

Bruxelas, 30 de maio de 2018
(OR. en)

9402/18

Dossiê interinstitucional:
2018/0165 (COD)

EF 149
ECOFIN 500
CODEC 869

PROPOSTA

de:	Secretário-Geral da Comissão Europeia, assinado por Jordi AYET PUIGARNAU, Diretor
data de receção:	25 de maio de 2018
para:	Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, Secretário-Geral do Conselho da União Europeia
n.º doc. Com.:	COM(2018) 331 final
Assunto:	Proposta de REGULAMENTO DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO que altera os Regulamentos (UE) n.º 596/2014 e (UE) 2017/1129 no que diz respeito à promoção da utilização de mercados de PME em crescimento

Envia-se em anexo, à atenção das delegações, o documento COM(2018) 331 final.

Anexo: COM(2018) 331 final

Bruxelas, 24.5.2018
COM(2018) 331 final

2018/0165 (COD)

Proposta de

REGULAMENTO DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO

**que altera os Regulamentos (UE) n.º 596/2014 e (UE) 2017/1129 no que diz respeito à
promoção da utilização de mercados de PME em crescimento**

(Texto relevante para efeitos do EEE)

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

EXPOSIÇÃO DE MOTIVOS

1. CONTEXTO DA PROPOSTA

• Razões e objetivos da proposta

O aumento do acesso a fontes de financiamento baseadas no mercado para empresas europeias em cada fase do seu desenvolvimento está no centro da União dos Mercados de Capitais (CMU). Desde o lançamento do Plano de Ação da União dos Mercados de Capitais, a UE progrediu consideravelmente para o aumento das fontes de financiamento, uma vez que as empresas gradualmente melhoraram de nível, e disponibilizaram de forma mais ampla o financiamento com base no mercado na UE. Estão já em vigor novas regras para impulsionar o investimento dos fundos de capital de risco da UE (EuVECA) em empresas start-ups e de média dimensão. Junto com o Fundo Europeu de Investimento, a Comissão lançou também um programa de Fundos a Fundos de Capital de Risco Pan-Europeu (VentureEU) para impulsionar o investimento em empresas start-up inovadoras e melhorar o nível das empresas na Europa. Foram já adotadas novas regras sobre prospectos para apoiar as empresas na angariação de dinheiro em mercados públicos para capital próprio e dívida. Para empresas de pequena e média capitalização que pretendam angariar dinheiro na UE, está a ser criado um novo prospecto de crescimento da UE. Além disso, para aumentar o acesso financeiro a start-ups e empreendedores, a Comissão propôs um rótulo europeu para plataformas de crowdfunding baseadas em investimento e em empréstimo (“Fornecedores Europeus de Serviço de Crowdfunding para Negócios”).

Contudo, é preciso fazer mais para desenvolver um quadro regulamentar mais conducente, que apoie o acesso a financiamento público para Pequenas e médias empresas (PME). Isto deve ser alcançado, em particular, ao promover o rótulo de Mercado de PME em Crescimento, criado pelos Mercados na Diretiva de Instrumento Financeiro II (MiFID II)¹ e ao ajustar o equilíbrio certo entre a proteção do investidor e a integridade de mercado por um lado, e evitar encargos administrativos desnecessários por outro lado.

Na Revisão Intercalar do Plano de Ação da União dos Mercados de Capitais² de junho de 2017, a Comissão reforçou o ênfase no acesso das PME aos mercados públicos. Neste contexto, a Comissão comprometeu-se em publicar *'uma avaliação de impacto que irá explorar se as alterações orientadas para a legislação relevante da UE podem apresentar um ambiente mais regulamentar para suportar o registo em mercados públicos de PME'*.

As Pequenas e médias empresas (PME) cotadas recentemente são um motor essencial de investimento e criação de postos de trabalho. As empresas recentemente cotadas muitas vezes superam as empresas privadas em termos de crescimento anual e aumento da força laboral. As empresas cotadas são menos dependentes de financiamento bancário e beneficiam de uma base de investimento mais diversificada, acesso facilitado a capital próprio adicional e financiamento de dívida (através de ofertas secundárias) e apresentam um maior perfil público e reconhecimento de marca.

Contudo, apesar dos benefícios, os mercados públicos da UE para PME estão a lutar por atrair novos emitentes. O número de Ofertas Públicas Iniciais em mercados dedicados a PME diminuiu bruscamente na União Europeia na sequência da crise e desde então que não recuperou significativamente. Como resultado, a Europa está a produzir apenas metade das

¹ Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, em 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/UE.

² Comunicação da Comissão sobre a análise intercalar do plano de ação da União dos Mercados de Capitais ({SWD(2017) 224 final} e {SWD(2017) 225 final} – 8 de junho de 2017)

Ofertas Públicas Iniciais de PME do que acontecia antes da crise financeira (478 Ofertas Públicas Iniciais em média, por ano, em 2006-2007, vs. 218 entre 2009 e 2017 em MTF especializados em PME na UE). Entre 2006 e 2007, foram angariados, em média, 13,8 mil milhões de EUR por ano em MTF europeus especializados em PME, através de ofertas públicas iniciais. Este valor desceu para uma média de 2,55 mil milhões de EUR entre 2009 e 2017.

Existem vários fatores que impulsionam a decisão das PME de se tornarem públicas e a decisão dos investidores em investirem nos instrumentos financeiros das PME. A avaliação de impacto³ mostra que os mercados públicos para PME encaram dois grupos de desafios regulamentares: (i) no lado da oferta, os emitentes deparam-se com elevados custos de conformidade para se registarem em mercados públicos; (ii) do lado da procura, a liquidez insuficiente pode pesar sobre os emitentes (devido aos custos mais elevados do capital), sobre os investidores (que podem apresentar relutância em investir nas PME, em primeiro lugar, devido aos baixos níveis de liquidez e riscos de volatilidade relacionados) e sobre os intermediários de mercado (cujos modelos de negócio dependem do fluxo de pedidos de clientes em mercados líquidos).

Âmbito da iniciativa: Mercados de PME em crescimento

Esta iniciativa está estritamente limitada aos mercados de PME em crescimento⁴ e empresas cotadas nessas plataformas de negociação. Os mercados de PME em crescimento são uma nova categoria de plataformas de negociação multilateral (MTF), introduzidas pela Diretiva Mercados de Instrumentos Financeiros II em janeiro de 2018.

Quando avalia se as PME emitentes admitidas à negociação nos mercados regulamentados devem beneficiar de desagravamentos regulamentares equivalentes, tomou-se a decisão de limitar os beneficiários desse desagravamento aos emitentes admitidos à negociação nos mercados de PME em crescimento. Os requisitos impostos sobre os emitentes do mercado regulamentado devem aplicar-se de modo igual, independentemente da dimensão da empresa. Diferentes requisitos para PME em comparação com grandes empresas provavelmente irão confundir as partes interessadas (em particular, os investidores).

Contexto regulamentar atual

As empresas cotadas num Mercado de PME em Crescimento devem cumprir algumas regras da UE, especialmente no que diz respeito ao Regulamento Abuso de Mercado⁵ (MAR) e ao Regulamento Prospetos⁶.

Deste a sua entrada em vigor em 1 de julho de 2016, o **Regulamento Abuso de Mercado** foi estendido aos MTF, incluindo os mercados de PME em crescimento. Este regulamento tem como objetivo aumentar a integridade do mercado e a confiança dos investidores. Proíbe: (i) cometer ou tentar cometer abuso de informação privilegiada; (ii) recomendar que alguém cometa abuso de informação privilegiada ou induza alguém a cometer abuso de informação

³ Avaliação de Impacto {SWD(2018)243} e {SWD(2018)244}

⁴ Para poder ser considerado um mercado de PME em crescimento, pelo menos 50 % dos emitentes cujos instrumentos financeiros são negociados em mercados de PME em crescimento devem ser PME, definidas pela MIFID II como empresas com uma capitalização bolsista média inferior a 200 milhões de EUR com base nas cotações de final de ano para os três anos consecutivos anteriores.

⁵ Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, relativo ao abuso de mercado (Regulamento Abuso de Mercado)

⁶ Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, relativo ao prospeto a publicar em caso de oferta de valores mobiliários ao público ou da sua admissão à negociação num mercado regulamentado

privilegiada; (iii) divulgar ilicitamente informação privilegiada⁷; ou (iv) cometer ou tentar cometer manipulação de mercado. Os emitentes estão também sujeitos a várias obrigações de divulgação e manutenção de registos nos termos do regulamento. Em particular, os emitentes em causa estão sob uma obrigação geral de divulgar informação privilegiada ao público assim que possível. Ao reforçar a integridade do mercado e alargar o regime em matéria de abuso de mercado aos MTF, o Regulamento Abuso de Mercado foi muito importante para recuperar a confiança dos investidores nos mercados financeiros.

Contudo, esta parte da legislação é um regulamento “tamanho único”. Praticamente todos os requisitos se aplicam da mesma forma a todos os emitentes, independentemente da sua dimensão ou plataformas de negociação onde os seus instrumentos financeiros estão admitidos à negociação. O regulamento contém apenas duas adaptações limitadas aos emitentes cotados nos mercados de PME em crescimento. O primeiro permite que as plataformas de negociação que operam num Mercado de PME em Crescimento publiquem informações privilegiadas no site da plataforma de negociação (em vez do site do emitente). O segundo permite aos emitentes cotados nos mercados de PME em crescimento produzirem listas de pessoas com acesso a informação privilegiada somente sob pedido de uma autoridade competente nacional (NCA). Contudo, o efeito deste desagravamento é limitado, pois as empresas continuam a precisar de recolher e armazenar toda a informação relevante para poderem produzir listas de pessoas com acesso a informação privilegiada sob pedido.

Um prospeto é um documento exigido legalmente, que apresenta informação sobre uma empresa quando valores mobiliários são oferecidos ao público ou admitidos à negociação num mercado regulamentado. Sob o Plano de Ação CMU, a União Europeia já facilitou e tornou menos oneroso para as pequenas empresas acederem aos mercados públicos, nomeadamente com a criação do «Prospeto UE Crescimento» simplificado, no Regulamento Prospetos revisto. Um emitente pode solicitar a admissão à negociação num mercado regulamentado após ter tido ações em circulação num Mercado de PME em Crescimento durante alguns anos. Pode fazê-lo para beneficiar de maior liquidez e maiores fundos de investidores. No entanto, se esse emitente quiser transferir as suas ações de um Mercado de PME em Crescimento para um mercado regulamentado, terá de elaborar um prospeto completo, uma vez que não se encontra disponível nenhum programa de prospeto atenuado para empresas em tal situação.

A adoção do rótulo «Mercado de PME em Crescimento» é restringida pelo número limitado de desagravamentos atualmente previstos na legislação da UE para os emitentes cotados neste novo tipo de plataformas de negociação. Os objetivos gerais desta iniciativa são portanto apresentar os ajustes técnicos ao regulamento da UE para: (i) reduzir os encargos administrativos e os custos de conformidade regulamentar enfrentados pelas PME quando os seus instrumentos financeiros são admitidos à negociação no Mercado de PME em Crescimento, garantindo simultaneamente um elevado nível de proteção dos investidores e de integridade dos mercados; e (ii) aumentar a liquidez dos instrumentos de capital próprio cotados nos mercados de PME em crescimento.

Estas alterações regulamentares específicas, previstas na presente proposta, não reavivarão plenamente o acesso aos mercados públicos das PME por si próprias. No entanto, abordam as barreiras regulamentares sinalizadas por várias partes interessadas, como inibidoras de aumento de capital pelas PME nos mercados públicos. Eles fazem-no enquanto preservam os mais elevados padrões de proteção do investidor e integridade de mercado. Quaisquer alterações devem portanto ser entendidas com um primeiro passo na direção certa, e não como

⁷ Isto surge se qualquer pessoa singular ou coletiva divulgar informação privilegiada numa situação diferente do curso normal do seu emprego, profissão ou deveres

apenas um remédio em si mesmo. Além disso, esta proposta de um regulamento não é uma reformulação do Regulamento Abuso de Mercado (que tem estado em vigor há menos de dois anos) ou do Regulamento Prospetos (que foi acordado recentemente pelos legisladores e irá entrar em vigor em julho de 2019). Esta proposta (junto com as modificações previstas no Regulamento Delegado pela Comissão (UE) 2017/565) apenas apresenta alterações técnicas para fazer o quadro jurídico da UE aplicar-se a PME de modo mais proporcionado. Irá garantir que o rótulo «Mercado de PME em Crescimento», criada pelo MiFID II em janeiro de 2018, é utilizado pelos vários MTF especializados em PME em toda a UE.

- **Coerência com as disposições existentes da mesma política setorial**

A presente iniciativa é também coerente com o atual quadro jurídico. O MiFID II declara que o objetivo dos mercados de PME em crescimento deve *'facilitar o acesso a capital de pequenas e médias empresas'* e que deverá *'centrar a atenção no modo como a futura regulamentação deverá fomentar e promover a utilização desse mercado de forma a torná-lo atrativo para os investidores, bem como minorar os encargos administrativos e dar novos incentivos às PME para acederem aos mercados de capitais através dos mercados de PME em crescimento'*⁸. Os considerandos 6 e 55 do Regulamento Abuso de Mercado exigem explicitamente a atenuação dos custos administrativos para os emitentes de menor dimensão, cotados em mercados de PME em crescimento.

Várias Leis da UE já incluem disposições específicas para esta nova forma de plataformas de negociação, como o recente Regulamento Prospetos⁹ e o Regulamento Liquidação e Centrais de Valores Mobiliários (CSDR)¹⁰. Os objetivos dessas provisões são diminuir os encargos administrativos colocados nos emitentes do Mercado de PME em Crescimento e melhorar a liquidez dos instrumentos financeiros comercializados nesses mercados.

Uma vez que os custos de redigir um prospecto podem ser desproporcionadamente elevados para as PME, o Regulamento Prospetos introduziu um «Prospecto UE Crescimento» simplificado. Está nomeadamente disponível para as PME negociadas em mercados de PME em crescimento e para não-PME com capitalização bolsista inferior a 500 milhões de EUR, cujos valores mobiliários são transacionados num mercado de PME em crescimento¹¹. Além do mais, os emitentes com valores mobiliários já admitidos à negociação num Mercado de PME em Crescimento sem interrupção durante os últimos 18 meses, poderão beneficiar de um regime de divulgação simplificado para emissões secundárias¹².

O CSDR impõe um processo de compra obrigatório sobre qualquer instrumento financeiro que tenha sido entregue dentro de um determinado período a partir da data de liquidação pretendida (isto é, dois dias após a transação, a denominada regra “T+2”). Ao mesmo tempo, o CSDR inclui regras adaptadas às especificidades dos mercados de PME em crescimento. O processo de compra é acionado após um período de até 15 dias para transações em mercados de PME em crescimento, comparado com até quatro dias para valores mobiliários líquidos e até sete dias para outros valores mobiliários ilíquidos. Essas regras específicas para os instrumentos financeiros do Mercado de PME em Crescimento foram introduzidas para *'ter*

⁸ MiFID II, considerando 132

⁹ Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, relativo ao prospecto a publicar em caso de oferta de valores mobiliários ao público ou da sua admissão à negociação num mercado regulamentado.

¹⁰ Regulamento (UE) n.º 909/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de julho de 2014, relativo à melhoria da liquidação de valores mobiliários na União Europeia e às Centrais de Valores Mobiliários.

¹¹ Art.15.º do Regulamento Prospetos

¹² Art.14.º do Regulamento Prospetos

*em conta a liquidez desses mercados e permitir, em particular, as atividades dos criadores de mercado nesses mercados menos líquidos*¹³.

Esta proposta de regulamento é, portanto consistente com os regulamentos da UE existentes acima mencionados, e serve para aliviar a carga que impende sobre os mercados de PME em crescimento e promover a liquidez nos instrumentos de capital próprio admitidos à negociação nessas plataformas de negociação.

Esta proposta de regulamento é também coerente com algumas alterações propostas ao Regulamento Delegado da Comissão (UE) 2017/565 para efeitos da Diretiva 2014/65/UE (MiFID II). Essas alterações foram também incluídas na mesma avaliação de impacto e destinam-se a: (i) modificar a definição de PME emitente de instrumentos que não de capital próprio num Mercado de PME em Crescimento; (ii) tornar facultativa a obrigação, que incumbe às PME emitentes de instrumentos que não de capital próprio num mercado de PME em Crescimento, de elaborar um relatório semestral; (iii) impor um requisito em matéria de circulação aos emitentes que pretendem ser admitidos à negociação num Mercado de PME em Crescimento. Essas medidas irão: (i) aumentar o número de emitentes que apenas emitem instrumentos de dívida que se podem considerar PME, o que, por sua vez irá permitir que mais MTF se registem como mercados de PME em crescimento e que os emitentes nesses mercados beneficiem de requisitos regulamentares menos onerosos; (ii) permitir aos operadores do mercado adaptarem melhor as suas regras em matéria de cotação às condições locais; e (iii) garantir que as ações cotadas nos mercados de PME em crescimento não são demasiado ilíquidas na fase de admissão.

- **Coerência com outras políticas da União**

Esta proposta legislativa pretende complementar os objetivos da União dos Mercados de Capitais, para reduzir a concentração excessiva no financiamento bancário e diversificar as fontes de financiamento com base nos mercados para empresas europeias. Desde a publicação do Plano de Ação da União dos Mercados de Capitais em 2015, a Comissão implementou um pacote completo de medidas legislativas e não legislativas para ampliar o financiamento de Capital de Risco na Europa. Estas incluem a criação de um fundo de fundos de capital de risco apoiado pelo orçamento da UE e a revisão do regulamento relativo aos Fundos Europeus de Capital de Risco (EuVECA) e aos Fundos Europeus de Empreendedorismo Social (EuSEF)¹⁴. Em particular, a revisão expandiu a capacidade dos fundos da EuVECA de investir em PME cotadas nos mercados de PME em crescimento.

Em março de 2018, como parte do Plano de Ação Fintech¹⁵, a Comissão Europeia apresentou uma proposta para um regulamento sobre fornecedores de serviços de crowdfunding¹⁶. Uma vez acordado ao nível da UE, o novo regulamento irá permitir que as plataformas se candidatem a um passaporte da UE com base num grupo único de regras. Isto irá tornar mais fácil oferecerem os seus serviços pela UE. Ao passo que o mercado europeu para crowdfunding está subdesenvolvido em comparação com outras grandes economias mundiais, estas novas regras deverão melhorar o acesso a esta forma inovadora de financiamento para

¹³ Considerando 18 do Regulamento. CSDR

¹⁴ Regulamento (UE) 2017/1991 de 25 de outubro de 2017, que altera o Regulamento (UE) n.º 345/2013 sobre fundos de capital de risco não europeus e o Regulamento (EU) n.º 346/2013 sobre fundos de empreendedorismo social europeu

¹⁵ Plano de Ação FinTech: Para um setor financeiro europeu mais competitivo e inovador – COM (2018) 109 final

¹⁶ Proposta para um Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho sobre Fornecedores de Serviços Crowdfunding (ECSP) para Negócios – COM(2018)113

pequenos investidores e negócios que necessitam de financiamento, em particular start-ups e ajudar o mercado europeu a crescer mais rapidamente.

No contexto da União dos Mercados de Capitais, a Comissão está também a promover os mercados de colocação privada, que permitem às empresas angariar capital ao emitir instrumentos de dívida para investidores institucionais ou outros investidores experientes. Um estudo recente sobre *"Identificar os obstáculos regulamentares e de mercado ao desenvolvimento da colocação privada de dívida na UE"*¹⁷ (realizado em nome da Comissão) mostrou que o regime em matéria de sondagem de mercado, ao abrigo do Regulamento Abuso de Mercado, pode entravar o desenvolvimento desta fonte de financiamento em toda a UE. Este obstáculo regulamentar impede tanto investidores institucionais como emitentes de entrarem em negociações para essas transações.

Ao tornar mais fácil para as empresas a cotação nos mercados de PME em crescimento, esta iniciativa irá contribuir para facilitar a angariação de capital por empresas europeias. Irá ajudar a criar uma “escada rolante” de financiamento que faculte canais de financiamento diversificados para empresas em cada etapa do seu desenvolvimento. Os mercados públicos vibrantes são essenciais para concluir as ações acima mencionadas da União dos Mercados de Capitais. Os mercados públicos dinâmicos para empresas de pequena e média capitalização podem fomentar o desenvolvimento do capital próprio privado e do capital de risco, ao facultar oportunidades de saída viáveis. Sem esta possibilidade de sair dos seus investimentos de capital de risco e de fundos de capital próprio privado, terão menos propensão para se fixar no seu dinheiro durante o período de crescimento de uma empresa. Os mercados acionistas públicos para PME podem também estimular os investimentos crowdfunding de capital próprio. Como os investidores em capital de risco, os investidores em capital colaborativo também pretendem uma saída para o seu investimento e, portanto, exigem que sejam utilizados mercados de capital líquidos que funcionem devidamente como vias de saída para as empresas em crescimento que apoiam numa fase anterior. Esta iniciativa visa igualmente eliminar o obstáculo regulamentar resultante da aplicação do regime em matéria de sondagem de mercado, ao abrigo do Regulamento Abuso de Mercado às colocações privadas de obrigações junto de investidores institucionais por parte de PME cotadas.

2. BASE JURÍDICA, SUBSIDIARIEDADE E PROPORCIONALIDADE

- **Base jurídica**

A base jurídica do Regulamento Abuso de Mercado e do Regulamento Prospetos é o artigo 114.º do Tratado do Funcionamento da União Europeia (TFUE) que concede às instituições europeias a competência de estabelecer as disposições apropriadas, cujo objetivo é a criação e funcionamento do mercado único. Esses Regulamentos só podem ser alterados pelo legislador de União, neste caso com base no artigo 114.º do Tratado.

Nos termos do artigo 4.º do TFUE, a ação da UE para a realização do mercado interno deve ser avaliada à luz do princípio da subsidiariedade consagrado no artigo 5.º, n.º 3, do Tratado da União Europeia. De acordo com o princípio de subsidiariedade, devem ser tomadas ações ao nível da UE apenas quando os objetivos da ação proposta não possam ser cumpridos de modo suficiente apenas pelos Estados-Membros e autoriza ação ao nível da UE.

¹⁷ BCG e Linklaters, Estudo sobre Identificação de obstáculos do mercado e regulamentares para o desenvolvimento de colocações privadas de instrumentos de dívida na UE, 2017

- **Subsidiariedade (no caso de competência não exclusiva)**

Nos termos do artigo 4.º do TFUE, a ação da UE para a realização do mercado interno deve ser avaliada à luz do princípio da subsidiariedade consagrado no artigo 5.º, n.º 3, do Tratado da União Europeia. De acordo com o princípio de subsidiariedade, devem ser tomadas ações ao nível da UE apenas quando os objetivos da ação proposta não possam ser cumpridos de modo suficiente apenas pelos Estados-Membros e autoriza ação ao nível da UE.

Deve ser avaliado se os problemas e causa apresentam aspetos transnacionais e se os objetivos das ações propostas não podem ser suficientemente cumpridos pelos Estados-Membros no quadro do seu sistema constitucional nacional (o denominado '*teste de necessidade*'). A este respeito, deve ser notado que os MTF especializados em PME (e potenciais mercados de PME em crescimento) são de natureza mais local em comparação com os mercados regulamentados. Ao mesmo tempo, essas plataformas de negociação possuem uma dimensão transfronteiras clara, tanto pelo facto de os investidores poderem investir em plataformas de negociação fora dos Estados-Membros de origem, como devido aos emitentes muitas vezes cotarem as suas ações ou obrigações em plataformas de negociação situadas noutro Estado-Membro.

O primeiro objetivo desta iniciativa é remover o encargo administrativo indevido para permitir as PME terem acesso facilitado aos mercados públicos para ações e obrigações e, portanto diversificarem as suas fontes de capital proveniente de qualquer parte da UE (enquanto preservam um elevado nível de integridade de mercado e proteção do investidor). O segundo objetivo é aumentar a liquidez de ações emitidas pelos emitentes do Mercado de PME em Crescimento. O cumprimento destes objetivos irá resultar em maior fluxo de capital transfronteiriço e, por último, num crescimento económico e criação de postos de trabalho em todos os Estados-Membros da UE.

Os requisitos administrativos colocados nas PME resultam da aplicação do Regulamento Abuso de Mercado e do Regulamento Prospetos. Esses regulamentos europeus têm força jurídica vinculativa direta em todos os Estados-Membros. Não deixa praticamente nenhuma flexibilidade para os Estados-Membros adaptarem as regras às condições locais ou à dimensão dos emitentes ou empresas de investimentos. Os problemas originados por essas provisões apenas podem ser tratados de forma eficaz através das alterações legislativas ao nível europeu¹⁸. As possíveis alternativas, isto é, uma ação não legislativa a nível europeu (por ex. orientações da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, e uma ação a nível dos Estados-Membros) não permitiria alcançar de forma suficiente e efetiva os objetivos definidos, uma vez que não poderia alterar as disposições dos Regulamentos.

A liquidez dos instrumentos financeiros da PME (especialmente ações) é também prejudicada pelas lacunas regulamentares resultantes do Regulamento Abuso de Mercado. Em particular, este regulamento exige que os Estados-Membros estabeleçam uma prática de mercado aceite para permitir aos emitentes situados nas suas jurisdições entrarem num contrato de provisão de liquidez com um agente. Apenas quatro Estados-Membros estabeleceram já uma prática de mercado aceite, o que significa que os emitentes nos 24 Estados-Membros não têm esta possibilidade. Isto fragmenta o Mercado Único e cria uma distorção de concorrência entre os emitentes que têm o direito de entrar num contrato de liquidez e aqueles que não têm esta possibilidade. A negociação limitada pode provocar nos investidores uma perceção negativa da liquidez de ações cotadas em mercados de PME em crescimento e pode prejudicar a

¹⁸ Processo Vodafone C-58/08: "Quando uma lei baseada no artigo 95.º CE já suprimiu qualquer obstáculo ao comércio do domínio que harmoniza, não se pode negar ao legislador comunitário a possibilidade de o adaptar a qualquer alteração das circunstâncias ou à evolução dos conhecimentos, tendo em conta a sua missão de salvaguarda dos interesses gerais reconhecidos pelo Tratado"

credibilidade e atratividade dessas plataformas de negociação recentemente criadas. É necessária ação ao nível da UE para garantir que as situações regulamentares identificadas, resultantes das regras da UE sejam tratadas adequadamente e que a liquidez possa ser aumentada nesses mercados.

Tem de ser considerado se os objetivos podem ser melhor alcançados pela ação ao nível europeu (o denominado “teste do valor adicionado europeu”). Devido à sua escala, a ação da UE pode reduzir o fardo administrativo para as PME emitentes, garantindo ao mesmo tempo condições equitativas entre os emitentes. Evita distorções de concorrência entre os mercados de PME em crescimento e salvaguarda um elevado nível de proteção de investidor e integridade do mercado.

Em relação aos obstáculos regulamentares que prejudicam a provisão de liquidez, a ação ao nível nacional poderá resultar numa fragmentação jurídica e originar distorções na concorrência dos mercados de PME em crescimento entre os Estados-Membros. A ação ao nível da Europa adequa-se melhor para garantir a uniformidade e certeza jurídica. Irá ajudar a alcançar eficientemente os objetivos da Diretiva Mercados de Instrumentos Financeiros II (e nomeadamente, a criação de mercados de PME em crescimento) e irá melhor promover os investimentos transfronteiras e a concorrência entre bolsas de valores, salvaguardando simultaneamente o funcionamento ordenado dos mercados.

- **Proporcionalidade**

As medidas propostas para aligeirar os encargos nas PME cotadas respeitam o princípio da proporcionalidade. Estas são adequadas para alcançar os objetivos e não vão além do necessário. Quando o Regulamento Abuso de Mercado prevê uma opção aos Estados-Membros para atenuar os encargos dos emitentes (por exemplo, nos termos do artigo 19.º, n.º 9, as autoridades nacionais competentes podem decidir aumentar o limite a partir do qual as operações de dirigentes são divulgadas ao público de 5.000 EUR. para 20.000 EUR), a Comissão decidiu não legislar para proporcionar flexibilidade aos Estados-Membros para adaptarem este requisito às condições locais. Onde não haja flexibilidade para adaptar o Regulamento Abuso de Mercado às condições locais, é absolutamente necessária uma ação legislativa ao nível da UE para reduzir os encargos legislativos colocados sobre os emitentes do Mercado de PME em Crescimento.

A medida direcionada para melhorar a liquidez (a criação de um 29.º regime de contratos de liquidez para os emitentes de Mercado de PME em Crescimento – ver a explicação detalhada *infra* das disposições específicas da proposta) consegue um compromisso entre a necessidade de estabelecer normas pan-europeias sobre os contratos de liquidez e a necessidade de simultaneamente deixar flexibilidade aos Estados-Membros para adotarem uma prática de mercado aceite sobre contratos de liquidez (por ex. para aumentar o âmbito dos contratos de liquidez para os valores mobiliários ilíquidos que não são ações do Mercado de PME em Crescimento ou para adaptar os requisitos desses contratos a especificidades locais).

- **Escolha do instrumento**

As alterações legislativas propostas destinam-se em particular a diminuir os encargos administrativos e custos de conformidade que os emitentes do Mercado de PME em Crescimento enfrentam e que resultam da aplicação do Regulamento Abuso de Mercado e do Regulamento Prospetos. Esta iniciativa procura também promover a liquidez ao garantir que qualquer emitente de mercados de PME em crescimento na UE possa entrar num contrato de provisão de liquidez.

Com este objetivo, as medidas legislativas irão alterar as atuais disposições do Regulamento Abuso de Mercado e do Regulamento Prospetos. Como muitas das alterações necessárias seriam pequenas alterações aos textos jurídicos existentes, podem ser resumidas num Regulamento geral. A base legal para o Regulamento Prospetos e o Regulamento Abuso de Mercado é o artigo 114.º, n.º 1 de TFEU. Qualquer regulamento alterado tem portanto a mesma base jurídica.

3. RESULTADOS DAS AVALIAÇÕES EX POST, DAS CONSULTAS DAS PARTES INTERESSADAS E DAS AVALIAÇÕES DE IMPACTO

- **Consulta das partes interessadas**

- (a) Consulta pública sobre «Construir um ambiente regulamentar adequado para apoiar a cotação das PME».

Em 18 de dezembro de 2018 os serviços da Comissão lançaram uma consulta pública sobre a cotação de PME. Está centrada em três áreas principais: (1.) como complementar o conceito do Mercado de PME em Crescimento criado por MiFID II; (2.) como aliviar o fardo que recai sobre as empresas cotadas em mercados de PME em crescimento; e (3.) como fomentar os ecossistemas que rodeiam as bolsas de valores, em particular com vista a melhorar a liquidez de ações cotadas nessas plataformas de negociação. A Comissão recebeu 71 respostas enviadas por partes interessadas de 18 Estados-Membros¹⁹.

Quando solicitado por algumas PME que pretendiam ser admitidas à cotação nos mercados públicos europeus, várias partes interessadas mencionaram os encargos administrativos colocados sobre as PME pelas regras em matéria de abuso de mercado, transparência e divulgação. O Regulamento Abuso de Mercado foi descrito como difícil de interpretar, impedindo assim o cumprimento da legislação europeia pelas PME.

A maioria das partes interessadas identificaram também o regime de operações de dirigentes como bastante oneroso e dispendioso, debatendo a favor do aumento do atraso em notificar operações que aumentam o limite necessário para a notificação das mesmas e colocando a responsabilidade em divulgar publicamente as operações de dirigentes às suas Autoridades Competentes Nacionais. Na abordagem relativamente às listas de pessoas com acesso a informação privilegiada, a grande maioria dos inquiridos concordou que o requisito era oneroso e dispendioso – embora necessário. Em média, eram a favor de solicitar aos emitentes o envio de listas de pessoas com acesso a informação privilegiada apenas sob pedido da autoridade competente nacional, ou manter uma lista de «pessoas com acesso a informação privilegiada em permanência». Apenas uma pequena minoria votou a favor de isentar devidamente os emitentes dos mercados de PME em crescimento de manter listas de pessoas com acesso a informação privilegiada. Poucos foram os interessados que exprimiram uma opinião sobre a justificação do atraso em comunicar informação privilegiada, a maioria concordou em exigir aos emitentes que enviem a justificação apenas sob pedido das Autoridades Competentes Nacionais e isentá-las da obrigação de manter um registo de divulgação. Novamente, apenas considerando aqueles que exprimiram uma opinião, uma clara maioria de partes interessadas foram a favor de isentar a colocação privada de obrigações nos

¹⁹ 6 autoridades públicas (2 ministérios das finanças, 4 NCA); 18 bolsas de valores; 35 associações industriais (6 para corretores, 14 para gestores de investimento/bancas de investimento, 4 para seguradoras, 3 para contabilidade/auditoria, 2 para CRA, 4 para emitentes, 1 para provisão de pensões), 2 ONG 2 empresas de consultoria/advocacia, 2 bancas promocionais, 1 instituição académica; Grupo de Partes Interessadas dos Mercados de Valores Mobiliários e Grupo de Utilizadores de Serviços Financeiros da ESMA. Essas partes interessadas provêm de 18 Estados-Membros: AT, BE, CZ, DE, DK, EE, EL, ES, FI, FR, HR, IE, IT, LV, NL, PL SE, UK

mercados de PME em crescimento das regras em matéria de sondagem de mercado quando os investidores estão envolvidos nas negociações da emissão.

Entre aqueles que exprimiram uma opinião, uma grande maioria dos inquiridos acreditam que devem ser concedidos desagravamentos a todas as empresas cotadas nos mercados de PME em crescimento. Foi debatido que o princípio “um mercado, um conjunto uniforme de regras” foi necessário para garantir clareza e retoma para investidores, emitentes e intermediários financeiros. Não obstante, algumas plataformas de negociação e representantes de emitentes defendiam que deviam ser concedidos desagravamentos regulamentares a todas as PME independentemente de estarem ou não cotadas num sistema de negociação multilateral ou num mercado regulamentado.

Uma maioria das partes interessadas foi contra definir regras sobre uma transferência obrigatória de emitentes de um Mercado de PME em Crescimento para um mercado regulamentado, defendendo que, em vez disso, a transferência para um mercado regular deveria ficar sempre à discrição do emitente. Todavia, alguns acreditavam que as transferências de cotação deviam ser facilitadas através de incentivos regulamentares apropriados, orientados para reduzir os encargos administrativos e o custo de cotação num mercado regulamentado. Diferentes partes interessadas mencionaram que esse incentivo podia tomar a forma de uma isenção de prospeto ou um prospeto de desagravamento quando um emitente se move de um Mercado de PME em Crescimento para um mercado regulamentado. Em relação às medidas com objetivo para melhorar a liquidez, os participantes no mercado reconheceram em grande parte os benefícios dos contratos de liquidez. Entre as partes interessadas que exprimiram uma opinião, um maior número concordou que deveria haver mérito na criação de um quadro UE, apesar de vários insistirem na necessidade de manter a flexibilidade para esses contratos serem adaptados às condições locais. Algumas Autoridades Competentes Nacionais temeram que essas práticas pudessem suscitar comportamentos de manipulação de preços. Contudo, outros NCA não viram justificação para as preocupações, desde que o quadro fosse calibrado para evitar comportamentos de manipulação de acordo com as Práticas de Mercado Aceites atualmente existentes.

(b) Revisão Intercalar CMU

Em 20 de janeiro de 2017, os serviços da Comissão lançaram uma consulta pública sobre a revisão intercalar da União dos Mercados de Capitais. Vários inquiridos solicitaram uma análise proporcionada das diferentes obrigações colocadas em emitentes não financeiros, especialmente as PME. Estas obrigações foram consideradas demasiado onerosas e dissuasoras para os emitentes de procurarem uma cotação.

Em relação ao quadro jurídico aplicado às empresas cotadas, os inquiridos criticaram diferentes aspetos do Regulamento do Abuso de Mercado. Por exemplo, foram criticadas as regras referentes a operações de dirigentes, assim como listas de pessoas com acesso a informação privilegiada, por serem demasiado onerosas para as empresas cotadas em sistemas de negociação multilateral. A definição de informação privilegiada foi considerada demasiado complexa e poderia levar a um risco de divulgação antecipada e prematura de informação pelos emitentes cotados. Alguns inquiridos consideraram que o âmbito das regras em matéria de «sondagem de mercado» nos termos do Regulamento Abuso de Mercado, eram demasiado vastas e que vários participantes no mercado teriam relutância em serem testados no contexto de uma sondagem de mercado, devido ao risco jurídico em que poderiam incorrer. Outros inquiridos consideraram que a extensão do Regulamento o Abuso de Mercado a empresas cotadas em sistemas de negociação multilateral tornou o acesso aos mercados públicos mais oneroso, devido aos custos diretos da monitorização e disseminação de informação privilegiada.

(c) Convite à apresentação de informações: Quadro regulamentar da UE para os serviços financeiros

Em 30 de setembro de 2015, os serviços da Comissão lançaram um Convite à Apresentação de Informações com a finalidade de melhorar a qualidade do quadro regulamentar atual nos serviços financeiros, incluindo aqueles que teriam impacto direto pelas ações CMU. No Convite à Apresentação de Informações, os inquiridos apoiaram vastamente as reformas ao regulamento do mercado de capital. Contudo, exprimiram preocupações sobre como o abuso do mercado, o prospecto e a legislação do mercado de valores mobiliários afetavam o financiamento de mercado para as PME.

Em relação ao regime do abuso de mercado e mercados de PME em crescimento, alguns inquiridos debateram que o regime de abuso do mercado foi bastante oneroso para os emitentes nos mercados de PME em crescimento, o que poderia resultar em última instância em menos atividade, reduzindo assim o financiamento para as PME. Surgiram preocupações específicas relativamente ao alargamento do âmbito dos deveres dos emitentes ao abrigo do regime aplicável às empresas cotadas em MTF, como facultar listas de pessoas com acesso a informação privilegiada e notificar as operações de dirigentes.

• **Obtenção e utilização de competências especializadas**

Em 14 de novembro de 2017, os serviços da Comissão organizaram um *workshop* técnico com aproximadamente 25 representantes de bolsas de valores, de 27 Estados-Membros. O objetivo do *workshop* foi debater disposições técnicas e potenciais desagregamentos para o quadro regulamentar do acesso das PME aos mercados públicos, na preparação da consulta pública de 2017 sobre «Construir um ambiente regulamentar proporcionado para apoiar a cotação de PME»

Uma maioria dos participantes argumentou que o Regulamento Abuso de Mercado criou obrigações onerosas para as PME emitentes e impôs requisitos rigorosos, apesar da importante função que tem para a confiança dos investidores. Os inquiridos citaram a natureza da informação privilegiada e o nível de detalhe necessário para divulgar essa informação, assim como motivos para este encargo. A dificuldade em identificar claramente o que considerar como informação privilegiada foi mencionada como problemática por alguns participantes. Outros intervenientes criticaram o facto de as sanções aplicáveis ao abrigo do Regulamento Abuso de Mercado não serem proporcionadas para as empresas cotadas em sistemas de negociação multilateral, que frequentemente apresentam uma capitalização bolsista inferior a 10 milhões de EUR. Em relação às listas de pessoas com acesso a informações privilegiadas, alguns participantes destacaram que a isenção introduzida para os mercados de PME em crescimento não foi significativa, já que os emitentes ainda seriam obrigados a fornecer listas *ex-post* e ter processos em vigor para fazê-lo. Muitas partes interessadas não concordavam com os prazos restritos dados aos dirigentes para notificar as suas operações, argumentando que o prazo de três dias deveria ser aumentado para cinco dias ou que deveriam ser concedidos dois dias extra aos emitentes para divulgar tais informações. Alguns explicaram também que as operações de dirigentes só deviam ser notificadas quando significativas, isto é, um valor superior ao limite atual (5.000 EUR). Três plataformas de negociação concordaram também que as regras do Regulamento Abuso de Mercado não se devem aplicar do mesmo modo a entidades emitentes de ações e a entidades que apenas emitem instrumentos de dívida. Por último, um participante explicou que, como a maioria das obrigações de PME são colocadas de forma privada, a isenção das regras em matéria de sondagem de mercado para as colocações privadas representaria uma atenuação significativa.

Foi mencionado que os participantes do mercado gostariam de maior clareza nos contratos de provisão de liquidez, considerando a sua importância para acionistas e empresas. Algumas

partes interessadas explicaram que as Práticas de Mercado Aceites sobre a provisão de liquidez não deviam ser removidas, defendendo certeza jurídica sobre o assunto.

Em 28 de novembro de 2017, os serviços da Comissão organizaram também um workshop técnico que juntou cerca de 30 representantes de entidades emitentes, acionistas e outros intermediários financeiros.

A grande maioria das partes interessadas concordou que a aplicação do Regulamento Abuso de Mercado impõe custos significativos sobre as PME. Alguns sugeriram que o Regulamento Abuso de Mercado fosse abandonado na íntegra no que toca aos mercados dedicados a PME ou que se voltasse ao anterior regime do Regulamento Abuso de Mercado, uma vez que o novo regime frequentemente leva as empresas a tentarem retirar as suas ações da cotação no mercado. As partes interessadas notaram que a isenção prevista no Regulamento Abuso de Mercado de manter e atualizar uma lista de pessoas com acesso a informações privilegiadas é de valor limitado, pois uma empresa ainda poderia ser solicitada pela autoridade nacional competente para fornecer uma enorme quantidade de informações, o que é dificilmente viável para pequenos emitentes. Alguns participantes destacaram que o abuso de informação privilegiada é um enorme risco e potencialmente prejudicial para a confiança dos investidores. Portanto, manter pelo menos a secção permanente da lista de pessoas com acesso a informação privilegiada poderia parecer uma abordagem equilibrada. Em relação às operações de dirigentes, muitos afirmaram que aumentar o prazo de três dias para notificar o mercado não colocaria em risco a proteção do investidor. Algumas partes interessadas afirmaram que 20.000 EUR representariam um limite mais proporcionado para a divulgação das operações de dirigentes, embora pudessem ser aumentados ainda mais sem comprometer a integridade do mercado. Outros debateram que precisar de autoridade competente nacional para tornar as operações de dirigentes públicas iria reduzir o encargo colocado sob as entidades emitentes. Alguns participantes argumentaram que as transferências de cotação de um Mercado de PME em Crescimento para um mercado regulamentado devia ser incentivada através de um prospeito menos oneroso.

- **Avaliação de impacto**

Esta proposta é acompanhada por uma avaliação de impacto que foi enviada em 19 de março de 2018 e aprovada pelo Painel de Escrutínio Regulamentar (RSB) - com reservas - em 22 de abril de 2018.

O RSB solicitou a alteração do esboço da avaliação do impacto para clarificar: (i) a justificação da iniciativa do ponto de vista da subsidiariedade; (ii) como o âmbito da iniciativa foi determinado (em termos de medidas a incluir e como a avaliação de impacto agrupou essas medidas em opções); (iii) como as opções preferidas poderiam afetar a proteção do investidor. Os comentários formulados pelo Painel foram tratados e integrados na versão final da avaliação de impacto.

A avaliação de impacto analisa várias opções políticas para prosseguir o duplo objetivo de reduzir a carga administrativa sobre os emitentes do Mercado de PME em Crescimento e fomentar a liquidez nos instrumentos de capital cotados nas plataformas de negociação, mantendo simultaneamente um elevado nível de proteção do investidor e de integridade do mercado.

A Comissão executou uma análise dos problemas que podem impedir o suprimento de instrumentos financeiros nos mercados de PME em crescimento, assim como a demanda por esses instrumentos (em particular, o problema de liquidez que pode desencorajar os investidores de investirem nesses mercados). A avaliação de impacto descreve três impulsionadores que explicam esses problemas: 1) a carga regulamentar para as PME cotadas que resulta da aplicação do MAR; 2) a definição inadequada dos mercados de PME em

crescimento; e 3) a ausência de mecanismos para promover a negociação e liquidez nos mercados de PME em crescimento.

Deve ser observado que alguns desses problemas resultam da aplicação do nível 2 de MiFID II e serão tratados através de alterações separadas para o Regulamento Delegado da Comissão 2017/565.

O quadro abaixo apresenta um resumo dos diferentes desagravamentos facultados às entidades emitentes do Mercado de PME em Crescimento (nos termos do Regulamento Abuso de Mercado e do Regulamento Prospetos) e as medidas destinadas a fomentar a liquidez das ações de PME, assim como os seus impactos nas partes interessadas relevantes.

Opções estratégicas privilegiadas	Impacto sobre os mercados/setores relevantes
Opções preferidas no que se refere ao Regulamento Abuso de Mercado	
Adoção de um novo prazo para divulgação pública das operações de dirigentes (2 dias a partir da data da notificação pelos dirigentes)	Isso irá atenuar os encargos administrativos sobre os mercados de PME em crescimento, garantindo que tenham tempo suficiente para divulgar as operações de dirigentes ao público. Deve haver pouco ou nenhum impacto na integridade do mercado ao alterar o ponto de partida do prazo.
Obrigações em manter uma lista de «pessoas com acesso a informação privilegiada em permanência»	Isto deverá aligeirar a carga que pesa sobre os emitentes, ao evitar os custos de redigir uma lista <i>ad hoc</i> de pessoas com acesso a informação privilegiada para cada parte de informação privilegiada. O impacto sobre a capacidade das autoridades nacionais competentes para detetar o abuso de informações privilegiadas seria mínimo, uma vez que raramente confiam, na prática, nas listas de pessoas com acesso a informações privilegiadas.
Justificação de diferimento de informação privilegiada a ser feita apenas mediante solicitação (e não há necessidade de manter um registo de divulgação)	Isto deverá baixar a carga administrativa para as entidades emitentes do Mercado de PME em Crescimento, ao isentá-los de registarem uma longa lista de informação (registo de divulgação). O impacto na integridade de mercado deverá ser mínimo, uma vez que as autoridades competentes nacionais continuariam a ser notificadas no caso de diferimentos e a ter a possibilidade de solicitar uma justificação (preparada ex-post pelas entidades emitentes).
Isenção das colocações privadas de obrigações negociadas com investidores institucionais do regime em matéria de sondagem de mercado quando existe um procedimento alternativo de <i>wall-crossing</i> (comunicação restrita de informações privilegiadas)	Isto deverá aligeirar o encargo administrativo tanto para os emitentes (e aqueles que atuam em seu nome) como para os investidores e deverá facilitar as emissões com colocação privada. Um procedimento de <i>wall crossing</i> alternativo deve garantir que todas as partes estão conscientes das suas obrigações em relação à divulgação de informação privilegiada.

A criação de um regime europeu para os contratos de prestação de liquidez pelas entidades emittentes de instrumentos de capital próprio nos mercados de PME em crescimento, permitindo às autoridades nacionais competentes estabelecerem as práticas de mercado aceites.	Isto deverá aumentar a liquidez e reduzir a volatilidade das ações das PME, aumentando assim a atratividade dos mercados de PME em crescimento para os investidores, intermediários e bolsas de valores.
Opções preferidas no que diz respeito ao Regulamento Prospetos	
Criação de um «prospeto de transferência» mais ligeiro para os emittentes dos mercados de PME em crescimento cotados pelo menos há três anos quando pretendem uma transferência para mercados regulamentados	Isto deve ajudar as empresas a passar do mercado de PME em crescimento para o mercado regulamentado, ao permitir que elaborem um prospeto simplificado.

A avaliação de impacto indica também que, por motivos de coerência, simplicidade e clareza para os investidores e os emittentes, os desagravamentos previstos no Regulamento Abuso de Mercado devem beneficiar todas as empresas cotadas nos mercados de PME em crescimento e não apenas as PME cotadas nas plataformas de negociação.

A avaliação de impacto conclui que o “pacote” de medidas proposto (através destas propostas *omnibus* para um Regulamento e as alterações específicas previstas para o nível 2 MiFID II) irão contribuir para o objetivo fundamental CMU de facilitar o acesso a mercados capital para empresas mais pequenas. Este pacote de medidas irá apoiar as empresas cotadas nos mercados de PME em crescimento, ao reduzir os seus encargos administrativos e permitir uma liquidez melhorada. Contudo, a avaliação de impacto destaca também que as medidas regulamentares incluídas nesta iniciativa, não terão um grande impacto na situação das pequenas empresas que pretendem obter uma cotação.

- **Adequação da regulamentação e simplificação**

Esta iniciativa pretende, em parte, reduzir os custos de conformidade para as entidades emittentes nos mercados de PME em crescimento. É este o caso das alterações previstas relativamente ao Regulamento Abuso de Mercado, que conduziriam a uma redução de custos estimada entre 4,03 e 9,32 milhões de EUR por ano. Isso representaria para cada emittente uma redução de 15-17,5 % dos custos resultantes da aplicação do Regulamento Abuso de Mercado. A criação de um "prospeto de transferência" que permita aos emittentes passar de um Mercado de PME em crescimento para um mercado regulamentado conduziria a poupança de custos estimadas entre 4,8 e 7,2 milhões de EUR por ano. Este "prospeto de transferência" diminuiria os custos incorridos para a preparação deste documento em 25-28,5 %.

- **Direitos fundamentais**

As futuras medidas legislativas precisam estar em conformidade com os direitos fundamentais relevantes, integrados na Carta dos Direitos Fundamentais da UE. A proposta respeita os direitos fundamentais e observa os princípios reconhecidos pela Carta, em particular a liberdade de empresa (art. 16.º) e a defesa do consumidor (art. 38.º). Como esta iniciativa visa

atenuar os encargos administrativos impostos aos pequenos emittentes, contribuiria para melhorar o direito de realizar negócios livremente. As alterações previstas do Regulamento Abuso de Mercado e do Regulamento Prospetos não deverão ter quaisquer impactos na proteção do consumidor, uma vez que as alterações específicas estão enquadradas de modo a preservar um elevado nível de integridade de mercado e proteção do investidor.

4. INCIDÊNCIA ORÇAMENTAL

Não se prevê que a iniciativa tenha impacto notório no orçamento da UE.

5. OUTROS ELEMENTOS

• Planos de execução e acompanhamento, avaliação e prestação de informações

A Comissão irá executar uma monitorização do impacto do novo Regulamento. Os parâmetros essenciais para avaliar a eficácia do Regulamento em cumprir os objetivos indicados (isto é, aligeiramento da carga administrativa e maior liquidez) serão:

- (1) Impactos nos emittentes do mercado de PME em crescimento e operadores do mercado
 - (a) Número de mercados de PME em crescimento registados
 - (b) Número de elementos cotados e capitalização bolsista nos mercados de PME em crescimento
 - (c) Número e dimensão das Ofertas Públicas Iniciais (IPO) e Ofertas de Obrigações Iniciais (IBO) nos mercados de PME em crescimento
 - (d) Número e dimensão das IPO de IBO de PME europeias em países terceiros
 - (e) Relação de financiamento externo baseado em banco vs. baseado em mercado capital das PME
 - (f) Número e volume de colocações privadas de obrigações cotadas junto de investidores institucionais
 - (g) Número de “prospetos de transferência”
- (2) Impactos na liquidez nos mercados de PME em crescimento
 - (a) Número de contratos de liquidez iniciados em entidades emittentes
 - (b) Volumes de transação (calibradas em relação ao número de elementos cotados por plataforma)
 - (c) Circulação média
 - (d) Diferencial médio entre o preço de compra e de venda dos elementos cotados
 - (e) Média de liquidez ao toque
 - (f) Média de profundidade de livro de mercado
 - (g) Média de tempo de execução dos pedidos
 - (h) Média de volatilidade diária

Esta lista de indicadores é não exaustiva e pode ser expandida para integrar a monitorização de impactos adicionais. Indicadores suplementares podem ajudar, por exemplo, a medir também a eficácia de outras ações não regulamentares que fazem parte do pacote, mais vasto,

relativo à cotação das PME. Deve ser também observado que não existem objetivos quantitativos concretos definidos para qualquer dos indicadores da lista. Uma vez que há uma vasta gama de fatores que irão fortemente afetar os indicadores mas que não é tratada por esta iniciativa, a eficácia da iniciativa deve ser então medida com base no desenvolvimento direcional dos indicadores.

Vários dos indicadores poderão exigir a ajuda, e a contribuição com dados, de Estados-Membros, de autoridades competentes nacionais, da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) e de operadores de mercado. Isto é particularmente o caso de indicadores sobre liquidez.

- **Explicação pormenorizada das disposições específicas da proposta**

- (a) Alterações ao Regulamento Abuso de Mercado

- Isenção do regime em matéria de sondagem de mercado para colocações privadas de obrigações junto de investidores qualificados*

Para fomentar o desenvolvimento de mercados de colocação privada de obrigações, a Comissão propõe uma alteração ao regime em matéria de sondagem de mercado previsto no artigo 11.º do Regulamento Abuso de Mercado. Atualmente, uma colocação privada de obrigações junto de investidores qualificados (isto é, uma oferta pública de obrigações dirigida somente a investidores qualificados, conforme definido no Regulamento Prospetos) pode ser abrangida pelo âmbito de aplicação do regime em matéria de sondagem de mercado. Isso porque tal emissão pode ter um potencial efeito sobre a qualidade creditícia de um emitente que já tem valores mobiliários (por exemplo, ações ou obrigações) admitidos à negociação numa plataforma de negociação e pode, portanto, constituir informação privilegiada.

A alteração técnica ao artigo 11.º do Regulamento Abuso de Mercado terá como objetivo clarificar que essa comunicação de informação a potenciais investidores qualificados, com os quais todos os termos de uma operação de colocação privada de obrigações (incluindo os termos contratuais) são negociados, não fica sujeita ao regime em matéria de sondagem de mercado. Esta isenção será possível quando (i) o emitente que procura uma colocação privada de obrigações já tem os seus instrumentos financeiros, de capital próprio ou não, admitidos à negociação num Mercado de PME em Crescimento; e (ii) se estiver em vigor um procedimento de cruzamento barreira alternativo²⁰ pelo qual qualquer potencial investidor qualificado reconhece os deveres regulamentares decorrentes do acesso a informações privilegiadas. Este procedimento de cruzamento de barreira alternativo pode tomar a forma de um acordo de confidencialidade.

- Contrato de Prestação de Liquidez para Emitentes do Mercado de PME em Crescimento*

No âmbito das alterações ao artigo 13.º do Regulamento Abuso de Mercado, os emitentes do Mercado de PME em Crescimento terão a possibilidade de celebrar um «contrato de prestação de liquidez» com um intermediário financeiro que terá a tarefa de melhorar a liquidez das ações do emitente. Isto será permitido, mesmo se a autoridade competente nacional em que o Mercado de PME em Crescimento se situa não tiver estabelecido uma prática de mercado aceite sobre contratos de provisão de liquidez, de acordo com o artigo 13.º do Regulamento Abuso de Mercado.

²⁰ Entende-se por *wall crossing* o ato de tornar uma pessoa um «detentor de informação privilegiada» ao facultar-lhe informação privilegiada

Esta possibilidade estará sujeita a três condições: (i) o contrato de fornecimento de liquidez deve cumprir as condições estabelecidas no artigo 13.º, n.º 2, e pelas normas técnicas de execução a desenvolver pela Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados; (ii) o prestador de liquidez deve ser uma empresa de investimento autorizada de acordo com a MiFID II e um membro de mercado do Mercado de PME em Crescimento em que o emitente tem as suas ações admitidas à negociação; e (iii) o operador do mercado ou empresa de investimento que opere no Mercado de PME em Crescimento deve ser informado da conclusão de um contrato de liquidez e concordar com os seus termos e condições. Essas condições devem ser sempre cumpridas e os NCA relevantes podem solicitar uma cópia do contrato de liquidez ao emitente ou à empresa de investimento que atua como prestador de liquidez.

A Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados será incumbida de desenvolver normas técnicas de execução que forneçam um modelo de contrato de provisão de liquidez. Essas normas técnicas de implementação irão definir os requisitos que esses contratos de provisão de liquidez devem cumprir, de modo a serem legais em todos os Estados-Membros.

Esta nova disposição não impedirá os Estados-Membros de adotarem uma prática de mercado aceite, em conformidade com o artigo 13.º, para adaptar os contratos de fornecimento de liquidez às condições locais ou alargar o âmbito dos contratos de liquidez para além dos emitentes do Mercado de PME em crescimento (por exemplo, para valores mobiliários ilíquidos cotados em mercados regulamentados).

Justificação do diferimento da divulgação de informação privilegiada

O objetivo desta modificação ao artigo 17.º do Regulamento Abuso de Mercado é reduzir as obrigações impostas aos emitentes de Mercado de PME em Crescimento quando decidem diferir a publicação da informação privilegiada.

Sob esta alteração, os emitentes do Mercado de PME em Crescimento continuarão a ser obrigados a modificar tal atraso à autoridade competente nacional relevante. No entanto, só serão considerados responsáveis por justificar as razões do atraso a pedido da autoridade nacional competente (em vez de fazê-lo em todas as circunstâncias). Além disso, os emitentes do Mercado de PME em Crescimento seriam isentos da obrigação de manter a lista de informação detalhada para justificar o diferimento de forma contínua (conforme atualmente previsto no Regulamento de Execução (UE) 2016/1055 da Comissão). Esta justificação será preparada *ex-post* se e quando o emitente receber um pedido da autoridade competente nacional.

Listas de pessoas com acesso a informação privilegiada para os mercados de PME em crescimento

Ao abrigo do Regulamento Abuso de Mercado (Artigo 18.º, n.º 6), os emitentes do Mercado de PME em crescimento não são obrigados a manter listas de pessoas com acesso a informação privilegiada continuamente, contanto que (i) o emitente tome todas as medidas razoáveis para garantir que qualquer pessoa com acesso a informações privilegiadas reconhece as obrigações legais e regulamentares que daí decorrem e está ciente da sanção aplicável, e (ii) o emitente está em condições de fornecer à autoridade nacional competente a lista de pessoas com acesso a informação privilegiada, mediante pedido.

Esta alteração propõe substituir o desagravamento atual, previsto no Regulamento Abuso de Mercado aos emitentes do Mercado de PME em Crescimento, por uma «lista de pessoas com acesso a informação privilegiada em permanência», menos onerosa. Isto seria mais fácil para as PME, sendo embora significativo para as investigações das autoridades nacionais

competentes no que diz respeito a casos de abuso de informação privilegiada. Esta lista de «pessoas com acesso a informação privilegiada em permanência» incluiria todas as pessoas que têm regularmente acesso a informações privilegiadas relativas àquele emitente, devido à sua função dentro do emitente (como membros de órgãos de administração, gestão ou supervisão) ou ao seu cargo (executivos que tomam decisões de gestão suscetíveis de afetar a evolução futura e as perspectivas de negócios dos emitentes e pessoal administrativo que tenha acesso regular a informações privilegiadas). Este desagravamento será concedido apenas aos emitentes dos mercados de PME em crescimento, sem prejuízo das obrigações das pessoas que agem em seu nome ou por sua conta (como contabilistas, advogados, agências de *rating*...) para elaborar, atualizar e fornecer à autoridade nacional competente, mediante pedido, as suas próprias listas de pessoas com acesso a informação privilegiada, em conformidade com o artigo 18.º, n.ºs 1 a 5.

Operações de dirigentes por emitentes do Mercado de PME em Crescimento

Atualmente, as pessoas com responsabilidades de direção (dirigentes) e as pessoas estreitamente relacionadas devem declarar as suas operações à autoridade nacional competente e ao emitente, no prazo de três dias após a data da operação. Ao mesmo tempo, o emitente deve divulgar a informação para o mercado, não mais de três dias após a transação. Os inquiridos na consulta pública sublinharam a impossibilidade técnica de cumprir o prazo de três dias para a notificação quando o emitente já recebeu a informação do dirigente tardiamente, uma vez que o período de três dias engloba a declaração tanto pelos dirigentes como pelas pessoas estreitamente relacionadas ao emitente, como pelo emitente ao mercado.

Sob esta alteração, os dirigentes e as pessoas estreitamente relacionadas com os emitentes do Mercado de PME em Crescimento terão de notificar o emitente e a autoridade competente nacional no prazo de três dias úteis. Então, após a notificação pelos dirigentes e pessoas estreitamente relacionadas, o emitente terá dois dias adicionais para divulgar a informação ao público.

(b) Alteração ao Regulamento Prospetos

Prospeto de Transferência

Os emitentes que estão cotados durante um determinado período de tempo num Mercado de PME em Crescimento devem elaborar um prospeto completo quando pretendem passar para um mercado regulamentado. Isto deve-se a não lhes ser possível utilizar um prospeto simplificado (como o «Prospeto UE crescimento» ou o prospeto simplificado para emissões secundárias) nessa situação. Esta alteração ao Regulamento Prospetos irá criar um «prospeto de transferência» simplificado para empresas cotadas há pelo menos três anos num Mercado de PME em Crescimento e que pretendem passar para um mercado regulamentado. Os emitentes do Mercado de PME em Crescimento estão sujeitos a requisitos de divulgação contínuos sob o Regulamento Abuso de Mercado e as regras do operador do Mercado de PME em Crescimento, conforme exigido pela Diretiva 2014/65/UE. Como tal, faculta aos investidores bastante informação. Em tal situação, os emitentes devem portanto poder utilizar um prospeto de transferência (baseado no prospeto simplificado para emissões secundárias previsto no Regulamento Prospetos). Este prospeto estará disponível quando os emitentes do Mercado de PME em Crescimento pretenderem (i) uma admissão dos seus valores mobiliários à negociação num mercado regulamentado ou (ii) tanto uma admissão como uma nova oferta de valores mobiliários num mercado regulamentado.

Proposta de

REGULAMENTO DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO

que altera os Regulamentos (UE) n.º 596/2014 e (UE) 2017/1129 no que diz respeito à promoção da utilização de mercados de PME em crescimento

(Texto relevante para efeitos do EEE)

O PARLAMENTO EUROPEU E O CONSELHO DA UNIÃO EUROPEIA,

Tendo em conta o Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, nomeadamente o artigo 114.º,

Tendo em conta a proposta da Comissão Europeia,

Após transmissão do projeto de ato legislativo aos parlamentos nacionais,

Tendo em conta o parecer do Banco Central Europeu¹,

Tendo em conta o parecer do Comité Económico e Social Europeu²,

Deliberando de acordo com o processo legislativo ordinário³,

Considerando o seguinte:

- (1) A iniciativa União dos Mercados de Capitais pretende reduzir a dependência do crédito bancário, diversificando as fontes de financiamento baseadas no mercado para todas as pequenas e médias empresas («PME») e promovendo a emissão, pelas PME, de obrigações e ações em mercados públicos. As empresas estabelecidas na União que procuram angariar capital em plataformas de negociação deparam-se com elevados custos, pontuais e recorrentes, de divulgação de informações e de conformidade, que podem dissuadi-los, desde logo, de procurar uma admissão à negociação nas plataformas de negociação da União. Além disso, as ações emitidas por PME em plataformas de negociação da União tendem a sofrer de níveis menores de liquidez e maior volatilidade, o que aumenta o custo do capital e torna esta fonte de financiamento demasiado onerosa.
- (2) A Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu do Conselho⁴ criou um novo tipo de plataformas de negociação, os mercados de PME em crescimento, um subgrupo de Sistemas de Negociação Multilateral («MTF»), para facilitar o acesso ao capital por parte das PME e facilitar o posterior desenvolvimento de mercados especializados que pretendem suprir as necessidades das PME emitentes. A Diretiva 2014/65/UE também referia que *«deverá centrar-se a atenção no modo como a futura regulamentação deverá fomentar e promover a utilização desse mercado de forma a torná-lo atrativo para os investidores, bem como minorar os encargos administrativos e dar novos incentivos às PME para aceder aos mercados de capitais através dos mercados de PME em crescimento»*.

¹ JO C [...], [...], p. [...].

² JO C , , p. .

³ Posição do Parlamento Europeu de ... (JO ...) e decisão do Conselho de ...

⁴ Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/UE (JO L 173 de 12.6.2014, p. 349).

- (3) Contudo, foi observado que os emitentes admitidos à negociação num mercado de PME em crescimento beneficiam de relativamente poucos desagravamentos regulamentares, se comparados com os emitentes admitidos à negociação em MTF ou mercados regulamentados. A maior parte das obrigações estabelecidas no Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho⁵ aplicam-se da mesma forma a todos os emitentes, independentemente da sua dimensão ou da plataforma de negociação em que os seus instrumentos financeiros estão admitidos à negociação. Esse baixo nível de diferenciação entre os emitentes dos mercados de PME em crescimento e os emitentes dos MFT atua como um desincentivo para os MTF procurarem registar-se como mercados de PME em crescimento, o que é testemunhado pela reduzida adoção do estatuto de mercado de PME em crescimento até à data. É portanto necessário introduzir desagravamentos suplementares para fomentar devidamente o uso dos mercados de PME em crescimento.
- (4) A atratividade dos mercados de PME em crescimento deve ser reforçada por uma redução adicional dos custos de conformidade e dos encargos administrativos com que os emitentes dos mercados de PME em crescimento se deparam. Para manter os máximos padrões de conformidade nos mercados regulamentados, os desagravamentos previsto neste Regulamento devem limitar-se às empresas cotadas em mercados de PME em crescimento, independentemente do facto de que nem todas as PME estão cotadas em mercados de PME em crescimento e que nem todas as empresas cotadas nos mercados de PME em crescimento são PME. Nos termos da Diretiva 2014/65/UE, podem ser admitidas à negociação num mercado de PME em crescimento até 50 % de não-PME, para manter a rentabilidade do modelo de negócio dos mercados de PME em crescimento através, nomeadamente, da liquidez dos valores mobiliários de não-PME. Tendo em conta os riscos envolvidos ao aplicar diferentes conjuntos de regras aos emitentes cotados na mesma categoria de plataforma, nomeadamente os mercados de PME em crescimento, as alterações definidas neste Regulamento não deverão limitar-se exclusivamente às PME emitentes. Por motivos de coerência para os emitentes e de clareza para os investidores, o aligeiramento dos custos de conformidade e da carga administrativa deve aplicar-se a todos os emitentes nos mercados de PME em crescimento, independentemente da sua capitalização bolsista. A aplicação do mesmo conjunto de regras aos emitentes assegura também que as empresas não são penalizadas pelo facto de estarem em crescimento e já não serem PME.
- (5) Nos termos do artigo 11.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014 uma sondagem de mercado inclui a comunicação de informações, antes do anúncio de uma transação, para avaliar o interesse de possíveis investidores numa eventual transação e as condições relacionadas com esta, como a sua possível dimensão ou preço, a um ou mais possíveis investidores. Durante a fase de negociação de uma colocação privada de obrigações, os emitentes do mercado de PME em crescimento entram em negociações com um conjunto limitado de possíveis investidores qualificados (conforme definido no Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho⁶), e negociam todos os termos e condições contratuais da operação com

⁵ Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, relativo ao abuso de mercado (Regulamento Abuso de Mercado) e que revoga a Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e as Diretivas 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE da Comissão (JO L 173 de 12.6.2014, p. 1).

⁶ Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, relativo ao prospeto a publicar em caso de oferta de valores mobiliários ao público ou da sua admissão à negociação num mercado regulamentado, e que revoga a Diretiva 2003/71/CE (JO L 168 de 30.6.2017, p. 12).

esses investidores qualificados. A comunicação de informação nessa fase de negociação de uma colocação privada de obrigações tem por objetivo estruturar e concluir toda a operação e não avaliar o interesse dos potenciais investidores no que diz respeito a uma operação predefinida. A imposição das regras em matéria de sondagem de mercado à colocação privada de obrigações pode assim ser onerosa e atuar como um desincentivo para a negociação dessas operações entre emitentes e investidores. Para aumentar a atratividade das colocações privadas de obrigações em mercados de PME em crescimento, essas operações devem ser excluídas do âmbito do regime em matéria de sondagem de mercado, desde que exista um acordo adequado de confidencialidade.

- (6) Pode ser conseguida alguma liquidez em ações de um emitente através de mecanismos de liquidez, como mecanismos de criação de mercado ou contratos de liquidez. Um mecanismo de criação de mercado envolve um contrato entre o operador de mercado e um terceiro que se compromete a manter a liquidez em determinadas ações e beneficia por sua vez de reduções nas comissões de transação. Um contrato de liquidez envolve um contrato entre um emitente e um terceiro que se compromete a prestar liquidez nas ações do emitente, e em seu nome. Para garantir que a integridade do mercado é preservada na íntegra, os contratos de liquidez devem ser permitidos a todos os emitentes dos mercados de PME em crescimento na União, com a um certo número de condições. Nem todas as autoridades competentes, nos termos do artigo 13.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014, estabeleceram práticas de mercado aceites em relação aos contratos de liquidez nos termos do artigo 13.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014, o que significa que nem todos os mercados de PME em crescimento têm atualmente acesso a sistemas de liquidez em toda a União. Essa ausência de sistemas de liquidez pode constituir um entrave ao desenvolvimento eficaz dos mercados de PME em crescimento. Por conseguinte, é necessário criar um quadro da União que permita aos emitentes dos mercados de PME em crescimento celebrar um contrato de liquidez com um prestador de liquidez noutro Estado-Membro, na ausência de uma prática de mercado aceite estabelecida a nível nacional. No entanto, o quadro da União relativo aos contratos de liquidez para os mercados de PME em crescimento não deve substituir, mas sim complementar, as práticas de mercado aceites existentes ou futuras. As autoridades competentes devem manter a possibilidade de estabelecer práticas de mercado aceites relativamente aos contratos de liquidez, para adaptarem as suas condições às especificidades locais ou estender esses contratos a valores mobiliários ilíquidos que não sejam ações dos mercados de PME em crescimento.
- (7) Para garantir uma aplicação uniforme do quadro da União para os contratos de liquidez referidos no considerando 6, o Regulamento (UE) n.º 596/2014 deve ser alterado para conferir à Comissão poderes para adotar normas técnicas de execução, desenvolvidas pela Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, definindo um modelo a ser utilizado para efeito desses contratos. A Comissão deve adotar essas normas técnicas de execução através de atos de execução, em conformidade com o artigo 291.º do Tratado e de acordo com o artigo 15.º do Regulamento (UE) n.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho⁷.
- (8) Em conformidade com o artigo 17.º, n.º 4, do Regulamento (UE) n.º 596/2014, os emitentes podem decidir diferir a divulgação pública de informações privilegiadas, caso os seus interesses legítimos sejam suscetíveis de ser prejudicados. Contudo, os

⁷ Regulamento (UE) n.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010, que estabelece uma Autoridade de Supervisão Europeia (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados), que altera a Decisão n.º 716/2009/CE e revoga a Decisão da Comissão 2009/77/CE (JO L 331 de 15.12.2010, p. 84).

emitentes são obrigados a notificar as autoridades competentes e a facultar uma explicação para fundamentar essa decisão. A obrigação de os emitentes do mercado de PME em crescimento documentarem por escrito os motivos pelos quais decidiram diferir a divulgação pode ser onerosa. Considera-se que um requisito mais ligeiro, para os emitentes dos mercados de PME em crescimento, que consiste na obrigação de apenas explicar os motivos do diferimento mediante pedido das autoridades competentes, não terá qualquer impacto significativo na capacidade da autoridade competente de monitorizar a divulgação da informação privilegiada, ao passo que reduz significativamente o encargo administrativo para os emitentes dos mercados de PME em crescimento, desde que essas autoridades competentes continuem a ser notificadas da decisão de diferimento e tenham a possibilidade de efetuar uma investigação, caso tenham dúvidas em relação a essa decisão.

- (9) Os requisitos atuais, menos rigorosos, de os emitentes dos mercados de PME em crescimento elaborarem, de acordo com o artigo 18.º, n.º 6 do Regulamento (UE) n.º 596/2014, uma lista de pessoas com acesso a informação privilegiada apenas sob pedido da autoridade competente, é de efeito prático limitado, pois esses emitentes continuam sujeitos à monitorização contínua das pessoas que se consideram como tendo acesso a informação privilegiada no contexto dos projetos em curso. O desagravamento existente deve por conseguinte ser substituído pela possibilidade, para os emitentes dos mercados de PME em crescimento, de manterem apenas uma lista de pessoas com acesso a informação privilegiada em permanência, que deve incluir as pessoas com acesso regular a informação privilegiada em virtude da sua função ou posição dentro da entidade emitente.
- (10) Em conformidade com o artigo 19.º, n.º 3 do Regulamento (UE) n.º 596/2014, os emitentes têm de divulgar ao público as operações realizadas por dirigentes e pelas pessoas com eles estreitamente relacionadas, no prazo de três dias a contar da operação. O mesmo prazo aplica-se aos dirigentes e pessoas estreitamente relacionadas no que diz respeito à sua obrigação de notificar as suas operações ao emitente. Nos casos em que os emitentes do mercado de PME em crescimento são notificados tardiamente pelos dirigentes ou pessoas estreitamente relacionadas das respetivas transações, é muito difícil, tecnicamente, que esses emitentes do mercado de PME em crescimento cumpram o prazo de três dias, dando origem a problemas de responsabilidade. Os emitentes dos mercados de PME em crescimento devem portanto poder divulgar as operações no prazo de dois dias após essas transações terem sido notificadas pelos dirigentes ou pessoas estreitamente relacionadas.
- (11) Os mercados de PME em crescimento não devem ser vistos como a última escala na graduação dos emitentes e devem permitir às empresas de sucesso crescer e passar um dia mais tarde para os mercados regulamentados, a fim de beneficiarem de maior liquidez e de uma base mais alargada de investidores. Para facilitar a transição de um mercado de PME em crescimento para um mercado regulamentado, as empresas em crescimento devem poder utilizar o regime simplificado de divulgação de informações para a admissão à negociação num mercado regulamentado, conforme estabelecido no artigo 14.º do Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, desde que essas empresas tenham já sido admitidas à negociação num mercado de PME em crescimento durante, pelo menos, três anos. Esse período deve permitir aos emitentes dispor de um histórico suficiente e facultar ao mercado informações sobre o seu desempenho financeiro e requisitos de informação em conformidade com as regras da Diretiva 2014/65/UE.

- (12) De acordo com o Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho⁸, os emitentes dos mercados de PME em crescimento não são obrigados a publicar os seus extratos financeiros de acordo com as Normas Internacionais de Relato Financeiro. Contudo, para evitar um desvio relativamente às normas do mercado regulamentado, os emitentes dos mercados de PME em crescimento que desejem utilizar o regime de divulgação simplificado para efeitos de uma transferência para um mercado regulamentado devem elaborar as suas demonstrações financeiras mais recentes, incluindo informações comparativas referentes ao ano anterior, de acordo com esse Regulamento.
- (13) Os Regulamentos (UE) n.º 596/2014 e (UE) 2017/1129 devem ser alterados em conformidade.
- (14) As alterações estabelecidas no presente Regulamento devem aplicar-se 6 meses após a entrada em vigor do mesmo, para que os operadores dos mercados de PME em crescimento já operacionais disponham de tempo suficiente para adaptarem as suas regras,

ADOTARAM O PRESENTE REGULAMENTO:

Artigo 1.º

Alterações ao Regulamento (UE) n.º 596/2014

O Regulamento (UE) n.º 596/2014 é alterado do seguinte modo:

1. No artigo 11.º, é inserido o seguinte n.º 1-A:

«1-A Quando uma oferta de valores mobiliários se destina exclusivamente a investidores qualificados, como definidos no artigo 2.º, alínea e), do Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho*, a comunicação de informações a esses investidores qualificados para efeitos da negociação dos termos e condições contratuais da sua participação numa emissão de obrigações por um emitente que tem instrumentos financeiros admitidos à negociação num mercado de PME em crescimento não constitui uma sondagem de mercado e não constitui uma divulgação ilícita de informação privilegiada. Esse emitente deve garantir que os investidores qualificados que recebem a informação têm conhecimento, e o reconhecem por escrito, dos deveres legais e regulamentares correspondentes, e têm conhecimento das sanções aplicáveis aos abusos de informação privilegiada e à divulgação ilícita de informação privilegiada.

* Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, relativo ao prospeto a publicar em caso de oferta de valores mobiliários ao público ou da sua admissão à negociação num mercado regulamentado, e que revoga a Diretiva 2003/71/CE (JO L 168 de 30.6.2017, p. 12).»;

2. No artigo 13.º, são inseridos os seguintes n.ºs 12 e 13:

«12. Um emitente cujos instrumentos financeiros sejam admitidos à negociação num mercado de PME em crescimento fica autorizado a celebrar um contrato de liquidez para as suas ações desde que todas as seguintes condições sejam satisfeitas:

⁸ Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de julho de 2002, relativo à aplicação das normas internacionais de contabilidade (JO L 243 de 11.9.2002, p. 1).

- (a) Os termos e condições do contrato de liquidez cumprem os critérios estabelecidos no artigo 13.º, n.º 2, do presente Regulamento e no Regulamento Delegado (UE) 2016/908 da Comissão **;
- (b) O contrato de liquidez é estabelecido em conformidade com o modelo referido no n.º 13;
- (c) O prestador de liquidez está devidamente autorizado pela autoridade competente, em conformidade com a Diretiva 2014/65/UE e está registado como membro do mercado pelo operador do mercado ou pela empresa de investimento que opera o mercado de PME em crescimento;
- (d) O operador do mercado ou a empresa de investimento que opera o mercado de PME em crescimento reconhece junto do emitente, por escrito, que recebeu uma cópia do contrato de liquidez e que concorda com os termos e condições do mesmo.

O emitente referido no primeiro parágrafo do presente número deve poder demonstrar, em qualquer momento, que as condições em que o contrato foi estabelecido são cumpridas em permanência. Esse emitente e a empresa de investimento que opera no mercado de PME em crescimento devem facultar às autoridades competentes relevantes uma cópia do contrato de liquidez, caso lhes seja pedido.

13. Para garantir condições uniformes de aplicação do n.º 12, a ESMA deve elaborar projetos de normas técnicas de execução que estabeleçam um modelo contratual a utilizar para efeitos da celebração de um contrato de liquidez, para garantir o cumprimento das condições estabelecidas no artigo 13.º. A ESMA deve apresentar à Comissão esses projetos de normas técnicas de execução até [...]. A Comissão fica habilitada a adotar as normas técnicas de execução a que se refere o primeiro parágrafo nos termos do artigo 15.º do Regulamento (UE) n.º 1095/2010.

** Regulamento Delegado (UE) 2016/908 da Comissão, de 26 de fevereiro de 2016, que complementa o Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho no respeitante ao estabelecimento de normas técnicas de regulamentação para os critérios, os procedimentos e os requisitos de definição de uma prática de mercado aceite e os requisitos para a sua manutenção e cessação ou a alteração das condições da sua aceitação (JO L10.6.2016, p. 3). »;

3. No artigo 17.º, n.º 4, é aditado o seguinte parágrafo:

«Um emitente cujos instrumentos financeiros sejam admitidos à negociação num mercado de PME em crescimento e que tenha decidido diferir a divulgação pública de informação privilegiada deve notificar essa decisão à autoridade competente. As explicações que justificam a decisão de diferimento apenas devem ser facultadas mediante pedido da autoridade competente, especificada de acordo com o n.º 3. Essa autoridade competente não pode exigir que o emitente guarde um registo dessa explicação.»;

4. No artigo 18.º, o n.º 6 é substituído pelo seguinte:

«6. Os emitentes cujos instrumentos financeiros estejam admitidos à negociação num mercado de PME em crescimento apenas estão autorizados a incluir nas suas listas de pessoas com acesso a informação privilegiada as pessoas que, devido à natureza da sua função ou posição dentro do emitente, tenham regularmente acesso a informação privilegiada. Qualquer pessoa que atue em nome, ou por conta, de um emitente

admitido à negociação num mercado de PME em crescimento, fica sujeita aos requisitos definidos nos n.ºs 1 a 5.

Essa lista deve ser fornecida à autoridade competente, a pedido desta.»;

5. No artigo 19.º, n.º 3, primeiro parágrafo, é aditado a seguinte frase:

«Os emitentes cujos instrumentos financeiros sejam admitidos à negociação num mercado de PME em crescimento terão dois dias úteis, a contar da receção da notificação a que se refere o n.º 1, para tornar pública a informação contida nessa notificação.».

Artigo 2.º

Alterações ao Regulamento (UE) 2017/1129

O artigo 14.º do Regulamento (UE) 2017/1129 é alterado do seguinte modo:

1. No n.º 1, primeiro parágrafo, é aditada a alínea d), com a seguinte redação:

«d) Emitentes que foram admitidos à negociação num mercado de PME em crescimento durante pelo menos três anos e que solicitam a admissão à negociação de valores mobiliários já existentes ou novos num mercado regulamentado.»;

2. No n.º 2, segundo parágrafo, é aditada a seguinte frase:

«Para os emitentes referidos no n.º 1, primeiro parágrafo, alínea d), as demonstrações financeiras mais recentes, contendo a informação comparativa para o ano anterior incluída no prospeto simplificado, devem ser elaboradas de acordo com as Normas Internacionais de Relato Financeiro, conforme aprovadas na União nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002***.

*** Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de julho de 2002, relativo à aplicação das normas internacionais de contabilidade (JO L 243 de 11.9.2002, p. 1). ».

Artigo 3.º

Entrada em vigor e aplicação

O presente regulamento entra em vigor no vigésimo dia seguinte ao da sua publicação no Jornal Oficial da União Europeia.

É aplicável a partir de 6 meses após a sua entrada em vigor.

O presente regulamento é obrigatório em todos os seus elementos e diretamente aplicável em todos os Estados-Membros.

Feito em Bruxelas, em

*Pelo Parlamento Europeu
O Presidente*

*Pelo Conselho
O Presidente*