emisji instrumentów dłużnych na rzecz inwestorów instytucjonalnych lub innych doświadczonych inwestorów. W przeprowadzonym niedawno badaniu zatytułowanym „Identyfikacja rynkowych i regulacyjnych przeszkód dla rozwoju niepublicznych emisji instrumentów dłużnych w UE” („Identifying market and regulatory obstacles to the development of private placement of debt in the EU”)¹⁷ (przeprowadzonym w imieniu Komisji) pokazano, że system badań rynku przewidziany w rozporządzeniu w sprawie nadużyć na rynku może utrudniać rozwój tego źródła finansowania w całej UE. Ta przeszkoda regulacyjna odstrasza zarówno inwestorów instytucjonalnych, jak i emitentów przed podejmowaniem negocjacji dotyczących takich transakcji.

Niniejsza inicjatywa przyczyni się do usprawnienia pozyskiwania kapitału przez europejskie przedsiębiorstwa dzięki ułatwieniu notowania przedsiębiorstw na rynkach rozwoju MŚP. Pomoże ona w budowie drabiny finansowania zapewniającej zróżnicowane kanały finansowania dla przedsiębiorstw na każdym etapie rozwoju. Prężne rynki publiczne mają kluczowe znaczenie dla realizacji opisanych powyżej działań w ramach unii rynków kapitałowych. Dynamiczne rynki publiczne dla przedsiębiorstw o małej i średniej kapitalizacji mogą wspierać rozwój kapitału *private equity* i kapitału wysokiego ryzyka, zapewniając możliwości łagodnego wyjścia z inwestycji. Bez tej możliwości wyjścia z inwestycji fundusze kapitału wysokiego ryzyka i fundusze *private equity* będą mniej chętne do zamrożenia swojego kapitału w okresie wzrostu przedsiębiorstwa. Publiczne rynki kapitałowe dla MŚP mogą również stymulować inwestycje w ramach crowdfundingu udziałowego. Podobnie jak inwestorzy kapitału wysokiego ryzyka, inwestorzy crowdfundingu udziałowego również poszukują możliwości wyjścia ze swoich inwestycji, a więc potrzebują dobrze funkcjonujących i płynnych rynków akcji do wykorzystania w charakterze dróg wyjścia dla przedsiębiorstw w okresie wzrostu, które wspierają na wcześniejszym etapie. Niniejsza

¹⁴ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1991 z dnia 25 października 2017 r. zmieniające rozporządzenie (UE) nr 345/2013 w sprawie europejskich funduszy *venture capital* i rozporządzenie (UE) nr 346/2013 w sprawie europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej.

¹⁵ Plan działania w zakresie technologii finansowej: w kierunku bardziej konkurencyjnego i innowacyjnego europejskiego sektora finansowego – COM(2018) 109 final.

¹⁶ Wniosek dotyczący rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie europejskich dostawców usług w zakresie finansowania społecznościowego dla przedsiębiorstw – COM(2018) 113.

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

inicjatywa ma również na celu usunięcie przeszkód regulacyjnych wynikających ze stosowania systemu badań rynku na podstawie rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku w odniesieniu do niepublicznych emisji obligacji realizowanych z inwestorami instytucjonalnymi przez notowane MŚP.

2. PODSTAWA PRAWNA, POMOCNICZOŚĆ I PROPORCJONALNOŚĆ

• Podstawa prawna

Podstawą prawną rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku oraz rozporządzenia w sprawie prospektu emisyjnego jest art. 114 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE), w którym europejskim instytucjom przyznaje się kompetencje w zakresie tworzenia odpowiednich przepisów mających na celu ustanowienie i funkcjonowanie jednolitego rynku. Wspomniane rozporządzenia mogą być zmienione jedynie przez prawodawcę Unii, w tym przypadku na podstawie art. 114 Traktatu.

Zgodnie z art. 4 TFUE działania UE podejmowane w celu urzeczywistnienia rynku wewnętrznego należy oceniać w świetle zasady pomocniczości określonej w art. 5 ust. 3 Traktatu o Unii Europejskiej. Zgodnie z zasadą pomocniczości działania na szczeblu UE należy podejmować wyłącznie wówczas, gdy cele proponowanych działań nie mogą być osiągnięte w sposób wystarczający przez same państwa członkowskie, co upoważnia do podjęcia działań na szczeblu UE.

• Pomocniczość (w przypadku kompetencji niewyłącznych)

Zgodnie z art. 4 TFUE działania UE podejmowane w celu urzeczywistnienia rynku wewnętrznego należy oceniać w świetle zasady pomocniczości określonej w art. 5 ust. 3 Traktatu o Unii Europejskiej. Zgodnie z zasadą pomocniczości działania na szczeblu UE należy podejmować wyłącznie wówczas, gdy cele proponowanych działań nie mogą być osiągnięte w sposób wystarczający przez same państwa członkowskie, co upoważnia do podjęcia działań na szczeblu UE.

Należy ocenić, czy odnośne kwestie mają aspekty transnarodowe oraz czy cele proponowanych działań nie mogą zostać osiągnięte w sposób wystarczający przez państwa członkowskie w ramach ich krajowych porządków konstytucyjnych (tzw. „test konieczności”). W tym względzie należy zauważyć, że wielostronne platformy obrotu skupiające się na MŚP (oraz potencjalne rynki rozwoju MŚP) mają charakter w większym stopniu lokalny w porównaniu z rynkami regulowanymi. Zarazem są to systemy obrotu, które mają wyraźny wymiar transgraniczny, zarówno ze względu na to, że inwestorzy mogą inwestować w systemach obrotu poza państwem członkowskim pochodzenia, jak i na to, że emitenci często wprowadzają swoje akcje lub obligacje do systemu obrotu zlokalizowanego w innym państwie członkowskim.

Pierwszym celem niniejszej inicjatywy jest usunięcie nadmiernych obciążeń administracyjnych, aby umożliwić MŚP łatwiejszy dostęp do rynków publicznych dla akcji i obligacji oraz zdywersyfikowanie w ten sposób ich źródeł kapitału pochodzących z dowolnych miejsc w UE (przy zachowaniu wysokiego poziomu integralności rynku i ochrony inwestorów). Drugi cel polega na zwiększeniu płynności akcji emitowanych przez emitentów działających na rynkach rozwoju MŚP. Osiągnięcie tych celów doprowadzi do zwiększonych transgranicznych przepływów kapitału i ostatecznie do wzrostu gospodarczego oraz tworzenia miejsc pracy we wszystkich państwach członkowskich UE.

Wymogi administracyjne nałożone na MŚP wynikają z zastosowania rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku i rozporządzenia w sprawie prospektu emisyjnego. Te rozporządzenia europejskie mają bezpośrednio wiążącą moc prawną we wszystkich państwach członkowskich. Nie pozostawiają one państwom członkowskim praktycznie żadnej elastyczności w zakresie dostosowania przepisów do warunków lokalnych lub wielkości emitentów bądź firm inwestycyjnych. Problemy wynikające z tych przepisów można skutecznie rozwiązać wyłącznie w drodze zmian legislacyjnych na szczeblu europejskim¹⁸. Możliwe alternatywy, tj. działania o charakterze nieustawodawczym na szczeblu Unii (np. wytyczne Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych oraz działania na szczeblu państw członkowskich), nie pozwalają na wystarczającą i skuteczną realizację wyznaczonego celu, ponieważ nie mogą zmienić przepisów wspomnianych rozporządzeń.

Płynność instrumentów finansowych MŚP (w szczególności akcji) również napotyka bariery w postaci niedociągnięć prawnych wynikających z rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku. W szczególności w rozporządzeniu tym wymaga się od państw członkowskich ustanowienia przyjętej praktyki rynkowej w celu umożliwienia emitentom zlokalizowanym w ich jurysdykcjach zawarcia umowy o zapewnianiu płynności z pośrednikiem. Jak dotąd tylko cztery państwa członkowskie ustanowiły przyjętą praktykę rynkową, co oznacza, że emitenci w 24 państwach członkowskich nie dysponują powyższą możliwością. Prowadzi to do rozdrobnienia jednolitego rynku i zakłócenia konkurencji pomiędzy emitentami, którzy mają prawo zawierać umowy o zapewnianiu płynności, oraz tymi, którzy nie mają takiej możliwości. Ograniczony obrót może prowadzić do negatywnego postrzegania przez inwestorów płynności akcji notowanych na rynkach rozwoju MŚP oraz może osłabiać wiarygodność i atrakcyjność tych nowo utworzonych systemów obrotu. Niezbędne są działania na szczeblu UE, które zapewnią, by zidentyfikowane problemy regulacyjne wynikające z przepisów UE zostały odpowiednio rozwiązane oraz by była możliwa poprawa płynności na tych rynkach.

Należy rozważyć, czy cele te można by skuteczniej osiągnąć w ramach działań na szczeblu europejskim (tzw. „kryterium europejskiej wartości dodanej”). Działania UE ze względu na skalę mogą ograniczyć obciążenia administracyjne dla emitentów będących MŚP, zapewniając zarazem równe warunki działania pomiędzy emitentami. Takie działania mogłyby zapobiec zakłóceniom konkurencji pomiędzy rynkami rozwoju MŚP i zapewnić wysoki poziom ochrony inwestorów oraz integralności rynku.

W odniesieniu do barier regulacyjnych utrudniających zapewnianie płynności działania na szczeblu krajowym prowadziłyby do rozdrobnienia prawnego oraz mogłyby zakłócać konkurencję na rynkach rozwoju MŚP w państwach członkowskich. Działania na szczeblu europejskim są lepiej dostosowane do zapewnienia jednorodności i pewności prawa. Pomoże to w skutecznej realizacji celów dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID II) (w szczególności w utworzeniu rynków rozwoju MŚP) i ułatwi w większym stopniu inwestycje transgraniczne i konkurencję między giełdami, zapewniając jednocześnie prawidłowe funkcjonowanie rynków.

• **Proporcjonalność**

Proponowane środki mające zmniejszyć obciążenia dla notowanych MŚP są zgodne z zasadą proporcjonalności. Są one adekwatne do realizacji celów i nie wykraczają poza to, co jest

¹⁸ Sprawa C-58/08 – Vodafone: „Gdy akt wydany na podstawie art. 95 Traktatu WE doprowadził do usunięcia wszelkich przeszkód w wymianie handlowej w dziedzinie, która została przez ten akt zharmonizowana, prawodawca wspólnotowy nie może zostać pozbawiony możliwości dostosowania tego aktu do wszelkich zmian w okolicznościach lub do rozwoju wiedzy, mając na uwadze ciężące na nim zadanie dbania o ochronę uznanych przez traktat ogólnych interesów”.

konieczne do ich osiągnięcia. Tam, gdzie w rozporządzeniu w sprawie nadużyć na rynku przewidziano możliwość ograniczenia obciążeń dla emitentów przez państwa członkowskie (np. na podstawie art. 19 ust. 9 właściwe organy krajowe mogą podjąć decyzję o podwyższeniu progu, powyżej którego transakcje wykonywane przez osoby pełniące obowiązki zarządcze są ujawniane publicznie, z 5 000 EUR do 20 000 EUR), Komisja podjęła decyzję o niepodejmowaniu działań legislacyjnych w celu pozostawienia państwom członkowskim elastyczności w dostosowywaniu tego wymogu do lokalnych warunków. W sytuacji, w której nie ma elastyczności w zakresie dostosowania rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku do warunków lokalnych, działania legislacyjne na szczeblu UE są absolutnie niezbędne do ograniczenia obciążeń administracyjnych spoczywających na emitentach działających na rynkach rozwoju MŚP.

Środek mający na celu poprawę płynności (utworzenie 29. systemu umów o zapewnianiu płynności dla emitentów działających na rynkach rozwoju MŚP – zob. poniżej dokładne wyjaśnienie przepisów szczegółowych przedstawionych we wniosku) zapewnia równowagę pomiędzy ustanowieniem standardów ogólnoeuropejskich dotyczących umów o zapewnianiu płynności, pozostawiając zarazem państwom członkowskim elastyczność w zakresie stosowania przyjętej praktyki rynkowej dotyczącej tych umów (np. w celu rozszerzenia zakresu takich umów na niepłynne papiery wartościowe inne niż akcje w obrocie na rynkach rozwoju MŚP lub dostosowania wymogów przewidzianych w takich umowach do warunków lokalnych).

- **Wybór instrumentu**

Proponowane zmiany legislacyjne mają w szczególności na celu ograniczenie obciążeń administracyjnych i kosztów przestrzegania przepisów, z którymi borykają się emitenci działający na rynkach rozwoju MŚP, wynikających z zastosowania rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku i rozporządzenia w sprawie prospektu emisyjnego. Niniejsza inicjatywa ma również na celu zwiększenie płynności w drodze zapewnienia emitentowi działającemu na dowolnym rynku rozwoju MŚP w UE możliwości zawarcia umowy o zapewnianiu płynności.

W tym celu przy użyciu proponowanych środków legislacyjnych zostaną zmienione obecne przepisy rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku oraz rozporządzenia w sprawie prospektu emisyjnego. Ponieważ znaczna część niezbędnych poprawek będzie mieć charakter jedynie niewielkich zmian w istniejących tekstach prawnych, można je zebrać w jednym rozporządzeniu zbiorczym. Podstawę prawną rozporządzenia w sprawie prospektu emisyjnego i rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku stanowi art. 114 ust. 1 TFUE. Wszelkie rozporządzenia zmieniające mają zatem tę samą podstawę prawną.

3. WYNIKI OCEN *EX POST*, KONSULTACJI Z ZAINTERESOWANYMI STRONAMI I OCEN SKUTKÓW

- **Konsultacje z zainteresowanymi stronami**

- a) Konsultacje publiczne na temat budowania proporcjonalnego otoczenia regulacyjnego wspierającego notowanie MŚP na giełdzie

W dniu 18 grudnia 2017 r. służby Komisji rozpoczęły konsultacje publiczne w sprawie notowania papierów wartościowych MŚP. Dotyczyły one trzech głównych obszarów: 1) jak uzupełnić koncepcję rynków rozwoju MŚP stworzoną w dyrektywie MiFID II; 2) jak zmniejszyć obciążenia spoczywające na przedsiębiorstwach notowanych na rynkach rozwoju MŚP; oraz 3) jak wspierać ekosystemy wokół lokalnych giełd papierów wartościowych,

w szczególności z myślą o poprawie płynności akcji notowanych w tych systemach obrotu. Komisja otrzymała 71 odpowiedzi przesłanych przez zainteresowane strony z 18 państw członkowskich¹⁹.

W odpowiedzi na pytanie, dlaczego tylko nieliczne MŚP starają się o notowanie na europejskich rynkach publicznych, wiele zainteresowanych stron wskazało obciążenia administracyjne dla MŚP wynikające z przepisów dotyczących nadużyć na rynku, przejrzystości i ujawniania informacji. Rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku opisywano jako trudne do interpretacji, a zatem utrudniające przestrzeganie przepisów europejskiego prawa przez MŚP.

Większość zainteresowanych stron uważała również system dotyczący transakcji wykonywanych przez osoby pełniące obowiązki zarządcze za bardzo uciążliwy i kosztowny oraz opowiadała się za przedłużeniem okresu na powiadomienie o transakcjach, podniesienie progu, powyżej którego należy zgłaszać transakcje, oraz powierzenie odpowiedzialności za publiczne ujawnianie informacji na temat transakcji wykonywanych przez osoby pełniące obowiązki zarządcze właściwemu organowi krajowemu. Jeżeli chodzi o podejście do listy osób mających dostęp do informacji poufnych, zdecydowana większość respondentów zgodziła się, że wymóg jest trudny do spełnienia i uciążliwy – chociaż niezbędny. Przeciętnie respondenci opowiadali się za wymaganiem od emitentów przedłożenia listy osób mających dostęp do informacji poufnych wyłącznie na wniosek właściwego organu krajowego albo za prowadzeniem jedynie listy osób posiadających stały dostęp do informacji poufnych. Jedynie niewielka mniejszość opowiadała się za pełnym zwolnieniem emitentów działających na rynkach rozwoju MŚP z obowiązku prowadzenia list osób mających dostęp do takich informacji. Spośród nielicznych zainteresowanych stron, które przedstawiły opinię na temat uzasadnienia opóźnienia w przekazywaniu informacji poufnych, większość opowiadała się za wymaganiem od emitentów przedkładania uzasadnienia wyłącznie na wniosek właściwego organu krajowego oraz za zwolnieniem ich z obowiązku prowadzenia rejestru ujawnianych informacji. Uwzględniając ponownie jedynie te zainteresowane strony, które wyraziły opinię, wyraża większość opowiadała się za zwolnieniem niepublicznych emisji obligacji na rynkach rozwoju MŚP z przepisów dotyczących badania rynku, jeżeli w negocjowanie emisji zaangażowani są inwestorzy.

Spośród respondentów, którzy wyrazili opinię, znaczna większość była zdania, że wymogi powinny zostać złagodzone w odniesieniu do wszystkich przedsiębiorstw notowanych na rynkach rozwoju MŚP. Argumentowano, że zasada „jeden rynek – jeden jednolity zestaw norm prawnych” jest niezbędna do zapewnienia jasności i absorpcji na podobnych zasadach dla inwestorów, emitentów i pośredników finansowych. Niemniej kilka systemów obrotu i przedstawicieli emitentów twierdziło, że wymogi powinny zostać złagodzone w odniesieniu do wszystkich MŚP, bez względu na to, czy są one notowane na wielostronnej platformie obrotu, czy na rynku regulowanym.

Większość zainteresowanych stron była przeciwna ustanowieniu przepisów w sprawie obowiązkowego przenoszenia emitentów z rynku rozwoju MŚP na rynek regulowany, argumentując, że przeniesienie na rynek regulowany powinno się zawsze pozostawić decyzji

¹⁹ 6 organów publicznych (2 ministerstwa finansów, 4 właściwe organy krajowe); 18 giełd; 35 stowarzyszeń branżowych (6 stowarzyszeń pośredników, 14 – zarządzających inwestycjami/banków inwestycyjnych, 4 – ubezpieczycieli, 3 – działających w dziedzinie rachunkowości/audytu, 2 – agencji ratingowych, 4 – emitentów, 1 – działających w dziedzinie świadczeń emerytalnych), 2 organizacje pozarządowe, 2 firmy doradcze/kancelarie prawne, 2 banki rozwoju, 1 instytucję akademicką; Grupę Zainteresowanych Stron z Sektora Giełd i Papierów Wartościowych ESMA oraz Grupę Użytkowników Usług Finansowych. Wymienione zainteresowane strony pochodzą z 18 państw członkowskich: BE, CZ, DK, DE, EE, IE, EL, ES, FR, HR, IT, LV, NL, AT, PL, FI, SE, UK.

emitenta. Niemniej kilku respondentów było zdania, że przenoszenie notowań należy ułatwić za pośrednictwem odpowiednich zachęt regulacyjnych mających na celu zmniejszenie obciążeń administracyjnych i kosztów notowania na rynku regulowanym. Różne zainteresowane strony wspominały, że zachęta tego rodzaju mogłaby mieć formę wyłączenia dotyczącego prospektu emisyjnego lub możliwości przygotowania prospektu uproszczonego w przypadku przenoszenia się emitenta z rynku rozwoju MŚP na rynek regulowany. W odniesieniu do środków mających na celu poprawę płynności uczestnicy rynku powszechnie docenili korzyści wynikające z umów o zapewnianiu płynności. Wśród zainteresowanych stron, które wyraziły opinię, większa liczba zgodziła się, że utworzenie ram unijnych przyniosłoby pewne korzyści, niemniej wiele podkreślało również potrzebę zachowania elastyczności takich umów w celu dostosowania ich do lokalnych warunków. Kilka właściwych organów krajowych obawiało się, że praktyki tego rodzaju mogłyby powodować zachowania manipulacyjne w zakresie ustalania cen. Inne właściwe organy krajowe nie widziały jednak podstawy do obaw, jako że ramy byłyby skalibrowane tak, by zapobiegać zachowaniom manipulacyjnym, jak ma to miejsce zgodnie z obecnie istniejącymi przyjętymi praktykami rynkowymi.

b) Śródkresowy przegląd unii rynków kapitałowych

W dniu 20 stycznia 2017 r. służby Komisji rozpoczęły konsultacje publiczne na temat śródkresowego przeglądu unii rynków kapitałowych. Wielu respondentów wezwało do przeprowadzenia proporcjonalnego przeglądu różnych obowiązków spoczywających na emitentach niefinansowych, szczególnie MŚP. Obowiązki te uznano za zbyt uciążliwe i odstrasżające tych emitentów od ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na giełdzie.

W odniesieniu do ram prawnych mających zastosowanie do notowanych przedsiębiorstw respondenci krytykowali różne aspekty rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku. Przykładowo przepisy dotyczące transakcji wykonywanych przez osoby pełniące obowiązki zarządcze oraz list osób mających dostęp do informacji poufnych krytykowano ze względu na ich nadmierną uciążliwość dla przedsiębiorstw notowanych na wielostronnych platformach obrotu. Definicję informacji poufnych uznano za zbyt skomplikowaną; respondenci uważali, że może ona prowadzić do ryzyka związanego z oczekiwanym i przedwczesnym ujawnieniem informacji przez notowanych emitentów. Niektórzy respondenci byli zdania, że zakres przepisów dotyczących badania rynku przewidzianych w rozporządzeniu w sprawie nadużyć na rynku jest zbyt szeroki i że wielu uczestników rynku będzie niechętnych poddaniu się badaniu w kontekście badań rynku ze względu na ryzyko prawne, jakie mogą ponieść. Inni respondenci uważali, że rozszerzenie zakresu rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku na przedsiębiorstwa notowane na wielostronnych platformach obrotu uczyniło dostęp do rynków publicznych bardziej kosztownym ze względu na bezpośrednie koszty monitorowania i rozpowszechniania informacji poufnych.

c) Zaproszenie do składania uwag: ramy regulacyjne UE dotyczące usług finansowych

W dniu 30 września 2015 r. służby Komisji ogłosiły zaproszenie do składania uwag mające na celu poprawę jakości obecnych ram regulacyjnych dotyczących usług finansowych, w tym tych, na które bezpośredni wpływ będą mieć działania na rzecz stworzenia unii rynków kapitałowych. W odpowiedzi na zaproszenie do składania uwag respondenci wyrazili szerokie poparcie dla reform regulacji dotyczących rynku kapitałowego. Wyrazili oni jednakże obawy co do wpływu ustawodawstwa w dziedzinie nadużyć na rynku, prospektu emisyjnego i rynku papierów wartościowych na finansowanie rynkowe dla MŚP.

W odniesieniu do systemu zapobiegania nadużyciom na rynku i rynków rozwoju MŚP niektórzy respondenci twierdzili, że system zapobiegania nadużyciom na rynku nakłada

znaczące obciążenia na emitentów na rynkach rozwoju MŚP, co może ostatecznie prowadzić do niższej aktywności, a zatem zmniejszyć rozmiary finansowania dla MŚP. Szczególne obawy wyrażano w odniesieniu do rozszerzenia na przedsiębiorstwa notowane na wielostronnych platformach obrotu zakresu obowiązków emitentów w ramach tego systemu, takich jak przedstawianie list osób mających dostęp do informacji poufnych i zawiadamianie o transakcjach wykonywanych przez osoby pełniące obowiązki zarządcze.

- **Gromadzenie i wykorzystanie wiedzy eksperckiej**

W dniu 14 listopada 2017 r. służby Komisji zorganizowały warsztaty techniczne z udziałem około 25 przedstawicieli giełd papierów wartościowych z 27 państw członkowskich. Celem warsztatów było omówienie przepisów technicznych i potencjalnego złagodzenia obciążeń wynikających z ram regulacyjnych w odniesieniu do dostępu MŚP do rynków publicznych – było to przygotowanie do konsultacji publicznych z 2017 r. na temat budowania proporcjonalnego otoczenia regulacyjnego wspierającego notowanie MŚP na giełdzie.

Większość uczestników stwierdziła, że rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku stworzyło kosztowne obowiązki dla emitentów będących MŚP i nałożyło rygorystyczne wymogi, pomimo istotnej roli, jaką odgrywa ono w poprawie zaufania inwestorów. Respondenci przywoływali charakter informacji poufnych oraz poziom szczegółowości wymagany do ujawnienia takich informacji jako przyczyny obciążenia. Niektórzy uczestnicy badania uważali jasną identyfikację informacji poufnych za problematyczną. Niewielka liczba innych zainteresowanych stron krytykowała sankcje mające zastosowanie na podstawie rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku jako nieproporcjonalne dla przedsiębiorstw notowanych na wielostronnych platformach obrotu, których kapitalizacja rynkowa często nie przekracza 10 mln EUR. W odniesieniu do list osób mających dostęp do informacji poufnych kilku uczestników wskazało, że wyjątek wprowadzony w odniesieniu do rynków rozwoju MŚP nie jest znaczący, ponieważ od emitentów nadal wymagałoby się przekazania list takich osób ex post oraz wdrożenia procesów to umożliwiających. Wiele zainteresowanych stron skarżyło się na ścisłe terminy zgłaszania transakcji nałożone na osoby pełniące obowiązki zarządcze, argumentując, że okres trzydniowy należałoby przedłużyć do pięciu dni lub że należałoby przyznać dodatkowe dwa dni emitentom na ujawnienie takich informacji. Niektórzy z uczestników twierdzili ponadto, że transakcje wykonywane przez osoby pełniące obowiązki zarządcze powinny być zgłaszane tylko wówczas, gdy są to transakcje istotne, np. o wartości powyżej obecnego progu (5 000 EUR). Ponadto trzy systemy obrotu zgodziły się, że przepisy rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku nie powinny mieć zastosowania w równym stopniu do emitentów akcji i do emitentów wyłącznie instrumentów dłużnych. Wreszcie jeden z uczestników zauważył, że skoro większość obligacji MŚP emitowanych jest w ramach niepublicznych emisji, zwolnienie w zakresie przepisów dotyczących badania rynku w odniesieniu do niepublicznych emisji papierów wartościowych stanowiłoby rzeczywiste zmniejszenie obciążeń.

Wspomniano również, że uczestnicy rynku życzyliby sobie większej jasności w odniesieniu do umów o zapewnianiu płynności, zważywszy na ich znaczenie zarówno dla pośredników, jak i przedsiębiorstw. Kilka zainteresowanych stron stwierdziło, że nie należy rezygnować z przyjętych praktyk rynkowych w dziedzinie zapewniania płynności, oraz opowiedziało się za pewnością prawa w odniesieniu do tego zagadnienia.

W dniu 28 listopada 2017 r. służby Komisji zorganizowały też warsztaty techniczne z udziałem około 30 przedstawicieli emitentów, inwestorów, pośredników i innych pośredników finansowych.

Zdecydowana większość zainteresowanych stron zgodnie stwierdziła, że stosowanie rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku wiąże się ze znaczącymi kosztami dla MŚP.

Niektóre z nich sugerowały, że rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku nie powinno mieć w ogóle zastosowania do rynków przeznaczonych dla MŚP lub że w ustawodawstwie należy wrócić do poprzedniego systemu zapobiegania nadużyciom na rynku, ponieważ nowy system często prowadzi do sytuacji, w której przedsiębiorstwa starają się zaprzestać notowania swoich akcji na rynku. Zainteresowane strony zauważyły, że przewidziane w rozporządzeniu w sprawie nadużyć na rynku zwolnienie z prowadzenia i aktualizacji listy osób mających dostęp do informacji poufnych ma ograniczoną wartość, ponieważ właściwy organ krajowy i tak może żądać od przedsiębiorstwa przedstawienia przytłaczającej ilości informacji, co dla mniejszych emitentów jest niemal niewykonalne. Niektórzy uczestnicy wskazywali jednak, że wykorzystanie informacji poufnych do obrotu papierami wartościowymi stanowi znaczne ryzyko i może niekorzystnie wpływać na zaufanie inwestorów. Dlatego w ramach zrównoważonego podejścia mogłoby być przewidziane prowadzenie przynajmniej listy osób mających stały dostęp do informacji poufnych. W odniesieniu do transakcji wykonywanych przez osoby pełniące obowiązki zarządcze wiele zainteresowanych stron stwierdziło, że przedłużenie trzydniowego terminu na poinformowanie rynku nie miałyby niekorzystnego wpływu na ochronę inwestorów. Nieliczne zainteresowane strony wskazały, że bardziej proporcjonalnym progiem w zakresie ujawniania transakcji wykonywanych przez takie osoby byłaby kwota 20 000 EUR oraz że próg ten mógłby zostać jeszcze bardziej podwyższony bez uszczerbku dla integralności rynku. Inne zainteresowane strony argumentowały, że nałożenie na właściwy organ krajowy wymogu publicznego informowania o transakcjach wykonywanych przez osoby pełniące funkcje zarządcze zmniejszyłoby obciążenie spoczywające na emitentach. Niektórzy uczestnicy twierdzili, że przeniesienie notowań z rynku rozwoju MŚP na rynek regulowany należy objąć zachętą w postaci mniej uciążliwego w przygotowaniu prospektu emisyjnego.

• **Ocena skutków**

Niniejszemu wnioskowi towarzyszy ocena skutków, która została przedłożona w dniu 19 marca 2018 r. i została zatwierdzona przez Radę ds. Kontroli Regulacyjnej – z zastrzeżeniami – w dniu 22 kwietnia 2018 r.

Rada wystąpiła o zmianę projektu oceny skutków w celu doprecyzowania: (i) uzasadnienia inicjatywy z punktu widzenia pomocniczości, (ii) określenia zakresu inicjatywy (w aspekcie środków do uwzględnienia oraz sposobu pogrupowania tych środków w warianty w ramach oceny skutków), (iii) wpływu preferowanych wariantów na ochronę inwestorów. Uwagi sformułowane przez Radę zostały uwzględnione i włączone do ostatecznej wersji oceny skutków.

W ocenie skutków przedstawiono analizę szeregu wariantów strategicznych w kontekście osiągnięcia podwójnego celu w postaci zmniejszenia obciążeń administracyjnych dla emitentów działających na rynkach rozwoju MŚP oraz sprzyjania płynności w odniesieniu do instrumentów kapitałowych notowanych w tych systemach obrotu, przy jednoczesnym utrzymaniu wysokiego poziomu ochrony inwestorów i integralności rynku.

Komisja przeprowadziła analizę problemów mogących utrudnić podaż instrumentów finansowych na rynkach rozwoju MŚP oraz popyt na te instrumenty (w szczególności problem z płynnością, który może zniechęcać inwestorów do inwestowania na tych rynkach). W ocenie skutków opisano trzy czynniki, które wyjaśniają te problemy: 1) obciążenie regulacyjne dla notowanych MŚP wynikające z zastosowania rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku; 2) nieadekwatną definicję rynków rozwoju MŚP; oraz 3) brak mechanizmów wspierania obrotu i płynności na rynkach rozwoju MŚP.

Należy zauważyć, że niektóre z tych problemów wynikają z zastosowania regulacji drugiego poziomu MiFID II i zostaną rozwiązane za pośrednictwem oddzielnych poprawek do rozporządzenia delegowanego Komisji 2017/565.

W poniższej tabeli przedstawiono podsumowanie różnych uproszczeń oferowanych emitentom działającym na rynkach rozwoju MŚP (na podstawie rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku i rozporządzenia w sprawie prospektu emisyjnego) oraz środków mających na celu sprzyjanie płynności akcji MŚP, a także skutków tych uproszczeń i środków na odnośne zainteresowane strony.

Preferowane warianty strategiczne	Wpływ na stosowne rynki/sektory
Warianty preferowane w odniesieniu do rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku	
Przyjęcie nowego terminu publicznego ujawniania transakcji wykonywanych przez osoby pełniące obowiązki zarządcze (2 dni od daty zgłoszenia przez takie osoby)	Zmniejszy to obciążenie administracyjne dla rynków rozwoju MŚP, zapewniając im wystarczający czas na publiczne ujawnienie transakcji wykonywanych przez osoby pełniące obowiązki zarządcze. Zmiana początku tego terminu nie powinna mieć żadnego wpływu na integralność rynku (lub co najwyżej niewielki wpływ).
Obowiązek prowadzenia listy osób mających stały dostęp do informacji poufnych	Ograniczy to obciążenie dla emitentów, pozwalając uniknąć kosztów sporządzenia listy osób mających dostęp <i>ad hoc</i> do informacji poufnych w odniesieniu do każdej informacji poufnej. Wpływ na zdolność właściwych organów krajowych do wykrywania wykorzystania informacji poufnych do obrotu papierami wartościowymi będzie minimalny, jako że w praktyce organy te rzadko korzystają z list osób mających dostęp do takich informacji.
Uzasadnienie opóźnienia w przekazaniu informacji poufnych do przedstawienia wyłącznie na wniosek (oraz brak konieczności prowadzenia rejestru ujawnianych informacji)	Zredukuje to obciążenie administracyjne spoczywające na emitentach działających na rynkach rozwoju MŚP przez zwolnienie ich z obowiązku rejestrowania długiej listy informacji (rejestr ujawnianych informacji). Wpływ na integralność rynku byłby minimalny, ponieważ właściwe organy krajowe byłyby nadal powiadamiane w przypadku opóźnień i miałyby możliwość wystąpienia o uzasadnienie (przygotowane <i>ex post</i> przez emitentów).
Zwolnienie niepublicznych emisji obligacji negocjowanych z inwestorami instytucjonalnymi z obowiązków wynikających z systemu badań rynku w przypadku wdrożenia alternatywnej procedury przekazywania informacji niepublicznych	Ograniczy to obciążenia administracyjne zarówno dla emitentów (oraz podmiotów działających w ich imieniu), jak i inwestorów; ponadto ułatwiłoby to emisję w ramach ofert na rynku niepublicznym. Alternatywna procedura przekazywania informacji niepublicznych zapewniałaby, by wszystkie strony były świadome swoich obowiązków w zakresie ujawniania informacji poufnych.

Utworzenie europejskiego systemu regulacji dla umów o zapewnianiu płynności w odniesieniu do emitentów akcji na rynkach rozwoju MŚP przy jednoczesnym umożliwieniu właściwym organom krajowym ustanowienia przyjętych praktyk rynkowych	Zwiększyłyby to płynność i zmniejszyły zmienność cen akcji MŚP, podnosząc tym samym atrakcyjność rynków rozwoju MŚP dla inwestorów, pośredników i giełd.
Warianty preferowane w odniesieniu do rozporządzenia w sprawie prospektu emisyjnego	
Stworzenie lżejszego „prospektu na potrzeby przeniesienia” dla emitentów działających na rynkach rozwoju MŚP notowanych przez co najmniej trzy lata w przypadku ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynkach regulowanych	Pomogłoby to przedsiębiorstwom w przeniesieniu się z rynku rozwoju MŚP na rynek regulowany, umożliwiając im przygotowanie uproszczonego prospektu emisyjnego.

W ocenie skutków zauważono również, że na potrzeby spójności, prostoty i jasności zarówno dla inwestorów, jak i emitentów, że zmniejszenia obciążeń na podstawie rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku powinny korzystać wszystkie przedsiębiorstwa notowane na rynkach rozwoju MŚP, a nie tylko MŚP notowane w tych systemach obrotu.

W podsumowaniu oceny skutków stwierdzono, że proponowany „pakiet” środków (za pośrednictwem niniejszego wniosku zbiorczego dotyczącego rozporządzenia i przewidzianych docelowych zmian w przepisach drugiego poziomu MiFID II) przyczyni się do realizacji nadrzędnego celu unii rynków kapitałowych w postaci ułatwienia dostępu do rynków kapitałowych dla mniejszych przedsiębiorstw. Ten pakiet środków będzie wspierać przedsiębiorstwa notowane na rynkach rozwoju MŚP, zmniejszając spoczywające na nich obciążenia administracyjne i umożliwiając poprawę płynności. Niemniej w ocenie skutków podkreślono również, że środki regulacyjne zawarte w niniejszej inicjatywie nie będą mieć bardzo znaczącego wpływu na sytuację małych przedsiębiorstw rozważających wprowadzenie emitowanych przez siebie instrumentów do obrotu giełdowego.

- **Sprawność regulacyjna i uproszczenie**

Niniejsza inicjatywa ma po części na celu obniżenie kosztów przestrzegania przepisów dla emitentów na rynkach rozwoju MŚP. Ma to miejsce w przypadku zmian przewidzianych w odniesieniu do rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku, które prowadziłyby do szacunkowego obniżenia kosztów o kwotę z przedziału od 4,03 mln EUR do 9,32 mln EUR rocznie. Oznaczałoby to dla każdego emitenta ograniczenie kosztów wynikających ze stosowania rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku o 15–17,5 %. Utworzenie „prospektu na potrzeby przeniesienia” umożliwiającego emitentom przeniesienie się z rynku rozwoju MŚP na rynek regulowany doprowadziłoby do szacunkowych oszczędności kosztów w wysokości pomiędzy 4,8 mln EUR i 7,2 mln EUR rocznie. Taki „prospekt na potrzeby przeniesienia” zmniejszyłby koszty ponoszone w związku ze sporządzeniem tego dokumentu o 25–28,5 %.

- **Prawa podstawowe**

Przyszłe środki ustawodawcze muszą być zgodne ze stosownymi prawami podstawowymi zawartymi w Karcie praw podstawowych Unii Europejskiej. Wniosek respektuje prawa podstawowe i jest zgodny z zasadami uwzględnionymi w Karcie, w szczególności z zasadą wolności prowadzenia działalności gospodarczej (art. 16) oraz ochrony konsumentów (art. 38). Ponieważ niniejsza inicjatywa ma na celu ograniczenie obciążeń administracyjnych spoczywających na małych emitentach, przyczyni się ona do lepszej realizacji prawa do swobodnego prowadzenia działalności gospodarczej. Przewidziane zmiany w rozporządzeniu w sprawie nadużyć na rynku i rozporządzeniu w sprawie prospektu emisyjnego nie powinny mieć żadnego wpływu na ochronę konsumentów, ponieważ docelowe zmiany przygotowano w sposób zapewniający wysoki poziom integralności rynku i ochrony inwestorów.

4. WPLYW NA BUDŻET

Oczekuje się, że inicjatywa nie będzie mieć żadnego znaczącego wpływu na budżet UE.

5. ELEMENTY FAKULTATYWNE

- **Plany wdrożenia i monitorowanie, ocena i sprawozdania**

Komisja będzie monitorować skutki nowego rozporządzenia. Kluczowe parametry służące ocenie skuteczności rozporządzenia w realizacji wyznaczonych celów (tj. zmniejszenia obciążeń administracyjnych i zwiększenia płynności) będą następujące:

- 1) skutki dla emitentów działających na rynkach rozwoju MŚP i operatorów rynku
 - a) liczba zarejestrowanych rynków rozwoju MŚP
 - b) liczba notowań i kapitalizacja rynkowa na rynku rozwoju MŚP
 - c) liczba i rozmiar pierwszych ofert publicznych i pierwszych ofert obligacji na rynkach rozwoju MŚP
 - d) liczba i rozmiar pierwszych ofert publicznych i pierwszych ofert obligacji europejskich MŚP w państwach trzecich
 - e) stosunek bankowego finansowania zewnętrznego dla MŚP do finansowania zewnętrznego dla MŚP opartego na rynkach kapitałowych
 - f) liczba i wolumen niepublicznych emisji notowanych obligacji realizowanych z inwestorami instytucjonalnymi
 - g) liczba „prospektów na potrzeby przeniesienia”
- 2) wpływ na płynność na rynkach rozwoju MŚP
 - a) liczba umów o zapewnianiu płynności zawartych przez emitentów
 - b) wolumeny transakcji (poddane kalibracji z uwzględnieniem liczby notowań w każdym systemie)
 - c) średnia wartość akcji w wolnym obrocie
 - d) średnie różnice pomiędzy ceną ofertową kupna a ceną sprzedaży notowanych instrumentów finansowych
 - e) średnia płynność zgodnie z najwyższą ceną oferowaną kupna lub najniższą oferowaną ceną sprzedaży

- f) średnia głębokość rynku
- g) średni czas wykonania zleceń
- h) średnia dzienna zmienność cen.

Przedstawiona lista wskaźników nie jest listą wyczerpującą i może zostać rozszerzona w celu uwzględnienia monitorowania dodatkowych skutków. Dodatkowe wskaźniki mogą na przykład pomóc również w ocenie skuteczności innych działań o charakterze nieregulacyjnym stanowiących część szerszego pakietu dotyczącego notowania MŚP. Należy również zauważyć, że w odniesieniu do żadnego ze wskaźników przedstawionych powyżej nie ustalono żadnych konkretnych celów ilościowych. Ponieważ na wskaźniki te będzie mieć znaczny wpływ wiele różnych czynników, które nie są objęte niniejszą inicjatywą, skuteczność inicjatywy powinna być mierzona raczej na podstawie zmian kierunkowych w wartości wskaźników.

Wiele wskaźników będzie wymagać pomocy oraz danych wejściowych ze strony państw członkowskich, właściwych organów krajowych, Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) i operatorów rynku. Ma to zastosowanie szczególnie w przypadku wskaźników dotyczących płynności.

- **Szczegółowe objaśnienia poszczególnych przepisów wniosku**

- a) Zmiany w rozporządzeniu w sprawie nadużyć na rynku

Zwolnienie z przepisów przewidzianych w systemie regulacji dotyczących badań rynku w przypadku niepublicznych emisji obligacji realizowanych z inwestorami kwalifikowanymi

W celu wspierania rozwoju rynków niepublicznych emisji obligacji Komisja proponuje zmianę w systemie regulacji dotyczących badań rynku określonym w art. 11 rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku. Obecnie niepubliczna emisja obligacji realizowana z udziałem inwestorów kwalifikowanych (tj. oferta obligacji skierowana wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych zdefiniowanych w rozporządzeniu w sprawie prospektu emisyjnego) może być objęta zakresem systemu regulacji dotyczących badań rynku. Jest tak, ponieważ emisja tego rodzaju może mieć potencjalny wpływ na wiarygodność kredytową emitenta, który posiada już papiery wartościowe (np. akcje lub obligacje) dopuszczone do obrotu w systemie obrotu, a zatem informacje jej dotyczące mogą stanowić informacje poufne.

Techniczna zmiana w art. 11 rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku będzie mieć na celu wyjaśnienie, że przekazywanie informacji potencjalnym inwestorom kwalifikowanym, z którymi negocjowane są wszystkie warunki transakcji związanej z niepubliczną emisją obligacji (w tym warunki umowne), nie będzie podlegać systemowi regulacji dotyczących badania rynku. Zwolnienie to będzie dostępne, gdy (i) emitent ubiegający się o niepubliczną emisję obligacji posiada już instrumenty o charakterze kapitałowym lub innym niż kapitałowy dopuszczone do obrotu na rynku rozwoju MŚP; oraz (ii) jeżeli wdrożono alternatywną procedurę przekazywania informacji niepublicznych²⁰, zgodnie z którą każdy potencjalny inwestor kwalifikowany uznaje obowiązki regulacyjne wynikające z dostępu do informacji poufnych. Wspomniana alternatywna procedura przekazywania informacji niepublicznych może mieć postać umowy poufności.

²⁰ Przekazywanie informacji niepublicznych polega na nadaniu osobie statusu „osoby mającej dostęp do informacji poufnych” przez przekazanie takiej osobie informacji poufnych.

Umowa o zapewnianiu płynności dla emitentów działających na rynkach rozwoju MŚP

Na podstawie zmian w art. 13 rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku emitenci działający na rynkach rozwoju MŚP będą mieć możliwość zawarcia „umowy o zapewnianiu płynności” z pośrednikiem finansowym, któremu powierzać się będzie zadanie zwiększenia płynności akcji emitenta. Rozwiązanie to będzie dozwolone nawet wówczas, gdy właściwy organ krajowy w lokalizacji rynku rozwoju MŚP nie ustanowił przyjętej praktyki rynkowej w zakresie umów o zapewnianiu płynności zgodnie z art. 13 rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku.

Ta możliwość będzie uzależniona od trzech warunków: (i) umowa o zapewnianiu płynności musi spełniać warunki określone w art. 13 ust. 2 i w wykonawczych standardach technicznych opracowanych przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, (ii) dostawcą płynności musi być firma inwestycyjna posiadająca zezwolenie na mocy MiFID II oraz członek rynku rozwoju MŚP, na którym akcje emitenta są dopuszczone do obrotu oraz (iii) operator rynku lub firma inwestycyjna prowadzący rynek rozwoju MŚP muszą być poinformowani o zawarciu umowy o zapewnianiu płynności i muszą wyrazić zgodę na jej warunki. Warunki te muszą być spełnione przez cały czas obowiązywania umowy, a dane właściwe organy krajowe mogą wnioskować o wydanie im kopii umowy o zapewnianiu płynności przez emitenta lub firmę inwestycyjną działającą jako dostawca płynności.

Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych będzie upoważniony do opracowania wykonawczych standardów technicznych zawierających wzór umowy o zapewnianiu płynności. W tych wykonawczych standardach technicznych zostaną określone wymogi, które będzie musiała spełniać taka umowa o zapewnianiu płynności, aby zachować zgodność z prawem we wszystkich państwach członkowskich.

Ten nowy przepis nie będzie stanowił przeszkody w ustanawianiu przez państwa członkowskie przyjętej praktyki rynkowej zgodnie z art. 13, w celu dostosowania umów o zapewnianiu płynności do lokalnych warunków lub w celu rozszerzenia zakresu takich umów, aby obejmowały nie tylko emitentów działających na rynkach rozwoju MŚP (np. aby obejmowały również niepłynne papiery wartościowe notowane na rynkach regulowanych).

Uzasadnienie opóźnienia w ujawnianiu informacji poufnych

Celem tej zmiany w art. 17 rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku jest zmniejszenie obciążeń nałożonych na emitentów działających na rynkach rozwoju MŚP, którzy decydują się opóźnić publikację informacji poufnych.

Zgodnie z tą zmianą emitenci działający na rynkach rozwoju MŚP nadal będą zobowiązani poinformować o takim opóźnieniu odpowiednie właściwe organy krajowe. Emitenci ci będą jednak zobowiązani uzasadnić powody opóźnienia jedynie na wniosek właściwych organów krajowych (a nie we wszystkich przypadkach). Co więcej, emitenci działający na rynkach rozwoju MŚP zostaną zwolnieni z obowiązku bieżącego prowadzenia listy szczegółowych informacji w celu uzasadnienia opóźnienia (tak jak to ma miejsce obecnie zgodnie z rozporządzeniem wykonawczym Komisji (UE) 2016/1055). Uzasadnienie to byłoby przygotowywane *ex post*, jeżeli i gdy emitent otrzyma odpowiedni wniosek od właściwego organu krajowego.

Listy osób mających dostęp do informacji poufnych na rynkach rozwoju MŚP

Zgodnie z rozporządzeniem w sprawie nadużyć na rynku (art. 18 ust. 6) emitenci działający na rynkach rozwoju MŚP nie muszą na bieżąco prowadzić list osób mających dostęp do informacji poufnych, o ile (i) emitent podejmuje wszelkie uzasadnione działania mające na

celu zapewnienie, aby każda osoba posiadająca dostęp do informacji poufnych była świadoma związanych z tym obowiązków wynikających z przepisów ustawowych i wykonawczych oraz zdawała sobie sprawę z mających zastosowanie sankcji, oraz jeżeli (ii) emitent jest w stanie udostępnić właściwemu organowi krajowemu na jego wniosek listę osób mających dostęp do informacji poufnych.

Omawiana zmiana polega na zastąpieniu obecnych złagodzonych wymogów dla emitentów działających na rynkach rozwoju MŚP, przewidzianych w rozporządzeniu w sprawie nadużyć na rynku, mniej obciążającym obowiązkiem prowadzenia „listy osób mających stały dostęp do informacji poufnych”. To rozwiązanie będzie łatwiejsze do zastosowania przez MŚP, a jednocześnie będzie wciąż znaczące dla właściwych organów krajowych w kontekście prowadzenia dochodzenia w przypadkach wykorzystania informacji poufnych do obrotu papierami wartościowymi. Wspomniana lista obejmowałaby wszystkie osoby, które mają stały dostęp do informacji poufnych dotyczących danego emitenta w związku z pełnioną przez te osoby funkcją (np. członkowie organów administracyjnych, zarządzających i nadzorczych) u emitenta lub w związku z ich stanowiskiem (kadra wyższego szczebla uprawniona do podejmowania decyzji zarządczych mających wpływ na dalszy rozwój i perspektywy gospodarcze emitentów oraz personel administracyjny mający stały dostęp do informacji poufnych). To uproszczenie zostanie przyznane jedynie emitentom działającym na rynkach rozwoju MŚP bez uszczerbku dla zobowiązań osób działających w ich imieniu lub na ich rzecz (takich jak księgowi, prawnicy, agencje ratingowe) w zakresie sporządzania i aktualizowania ich własnych list osób mających dostęp do informacji poufnych oraz dostarczania ich właściwemu organowi krajowemu na jego wniosek, zgodnie z art. 18 ust. 1–5.

Transakcje wykonywane przez osoby pełniące obowiązki zarządcze u emitentów działających na rynkach rozwoju MŚP

Obecnie osoby pełniące obowiązki zarządcze oraz osoby blisko związane powinny powiadamiać o swoich transakcjach właściwe organy krajowe oraz emitenta w ciągu trzech dni od daty transakcji. Jednocześnie emitent powinien ujawniać te informacje uczestnikom rynku nie później niż w ciągu trzech dni od dokonania transakcji. Uczestnicy konsultacji publicznych podkreślali brak technicznej możliwości dotrzymania trzydniowego terminu powiadomienia, w przypadku gdy emitent późno otrzyma informację od osoby pełniącej obowiązki zarządcze, ponieważ wspomniany trzydniowy termin dotyczy zarówno powiadamiania emitenta przez osoby pełniące obowiązki zarządcze oraz osoby blisko związane, jak i ujawniania informacji uczestnikom rynku przez emitenta.

Zgodnie z omawianą zmianą osoby pełniące obowiązki zarządcze i osoby blisko związane z emitentami działającymi na rynkach rozwoju MŚP miałyby obowiązek powiadomienia emitenta oraz właściwego organu krajowego w ciągu trzech dni roboczych. Następnie, po powiadomieniu przez osoby pełniące obowiązki zarządcze i osoby blisko związane, emitent będzie miał dodatkowe dwa dni na podanie tych informacji do wiadomości publicznej.

b) Zmiana w rozporządzeniu w sprawie prospektu emisyjnego

„Prospekt na potrzeby przeniesienia”

Emitenci, którzy są notowani przez określony czas na rynku rozwoju MŚP, mają obowiązek przygotowania pełnego prospektu emisyjnego, jeżeli chcą przenieść się na rynek regulowany. Wynika to z faktu, że schemat uproszczonego prospektu emisyjnego (taki jak prospekt UE na rzecz rozwoju lub uproszczony prospekt w przypadku kolejnych emisji) nie jest dostępny dla emitentów w tej sytuacji. Omawiana zmiana rozporządzenia w sprawie prospektu emisyjnego umożliwiłaby utworzenie uproszczonego „prospektu na potrzeby przeniesienia” dla

przedsiębiorstw notowanych przez co najmniej trzy lata na rynku rozwoju MŚP, które chcą przenieść się na rynek regulowany. Emitenci działający na rynkach rozwoju MŚP objęci są stałym wymogiem ujawniania informacji na podstawie rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku oraz przepisów ustanowionych przez operatora rynku rozwoju MŚP, zgodnie z wymogami dyrektywy 2014/65/UE. W związku z tym dostarczają inwestorom wielu informacji. Prospekt na potrzeby przeniesienia (oparty na uproszczonym prospekcie w przypadku kolejnych emisji przewidzianym w rozporządzeniu w sprawie prospektu emisyjnego) powinien zatem być dostępny dla emitentów w takiej sytuacji. Prospekt ten byłby dostępny w przypadku emitentów działających na rynkach rozwoju MŚP ubiegających się o (i) dopuszczenie ich papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym lub o (ii) dopuszczenie ich papierów wartościowych do obrotu oraz złożenie nowej oferty papierów wartościowych na rynku regulowanym.

Wniosek

ROZPORZĄDZENIE PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY**zmieniające rozporządzenia (UE) nr 596/2014 i (UE) 2017/1129 w odniesieniu do promowania korzystania z rynków rozwoju MŚP**

(Tekst mający znaczenie dla EOG)

PARLAMENT EUROPEJSKI I RADA UNII EUROPEJSKIEJ,
uwzględniając Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, w szczególności jego art. 114,
uwzględniając wniosek Komisji Europejskiej,
po przekazaniu projektu aktu ustawodawczego parlamentom narodowym,
uwzględniając opinię Europejskiego Banku Centralnego¹,
uwzględniając opinię Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego²,
stanowiąc zgodnie ze zwykłą procedurą ustawodawczą³,
a także mając na uwadze, co następuje:

- (1) Inicjatywa na rzecz unii rynków kapitałowych ma na celu zmniejszenie zależności od kredytów bankowych, dywersyfikację rynkowych źródeł finansowania dla wszystkich małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) oraz promowanie emisji obligacji i akcji przez MŚP na rynkach publicznych. Przedsiębiorstwa mające siedzibę w Unii starające się pozyskać kapitał w systemach obrotu ponoszą wysokie jednorazowe i bieżące koszty związane z ujawnianiem informacji i przestrzeganiem przepisów, które mogą zniechęcić je do ubiegania się w pierwszej kolejności o dopuszczenie do obrotu w systemach obrotu w Unii. Ponadto akcje emitowane przez MŚP w systemach obrotu w Unii zwykle charakteryzują się niższym poziomem płynności i większą zmiennością cen, co zwiększa koszt kapitału, sprawiając, że te źródła finansowania stają się zbyt uciążliwe.
- (2) Na mocy dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE⁴ stworzono nowy rodzaj systemów obrotu – rynki rozwoju MŚP – jako podgrupę wielostronnych platform obrotu (MTF), aby ułatwić MŚP dostęp do kapitału oraz usprawnić dalszy rozwój specjalistycznych rynków, których celem jest zaspokajanie potrzeb emitentów będących MŚP. W dyrektywie 2014/65/UE przewidziano również, że „należy skoncentrować się na tym, w jaki sposób przyszłe uregulowania prawne powinny w dalszym ciągu wspierać i promować korzystanie z tego rynku, aby uczynić go atrakcyjnym dla inwestorów, a także zapewnić ograniczenie obciążeń

¹ Dz.U. C [...] z [...], s. [...].

² Dz.U. C [...] z [...], s. [...].

³ Stanowisko Parlamentu Europejskiego z dnia ... r. (Dz.U. ...) oraz decyzja Rady z dnia ... r.

⁴ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 349).

administracyjnych i dalsze zachęty dla MŚP w zakresie dostępu do rynków kapitałowych za pośrednictwem rynków rozwoju MŚP”.

- (3) Zwrócono jednak uwagę, że emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynkach rozwoju MŚP korzystają ze stosunkowo niewielu złagodzonych wymogów regulacyjnych w porównaniu z emitentami papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na MTF lub rynkach regulowanych. Większość obowiązków określonych w rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014⁵ stosuje się w ten sam sposób do wszystkich emitentów bez względu na ich wielkość lub systemy obrotu, w których ich instrumenty finansowe są dopuszczone do obrotu. Ten niski poziom zróżnicowania pomiędzy emitentami działającymi na rynkach rozwoju MŚP a emitentami działającymi na MTF okazuje się być czynnikiem zniechęcającym MTF do ubiegania się o rejestrację jako rynek rozwoju MŚP, na co wskazuje niewielka obecnie liczba podmiotów o statusie rynku rozwoju MŚP. Dlatego też niezbędne jest wprowadzenie dodatkowych uproszczeń w celu odpowiedniego wspierania korzystania z rynków rozwoju MŚP
- (4) Należy zwiększyć atrakcyjność rynków rozwoju MŚP przez dalsze zmniejszanie kosztów przestrzegania przepisów oraz obciążeń administracyjnych, z którymi muszą się mierzyć emitenci działający na rynkach rozwoju MŚP. Aby utrzymać najwyższe standardy przestrzegania przepisów na rynkach regulowanych, uproszczenia przewidziane w niniejszym rozporządzeniu powinny mieć zastosowanie wyłącznie do przedsiębiorstw notowanych na rynkach rozwoju MŚP, bez względu na fakt, że nie wszystkie MŚP są notowane na rynkach rozwoju MŚP i nie wszystkie przedsiębiorstwa notowane na rynkach rozwoju MŚP są MŚP. Zgodnie z dyrektywą 2014/65/UE nawet 50 % przedsiębiorstw niebędących MŚP może uzyskać dopuszczenie do obrotu na rynkach rozwoju MŚP w celu utrzymania rentowności modelu biznesowego rynków rozwoju MŚP poprzez, między innymi, płynność papierów wartościowych przedsiębiorstw niebędących MŚP. Z uwagi na ryzyko związane ze stosowaniem różnych przepisów do emitentów notowanych w systemach tej samej kategorii, mianowicie na rynkach rozwoju MŚP, zmiany określone w niniejszym rozporządzeniu nie powinny ograniczać się jedynie do emitentów będących MŚP. W celu zapewnienia spójności dla emitentów i jasności dla inwestorów zmniejszenie kosztów przestrzegania przepisów oraz obciążeń administracyjnych powinno mieć zastosowanie do wszystkich emitentów na rynkach rozwoju MŚP bez względu na ich kapitalizację rynkową. Stosowanie tych samych przepisów wobec emitentów stanowi też zapewnienie, że przedsiębiorstwa nie będą karane za to, że się rozwijają i nie należą już do kategorii MŚP.
- (5) Zgodnie z art. 11 rozporządzenia (UE) nr 596/2014 badanie rynku obejmuje przekazanie informacji – przed ogłoszeniem transakcji – w celu oceny zainteresowania potencjalnych inwestorów ewentualną transakcją i jej warunkami, takimi jak ewentualna wielkość i cena, przynajmniej jednemu potencjalnemu inwestorowi. Podczas etapu negocjacji niepublicznej emisji obligacji emitenci działający na rynkach rozwoju MŚP przystępują do rozmów z ograniczoną liczbą potencjalnych inwestorów kwalifikowanych (zgodnie z definicją zawartą w rozporządzeniu Parlamentu

⁵ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 1).

Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129⁶) i negocjują wszystkie warunki umowne dotyczące transakcji realizowanych z tymi inwestorami kwalifikowanymi. Przekazywanie informacji podczas tego etapu negocjacji niepublicznej emisji obligacji ma na celu strukturyzację i przeprowadzenie całej transakcji, a nie ocenę zainteresowania potencjalnych inwestorów wcześniej określoną transakcją. Wprowadzenie wymogu badania rynku dotyczącego niepublicznej emisji obligacji może zatem być obciążeniem i działać jako czynnik zniechęcający do przystąpienia do rozmów na temat tych transakcji zarówno dla emitentów, jak i inwestorów. W celu zwiększenia atrakcyjności niepublicznej emisji obligacji na rynkach rozwoju MŚP transakcje te powinny być wyłączone z zakresu regulacji dotyczących badań rynku, pod warunkiem że zastosuje się odpowiednią umowę poufności.

- (6) Pewien stopień płynności akcji emitenta można osiągnąć poprzez zastosowanie mechanizmów płynności takich jak mechanizmy realizowania funkcji animatora rynku czy umowy o zapewnianiu płynności. Mechanizm realizowania funkcji animatora rynku obejmuje umowę między operatorem rynku a stroną trzecią, która zobowiązuje się utrzymać płynność pewnych akcji i w zamian korzysta z rabatów na opłaty transakcyjne. Umowa o zapewnianiu płynności obejmuje umowę pomiędzy emitentem a stroną trzecią, która to strona zobowiązuje się zapewnić płynność akcji emitenta w jego imieniu. W celu zapewnienia zachowania pełnej integralności rynku umowy o zapewnianiu płynności powinny być dostępne dla wszystkich emitentów działających na rynkach rozwoju MŚP w całej Unii, z zastrzeżeniem szeregu warunków. Nie wszystkie właściwe organy ustanowiły, zgodnie z art. 13 rozporządzenia (UE) nr 596/2014, przyjęte praktyki rynkowe w odniesieniu do umów o zapewnianiu płynności zgodnie z art. 13 rozporządzenia (UE) nr 596/2014, co oznacza, że nie wszyscy emitenci działający na rynkach rozwoju MŚP posiadają obecnie dostęp do programów wspierania płynności w Unii. Ten brak programów wspierania płynności może stanowić przeszkodę w dążeniu do skutecznego wzrostu rynków rozwoju MŚP. Niezbędne jest zatem utworzenie ram unijnych umożliwiających emitentom działającym na rynkach rozwoju MŚP zawarcie umowy o zapewnianiu płynności z dostawcą płynności w innym państwie członkowskim, w przypadku gdy na szczeblu krajowym nie ustanowiono przyjętej praktyki rynkowej. Ramy unijne dotyczące umów o zapewnianiu płynności dotyczących rynków rozwoju MŚP nie powinny jednak zastępować istniejących lub przyszłych przyjętych praktyk rynkowych, lecz stanowić ich uzupełnienie. Właściwe organy powinny zachować możliwość ustanowienia przyjętych praktyk rynkowych dotyczących umów o zapewnianiu płynności, aby dostosować jej warunki do lokalnej specyfiki lub rozszerzyć zakres tych umów na niepłynne papiery wartościowe inne niż akcje w obrocie na rynkach rozwoju MŚP.
- (7) W celu zapewnienia jednolitego stosowania ram unijnych dotyczących umów o zapewnianiu płynności, o których mowa w motywie 6, należy zmienić rozporządzenie (UE) nr 596/2014, tak aby uprawnnić Komisję do przyjęcia wykonawczych standardów technicznych opracowanych przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, określających wzór, który należy wykorzystywać na potrzeby takich umów. Komisja powinna przyjąć te wykonawcze standardy techniczne w drodze aktów wykonawczych na podstawie art. 291 Traktatu

⁶ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz.U. L 168 z 30.6.2017, s. 12).

oraz zgodnie z art. 15 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010⁷.

- (8) Zgodnie z art. 17 ust. 4 rozporządzenia (UE) nr 596/2014 emitenci mogą opóźnić podanie do wiadomości publicznej informacji poufnych, jeżeli ich niezwłoczne ujawnienie mogłoby naruszyć ich prawnie uzasadnione interesy. Emitenci mają jednak obowiązek poinformowania o tym właściwego organu i przedstawienia wyjaśnienia dotyczącego uzasadnienia takiej decyzji. Spoczywający na emitentach działających na rynkach rozwoju MŚP obowiązek pisemnego udokumentowania powodów, dla których podjęli oni decyzję o opóźnieniu podania do wiadomości informacji, może być uciążliwy. Uważa się, że łagodniejszy wymóg wobec emitentów działających na rynkach rozwoju MŚP, polegający na obowiązku wyjaśnienia przyczyn opóźnienia jedynie na wniosek właściwego organu, nie miałby znacznego wpływu na zdolność do monitorowania przez właściwy organ podawania do wiadomości publicznej informacji poufnych, a jednocześnie pozwoliłby znacznie zmniejszyć obciążenie administracyjne spoczywające na emitentach działających na rynkach rozwoju MŚP, pod warunkiem że właściwe organy nadal byłyby informowane o podjęciu decyzji o opóźnieniu i miałyby możliwość wszczęcia dochodzenia w przypadku wątpliwości co do tej decyzji.
- (9) Obecne mniej rygorystyczne wymogi wobec emitentów działających na rynkach rozwoju MŚP, dotyczące sporządzania – zgodnie z art. 18 ust. 6 rozporządzenia (UE) nr 596/2014 – listy osób mających dostęp do informacji poufnych jedynie na wniosek właściwego organu, mają ograniczone skutki praktyczne, ponieważ emitenci ci nadal podlegają obowiązkowi bieżącego monitorowania osób, które kwalifikują się jako osoby mające dostęp do informacji poufnych w kontekście bieżących projektów. Istniejące złagodzone wymogi powinny zatem zostać zastąpione możliwością prowadzenia przez emitentów działających na rynkach rozwoju MŚP jedynie listy osób mających stały dostęp do informacji poufnych – obejmującej osoby, które w związku z pełnioną przez nie funkcją lub zajmowanym stanowiskiem u emitenta mają stały dostęp do takich informacji.
- (10) Zgodnie z art. 19 ust. 3 rozporządzenia (UE) nr 596/2014 emitenci muszą podać do publicznej wiadomości transakcje realizowane przez osoby pełniące obowiązki zarządcze oraz osoby blisko związane z nimi w ciągu trzech dni od dokonania transakcji. Ten sam termin dotyczy osób pełniących obowiązki zarządcze oraz osób blisko związanych z nimi w odniesieniu do ich obowiązku zgłoszenia transakcji do emitenta. W przypadku gdy osoby pełniące obowiązki zarządcze oraz osoby blisko związane z nimi późno informują emitentów działających na rynkach rozwoju MŚP o swoich transakcjach, przestrzeganie przez emitentów działających na tych rynkach rozwoju MŚP tego trzydniowego terminu jest technicznie trudne, co może rodzić problemy dotyczące odpowiedzialności. Emitenci działający na rynkach rozwoju MŚP powinni zatem mieć możliwość ujawnienia informacji o transakcjach w ciągu dwóch dni od uzyskania takiej informacji od wspomnianych osób pełniących obowiązki zarządcze lub osób blisko z nimi związanych.
- (11) Rynki rozwoju MŚP nie powinny być postrzegane jako ostatni etap rozwoju emitentów, ale powinny zapewniać przedsiębiorstwom odnoszącym sukcesy

⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylecia decyzji Komisji 2009/77/WE (Dz.U. L 331 z 15.12.2010, s. 84).

możliwość wzrostu i przeniesienia się w pewnym momencie na rynki regulowane, aby przedsiębiorstwa te mogły korzystać z większej płynności oraz większej puli inwestorów. W celu ułatwienia przeniesienia się z rynku rozwoju MŚP na rynek regulowany należy umożliwić rozwijającym się przedsiębiorstwom korzystanie z uproszczonego systemu obowiązków informacyjnych na potrzeby uzyskania dopuszczenia ich papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym, zgodnie z art. 14 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129, pod warunkiem że przedsiębiorstwa te są dopuszczone do obrotu na rynku rozwoju MŚP od przynajmniej trzech lat. Taki okres powinien umożliwić emitentom osiągnięcie wystarczającego okresu udokumentowanej działalności i dostarczenie rynkowi informacji na temat ich wyników finansowych oraz spełnienia wymogów sprawozdawczych zgodnie z dyrektywą 2014/65/UE.

- (12) Zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady⁸ emitenci działający na rynkach rozwoju MŚP nie mają obowiązku publikowania swych sprawozdań finansowych zgodnie z międzynarodowymi standardami sprawozdawczości finansowej. Aby jednak uniknąć odejścia od standardów rynku regulowanego emitenci działający na rynkach rozwoju MŚP, którzy chcieliby korzystać z uproszczonego systemu obowiązków informacyjnych w przypadku przeniesienia na rynek regulowany, powinni przygotować swoje najnowsze sprawozdanie finansowe, w tym informacje porównawcze za poprzedni rok, zgodnie z tym rozporządzeniem.
- (13) Należy zatem odpowiednio zmienić rozporządzenia (UE) nr 596/2014 oraz (UE) 2017/1129.
- (14) Zmiany określone w niniejszym rozporządzeniu powinny mieć zastosowanie po upływie 6 miesięcy od wejścia w życie niniejszego rozporządzenia, tak aby zapewnić zasiedziałym operatorom rynków rozwoju MŚP wystarczającą ilość czasu na dostosowanie swoich zbiorów przepisów,

PRZYJMUJĄ NINIEJSZE ROZPORZĄDZENIE:

Artykuł 1

Zmiany w rozporządzeniu (UE) nr 596/2014

W rozporządzeniu (UE) nr 596/2014 wprowadza się następujące zmiany:

- 1) w art. 11 dodaje się ust. 1a w brzmieniu:

„1a. W przypadku gdy oferta papierów wartościowych jest skierowana wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych zgodnie z definicją zawartą w art. 2 lit. e) rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129*, przekazanie informacji tym inwestorom kwalifikowanym w celu negocjowania warunków umownych dotyczących ich udziału w emisji obligacji przez emitenta, którego instrumenty finansowe są dopuszczone do obrotu na rynku rozwoju MŚP, nie stanowi badania rynku i nie stanowi bezprawnego ujawniania informacji poufnych. Emitent ten zapewnia, by inwestorzy kwalifikowani otrzymujący te informacje mieli świadomość związanych z tym obowiązków wynikających z przepisów ustawowych i wykonawczych i potwierdzili to na piśmie oraz byli świadomi sankcji mających

⁸ Rozporządzenie (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 19 lipca 2002 r. w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości (Dz.U. L 243 z 11.9.2002, s. 1).

zastosowanie w przypadku wykorzystania informacji poufnych i bezprawnego ujawniania informacji poufnych.

* Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz.U. L 168 z 30.6.2017, s. 12).”;

2) w art. 13 dodaje się ust. 12 i 13 w brzmieniu:

„12. Emitent, którego instrumenty finansowe zostały dopuszczone do obrotu na rynku rozwoju MŚP, jest upoważniony do zawarcia umowy o zapewnianiu płynności w odniesieniu do jego akcji, w przypadku gdy spełnione są wszystkie następujące warunki:

- a) warunki umowy o zapewnianiu płynności spełniają kryteria określone w art. 13 ust. 2 niniejszego rozporządzenia oraz w rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) 2016/908**;
- b) umowa o zapewnianiu płynności jest zawarta zgodnie ze wzorem, o którym mowa w ust. 13;
- c) dostawca płynności posiada odpowiednie zezwolenie wydane przez właściwy organ zgodnie z dyrektywą 2014/65/UE i jest zarejestrowany jako członek rynku przez operatora rynku lub firmę inwestycyjną prowadzących rynek rozwoju MŚP;
- d) operator rynku lub firma inwestycyjna prowadzący rynek rozwoju MŚP potwierdzają na piśmie emitentowi, że otrzymali kopię umowy o zapewnianiu płynności i zgadzają się na jej warunki.

Emitent, o którym mowa w pierwszym akapicie niniejszego ustępu, jest w stanie w każdym momencie wykazać, że warunki, zgodnie z którymi zawarta została umowa, są na bieżąco spełniane. Emitent ten oraz firma inwestycyjna prowadząca rynek rozwoju MŚP dostarczają odpowiednim właściwym organom na ich wniosek kopię umowy o zapewnianiu płynności.

13. W celu zapewnienia jednolitych warunków stosowania ust. 12 ESMA opracowuje projekt wykonawczych standardów technicznych określających wzór umowy, z którego należy korzystać podczas zawierania umowy o zapewnianiu płynności, tak aby zapewnić zgodność z warunkami określonymi w art. 13. ESMA przedstawia Komisji ten projekt wykonawczych standardów technicznych do dnia [...] r. Komisja jest uprawniona do przyjęcia wykonawczych standardów technicznych, o których mowa w akapicie pierwszym, zgodnie z art. 15 rozporządzenia (UE) nr 1095/2010.

** Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/908 z dnia 26 lutego 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 przez ustanowienie regulacyjnych standardów technicznych określających kryteria, procedurę i wymogi w zakresie ustanawiania przyjętej praktyki rynkowej oraz wymogi dotyczące jej podtrzymania, zakończenia lub zmiany warunków jej dopuszczenia (Dz.U. L 153 z 10.6.2016, s. 3).”;

3) w art. 17 ust. 4 dodaje się akapit w brzmieniu:

„Emitent, którego instrumenty finansowe zostały dopuszczone do obrotu na rynku rozwoju MŚP i który podjął decyzję o opóźnieniu podania do wiadomości publicznej

informacji poufnych, powiadamia o tej decyzji właściwy organ. Wyjaśnienie decyzji o opóźnieniu należy dostarczyć właściwemu organowi jedynie na jego wniosek, zgodnie z ust. 3. Właściwy organ nie wymaga od emitenta przechowywania tego wyjaśnienia.”;

- 4) art. 18 ust. 6 otrzymuje brzmienie:

„6. Emitenci, których instrumenty finansowe zostały dopuszczone do obrotu na rynku rozwoju MŚP, są upoważnieni do ujęcia w swoich listach osób mających dostęp do informacji poufnych jedynie tych osób, które w związku z charakterem pełnionych przez nie funkcji lub stanowiska zajmowanego u emitenta mają stały dostęp do informacji poufnych. Każda osoba działająca w imieniu lub na rzecz emitenta, który uzyskał dopuszczenie do obrotu na rynku rozwoju MŚP, podlega wymogom określonym w ust. 1–5.

Listę tę przekazuje się właściwemu organowi na jego wniosek.”;

- 5) w art. 19 ust. 3 akapit pierwszy dodaje się zdanie w brzmieniu:

„Emitenci, których instrumenty finansowe zostały dopuszczone do obrotu na rynku rozwoju MŚP, mają dwa dni robocze po otrzymaniu powiadomienia, o którym mowa w ust. 1, na podanie do wiadomości publicznej informacji zawartych w tym powiadomieniu.”.

Artykuł 2

Zmiany w rozporządzeniu (UE) 2017/1129

W art. 14 rozporządzenia (UE) 2017/1129 wprowadza się następujące zmiany:

- 1) w ust. 1 akapit pierwszy dodaje się lit. d) w brzmieniu:

„d) emitenci, którzy są dopuszczeni do obrotu na rynku rozwoju MŚP od co najmniej trzech lat i którzy ubiegają się o dopuszczenie istniejących lub nowych papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym.”;

- 2) w ust. 2 akapit drugi dodaje się zdanie w brzmieniu:

„W przypadku emitentów, o których mowa w ust. 1 akapit pierwszy lit. d), najnowsze sprawozdanie finansowe zawierające informacje porównawcze za poprzedni rok zawarte w uproszczonym prospekcie przygotowuje się zgodnie z międzynarodowymi standardami sprawozdawczości finansowej zatwierdzonymi w Unii na podstawie rozporządzenia (WE) nr 1606/2002***.

*** Rozporządzenie (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 19 lipca 2002 r. w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości (Dz.U. L 243 z 11.9.2002, s. 1).”.

Artykuł 3

Wejście w życie i stosowanie

Niniejsze rozporządzenie wchodzi w życie dwudziestego dnia po jego opublikowaniu w *Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej*.

Niniejsze rozporządzenie stosuje się po upływie 6 miesięcy od jego wejścia w życie.

Niniejsze rozporządzenie wiąże w całości i jest bezpośrednio stosowane we wszystkich państwach członkowskich.

Sporządzono w Brukseli dnia [...] r.

*W imieniu Parlamentu Europejskiego
Przewodniczący*

*W imieniu Rady
Przewodniczący*