

Bruxelles, 30 mai 2018
(OR. en)

9402/18

**Dosar interinstituțional:
2018/0165 (COD)**

EF 149
ECOFIN 500
CODEC 869

PROPUNERE

Sursă:	Secretar general al Comisiei Europene, sub semnătura dlui Jordi AYET PUIGARNAU, director
Data primirii:	25 mai 2018
Destinatar:	DI Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, Secretarul General al Consiliului Uniunii Europene
Nr. doc. Csie:	COM(2018) 331 final
Subiect:	Propunere de REGULAMENT AL PARLAMENTULUI EUROPEAN ȘI AL CONSILIULUI de modificare a Regulamentelor (UE) nr. 596/2014 și (UE) 2017/1129 în ceea ce privește promovarea utilizării piețelor de creștere pentru IMM-uri

În anexă, se pune la dispoziția delegațiilor documentul COM(2018) 331 final

Anexă: COM(2018) 331 final



COMISIA
EUROPEANĂ

Bruxelles, 24.5.2018
COM(2018) 331 final

2018/0165 (COD)

Propunere de

REGULAMENT AL PARLAMENTULUI EUROPEAN ȘI AL CONSILIULUI

**de modificare a Regulamentelor (UE) nr. 596/2014 și (UE) 2017/1129 în ceea ce privește
promovarea utilizării piețelor de creștere pentru IMM-uri**

(Text cu relevanță pentru SEE)

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

EXPUNERE DE MOTIVE

1. CONTEXTUL PROPUNERII

• Motivele și obiectivele propunerii

Extinderea accesului societăților europene la surse de finanțare bazate pe piață, în fiecare etapă a dezvoltării lor, este un element central al uniunii piețelor de capital. De la lansarea Planului de acțiune privind uniunea piețelor de capital, UE a realizat progrese considerabile în ceea ce privește extinderea surselor de finanțare în paralel cu extinderea treptată a întreprinderilor, precum și în ceea ce privește facilitarea accesului la surse de finanțare bazate pe piață în întreaga UE. Sunt deja în vigoare noi norme care vizează stimularea investițiilor realizate de fondurile europene cu capital de risc (EuVECA) în întreprinderile nou-înființate și în întreprinderile mijlocii. Împreună cu Fondul european de investiții, Comisia Europeană a lansat, de asemenea, un program paneuropean de fonduri de fonduri cu capital de risc (*Pan-European Venture Capital Funds-of-Funds - VentureEU*), cu scopul de a stimula investițiile în întreprinderile nou-înființate (*start-ups*) și în cele în curs de extindere (*scale-ups*) inovatoare din întreaga Europă. Au fost deja adoptate noi norme privind prospectele, pentru a sprijini societățile care atrag fonduri pe piețele publice de titluri de capital și de titluri de datorie. Pentru întreprinderile mici și întreprinderile cu capitalizare medie care doresc să atragă fonduri din întreaga UE, este în curs de fi creat un nou prospect UE pentru creștere. În plus, în vederea facilitării accesului la finanțare pentru start-up-uri și întreprinzători, Comisia a propus o etichetă europeană pentru platformele de finanțare participativă bazate pe investiții sau pe împrumuturi („furnizorii europeni de servicii de finanțare participativă pentru întreprinderi”).

Cu toate acestea, trebuie să se depună mai multe eforturi pentru dezvoltarea unui cadru de reglementare mai favorabil sprijinirii accesului la finanțare publică pentru întreprinderile mici și mijlocii (IMM-uri). Eforturile ar trebui să fie canalizate în special către promovarea etichetei de „piață de creștere pentru IMM-uri” creată prin Directiva privind piețele instrumentelor financiare II (MiFID II)¹ și către asigurarea unui echilibru just între protecția investitorilor și integritatea pieței, pe de o parte, și evitarea sarcinilor administrative inutile, pe de altă parte.

În Evaluarea la jumătatea perioadei a Planului de acțiune privind uniunea piețelor de capital² din iunie 2017, Comisia a pus un accent mai mare pe accesul IMM-urilor la piețele publice. În acest context, Comisia și-a luat angajamentul de a publica „o evaluare a impactului care va analiza dacă modificările specifice ale legislației relevante a UE ar putea genera un mediu de reglementare mai proporțional pentru sprijinirea cotării IMM-urilor pe piețele publice”.

Întreprinderile mici și mijlocii recent cotate reprezintă un motor important pentru investiții și crearea de locuri de muncă. Întreprinderile cotate recent depășesc adesea performanțele întreprinderilor necotate în ceea ce privește creșterea anuală și creșterea forței de muncă. Întreprinderile cotate sunt mai puțin dependente de finanțare bancară și beneficiază de o gamă mai diversificată de investitori și de acces simplificat la capital propriu suplimentar și la finanțare prin îndatorare (prin oferte secundare) și oferă o mai mare vizibilitate la nivelul publicului și o mai bună recunoaștere a mărcii.

¹ Directiva 2014/65/UE a Parlamentului European și a Consiliului din 15 mai 2014 privind piețele instrumentelor financiare și de modificare a Directivei 2002/92/CE și a Directivei 2011/61/UE.

² Comunicarea Comisiei referitoare la evaluarea la jumătatea perioadei a Planului de acțiune privind uniunea piețelor de capital [[SWD(2017) 224 final] și [SWD(2017) 225 final] – 8 iunie 2017].

Cu toate acestea, în ciuda avantajelor, piețele publice pentru IMM-uri din UE întâmpină probleme în atragerea de noi emitenți. Numărul ofertelor publice inițiale de pe piețele dedicate IMM-urilor a scăzut vertiginos în Uniunea Europeană în urma crizei și nu s-a redresat semnificativ nici până în prezent. Prin urmare, în Europa numărul ofertelor publice inițiale lansate de IMM-uri s-a redus la jumătate față de valoarea anterioară crizei financiare (o medie anuală de 478 de oferte publice inițiale în perioada 2006-2007, față de 218 în perioada 2009-2017 în sistemele multilaterale de tranzacționare din UE dedicate IMM-urilor). În perioada 2006-2007, în sistemele multilaterale de tranzacționare europene dedicate IMM-urilor au fost mobilizați anual, în medie, 13,8 miliarde EUR prin intermediul ofertelor publice inițiale. Această valoare a scăzut la 2,55 miliarde EUR, în medie, în perioada 2009-2017.

Există numeroși factori care influențează decizia IMM-urilor de a se transforma în societăți cotate și decizia investitorilor de a investi în instrumente financiare emise de IMM-uri. Evaluarea impactului³ arată că piețele publice pentru IMM-uri se confruntă cu două tipuri de probleme de reglementare: (i) în ceea ce privește oferta, emitenții trebuie să suporte costuri de conformare ridicate pentru a fi cotați pe piețele publice; (ii) în ceea ce privește cererea, o lichiditate insuficientă poate afecta emitenții (prin costurile mai ridicate ale capitalului), investitorii (care pot fi de la bun început reticenți să investească în IMM-uri, din cauza nivelurilor scăzute de lichiditate și a riscurilor de volatilitate aferente) și intermediarii de pe piață (ale căror modele de afaceri se bazează pe fluxurile de ordine din partea clienților existente pe piețele lichide).

Domeniul de aplicare al inițiativei: piețele de creștere pentru IMM-uri

Această inițiativă este strict limitată la piețele de creștere pentru IMM-uri⁴ și la societățile cotate în cadrul acestor locuri de tranzacționare. Piețele de creștere pentru IMM-uri reprezintă o nouă categorie de sisteme multilaterale de tranzacționare (MTF-uri), introdusă prin Directiva privind piețele instrumentelor financiare II în ianuarie 2018.

Atunci când s-a evaluat dacă emitenții din categoria IMM-urilor care sunt admiși la tranzacționare pe piețele reglementate ar trebui să beneficieze de cerințe echivalente de reglementare simplificate, s-a luat decizia ca simplificarea să li se aplice doar emitenților admiși la tranzacționare pe piețele de creștere pentru IMM-uri. Cerințele impuse emitenților de pe piețele reglementate ar trebui să se aplice în mod similar, indiferent de dimensiunea întreprinderii. Este probabil ca impunerea unor cerințe diferite pentru IMM-uri în raport cu întreprinderile cu capitalizare ridicată să inducă în eroare părțile interesate (în special investitorii).

Cadrul de reglementare actual

Societățile cotate pe o piață de creștere pentru IMM-uri sunt obligate să respecte anumite norme ale UE, în special Regulamentul privind abuzul de piață⁵ (MAR) și Regulamentul privind prospectul⁶.

³ Evaluările impactului [SWD(2018) 243] și [SWD(2018) 244].

⁴ Pentru a se califica drept o piață de creștere pentru IMM-uri, trebuie ca minimum 50 % dintre emitenții ale căror instrumente financiare sunt tranzacționate pe piața respectivă să fie IMM-uri, definite în MiFID II ca fiind societăți a căror capitalizare bursieră medie, calculată pe baza cotațiilor de sfârșit de an din ultimii trei ani calendaristici, este mai mică de 200 de milioane EUR.

⁵ Regulamentul (UE) nr. 596/2014 al Parlamentului European și al Consiliului din 16 aprilie 2014 privind abuzul de piață (regulamentul privind abuzul de piață).

⁶ Regulamentul (UE) 2017/1129 al Parlamentului European și al Consiliului din 14 iunie 2017 privind prospectul care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau al admiterii de valori mobiliare la tranzacționare pe o piață reglementată.

De la intrarea sa în vigoare, la 1 iulie 2016, domeniul de aplicare al **Regulamentului privind abuzul de piață** a fost extins pentru a cuprinde MTF-urile, inclusiv piețele de creștere pentru IMM-uri. Regulamentul menționat are ca scop îmbunătățirea integrității pieței și a încrederii investitorilor. Acesta interzice: (i) participarea sau încercările de a participa la practici de utilizare abuzivă a informațiilor privilegiate; (ii) recomandarea ca o altă persoană să participe la practici de utilizare abuzivă a informațiilor privilegiate sau convingerea unei alte persoane să participe la utilizarea abuzivă a informațiilor privilegiate; (iii) divulgarea neautorizată a informațiilor privilegiate⁷; sau (iv) participarea sau încercările de a participa la practici de manipulare a pieței. În temeiul regulamentului, emitenții fac, la rândul lor, obiectul mai multor obligații privind divulgarea informațiilor și ținerea evidențelor. În special, emitenții vizați au obligația generală de a face publice informațiile privilegiate cât mai rapid posibil. Prin consolidarea integrității pieței și extinderea regimului privind abuzul de piață pentru a include și MTF-urile, Regulamentul privind abuzul de piață a jucat un rol esențial în restabilirea încrederii investitorilor în piețele financiare.

În pofida acestor aspecte pozitive, acest act legislativ este un regulament cu o abordare universală. Aproape toate cerințele sale se aplică în același mod pentru toți emitenții, indiferent de dimensiunea acestora sau de locurile de tranzacționare în cadrul cărora sunt admise la tranzacționare instrumentele lor financiare. Regulamentul cuprinde numai două adaptări limitate, pentru emitenții cotați pe piețele de creștere pentru IMM-uri. Prima adaptare le permite locurilor de tranzacționare care operează o piață de creștere pentru IMM-uri să afișeze informații privilegiate pe site-ul locului de tranzacționare (și nu pe site-ul emitentului). A doua adaptare le permite emitenților cotați pe piețele de creștere pentru IMM-uri să furnizeze liste cu persoanele care au acces la informații privilegiate numai la solicitarea unei autorități naționale competente (ANC). Cu toate acestea, efectul acestei simplificări este limitat, deoarece societăților li se impune în continuare să colecteze și să păstreze toate informațiile relevante pentru a fi în măsură să prezinte, la cerere, listele persoanelor care au acces la informații privilegiate.

Un prospect este un document obligatoriu din punct de vedere juridic care prezintă informații despre o societate atunci când titluri de valoare sunt oferite publicului sau sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată. În cadrul Planului de acțiune privind uniunea piețelor de capital, Uniunea Europeană a luat deja măsuri pentru a facilita accesul societăților mai mici la piețele publice și a reduce costurile aferente, în special prin introducerea „prospectului UE de creștere” simplificat în versiunea revizuită a Regulamentului privind prospectul. Un emitent poate solicita admiterea la tranzacționare pe o piață reglementată după ce acțiunile sale au fost tranzacționate timp de câțiva ani pe o piață de creștere pentru IMM-uri. Emitentul poate face acest lucru pentru a beneficia de mai multă lichiditate și de o gamă mai largă de investitori. Totuși, dacă emitentul în cauză dorește să își transfere acțiunile de pe o piață de creștere pentru IMM-uri pe o piață reglementată, acesta trebuie să elaboreze un prospect integral, deoarece pentru societățile aflate într-o astfel de situație nu este disponibil niciun tip de prospect simplificat.

Popularitatea „mărcii” piețelor de creștere pentru IMM-uri este constrânsă de numărul limitat de simplificări prevăzute în prezent în legislația UE pentru emitenții cotați pe acest nou tip de loc de tranzacționare. Obiectivul general al prezentei inițiative este, prin urmare, de a introduce ajustări tehnice ale cadrului de reglementare al UE pentru: (i) a reduce sarcina administrativă și costurile de respectare a reglementărilor cu care se confruntă IMM-urile atunci când instrumentele lor financiare sunt admise la tranzacționare pe o piață de creștere

⁷ Aceste dispoziții se aplică în cazul în care o persoană fizică sau juridică divulgă informații privilegiate într-o situație care nu ține de desfășurarea normală a sarcinilor de serviciu, a profesiei sau a funcției sale.

pentru IMM-uri, asigurând în același timp un nivel ridicat de protecție a investitorilor și de integritate a pieței; și (ii) a spori lichiditatea instrumentelor de capital cotate pe piețele de creștere pentru IMM-uri.

Aceste modificări specifice în materie de reglementare prevăzute în prezenta propunere nu vor fi suficiente pentru a resuscita accesul la piețele publice pentru IMM-uri. Cu toate acestea, ele abordează barierele în materie de reglementare pe care diferite părți interesate le-au semnalat ca fiind factori care împiedică IMM-urile să mobilizeze capital de pe piețele publice. Modificările mențin, în același timp, cele mai înalte standarde de protecție a investitorilor și de integritate a pieței. Orice modificare ar trebui, prin urmare, să fie înțeleasă ca un prim pas în direcția cea bună, și nu ca o rezolvare integrală a problemei. În plus, prezenta propunere de regulament nu reprezintă o revizuire a Regulamentului privind abuzul de piață (de la a cărui intrare în vigoare au trecut mai puțin de doi ani) sau a Regulamentului privind prospectul (care a fost aprobat recent de colegiitori și va începe să se aplice în iulie 2019). Prezenta propunere [împreună cu modificările avute în vedere în Regulamentul delegat (UE) 2017/565 al Comisiei] aduce numai modificări tehnice menite să sporească proporționalitatea cadrului juridic al UE aplicabil IMM-urilor cotate. Aceasta va asigura faptul că marca „piață de creștere pentru IMM-uri”, introdusă prin MiFID II în ianuarie 2018, este utilizată de diferitele sisteme multilaterale de tranzacționare care se axează pe IMM-uri din întreaga UE.

- **Coerența cu dispozițiile deja existente în domeniul de politică vizat**

Prezenta inițiativă este coerentă cu cadrul juridic existent. MiFID II prevede că obiectivul piețelor de creștere pentru IMM-uri ar trebui să fie „*facilitarea accesului la capital pentru întreprinderile mici și mijlocii*” și că „*accentul ar trebui pus pe modul în care viitoarea reglementare ar trebui să stimuleze și să promoveze în continuare folosirea acestei piețe pentru a deveni mai atractivă pentru investitori și să ofere o reducere a poverii administrative, precum și stimulente suplimentare pentru ca IMM-urile să aibă acces la piețele de capital prin piețe de creștere pentru IMM-uri*”⁸. Considerentele 6 și 55 din Regulamentul privind abuzul de piață solicită în mod explicit simplificarea costurilor administrative pentru emitenții mai mici cotați pe piețele de creștere pentru IMM-uri.

Mai multe acte ale UE includ deja dispoziții specifice pentru acest nou tip de loc de tranzacționare, cum ar fi recentul Regulament privind prospectul⁹ și Regulamentul privind depozitarii centrali de titluri de valoare (CSDR)¹⁰. Obiectivele acestor dispoziții sunt de a reduce sarcina administrativă impusă emitenților de pe piețele de creștere pentru IMM-uri și de a spori lichiditatea instrumentelor financiare tranzacționate pe piețele respective.

Întrucât costurile elaborării unui prospect pot fi disproporționat de mari în cazul IMM-urilor, Regulamentul privind prospectul a introdus un „prospect UE pentru creștere” simplificat. Acesta este disponibil în special pentru IMM-urile ale căror titluri sunt tranzacționate pe piețele de creștere pentru IMM-uri și pentru întreprinderile care nu sunt IMM-uri, dar care au o capitalizare bursieră mai mică de 500 de milioane EUR și ale căror titluri de valoare sunt tranzacționate pe o piață de creștere pentru IMM-uri¹¹. În plus, emitenții ale căror titluri de valoare sunt deja admise la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri de cel puțin

⁸ MiFID II, considerentul 132.

⁹ Regulamentul (UE) 2017/1129 al Parlamentului European și al Consiliului din 14 iunie 2017 privind prospectul care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau al admiterii de valori mobiliare la tranzacționare pe o piață reglementată.

¹⁰ Regulamentul (UE) nr. 909/2014 al Parlamentului European și al Consiliului din 23 iulie 2014 privind îmbunătățirea decontării titlurilor de valoare în Uniunea Europeană și privind depozitarii centrali de titluri de valoare.

¹¹ Articolul 15 din Regulamentul privind prospectul.

18 luni, fără întrerupere, vor putea beneficia de un regim de informare simplificată pentru emisiunile secundare¹².

CSDR prevede o procedură de cumpărare impusă obligatorie pentru orice instrument financiar care nu a fost livrat într-un termen fix de la data preconizată a decontării (și anume două zile de la tranzacționare, așa-numita regulă „T+2”). În același timp, CSDR conține norme adaptate la particularitățile piețelor de creștere pentru IMM-uri. Procedura de cumpărare impusă se declanșează după o perioadă de până la 15 zile în cazul tranzacțiilor de pe piețele de creștere pentru IMM-uri, comparativ cu o perioadă de până la patru zile pentru titlurile de valoare lichide, respectiv până la șapte zile pentru alte titluri de valoare nelichide. Aceste norme specifice pentru instrumentele financiare tranzacționate pe piețele de creștere pentru IMM-uri au fost introduse *„astfel încât să se ia în considerare lichiditatea unor astfel de piețe și să se permită, în special, derularea activității formatorilor de piață pe piețele mai puțin lichide în cauză”*¹³.

Prezenta propunere de regulament este, prin urmare, coerentă cu reglementările existente ale UE menționate mai sus, deoarece are scopul de a atenua sarcina impusă piețelor de creștere pentru IMM-uri și de a promova lichiditatea instrumentelor de capital admise la tranzacționare pe aceste locuri de tranzacționare.

Prezenta propunere de regulament este coerentă, de asemenea, cu o serie de modificări preconizate ale Regulamentului delegat (UE) 2017/565 al Comisiei în sensul Directivei 2014/65/UE (MiFID II). Respectivele modificări au fost incluse, de asemenea, în evaluarea impactului și vizează: (i) modificarea definiției unui IMM care emite alte titluri decât titlurile de capital pe o piață de creștere pentru IMM-uri; (ii) înlocuirea obligației ca emitentii de titluri, altele decât titlurile de capital, pe piețele de creștere pentru IMM-uri să întocmească un raport semestrial printr-o cerință cu caracter opțional; (iii) impunerea unei cerințe privind titlurile liber tranzacționabile emitentilor care solicită admiterea la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri. Ca urmare a acestor măsuri: (i) va spori numărul emitentilor de titluri de datorie care s-ar califica drept IMM-uri, ceea ce le-ar permite mai multor MTF-uri să se înregistreze ca piețe de creștere pentru IMM-uri, iar emitentilor de pe aceste piețe să beneficieze de cerințe de reglementare simplificate; (ii) li se va permite operatorilor de piață să își adapteze mai bine normele privind cotarea la condițiile locale; și (iii) se va asigura faptul că acțiunile cotate pe piețele de creștere pentru IMM-uri nu au un grad de lichiditate prea scăzut în momentul admiterii la tranzacționare.

- **Coerența cu alte politici ale Uniunii**

Prezenta propunere legislativă are ca scop să completeze obiectivele uniunii piețelor de capital, pentru a reduce dependența excesivă de finanțarea bancară și a permite diversificarea surselor de finanțare bazate pe piață pentru întreprinderile europene. De la publicarea, în 2015, a Planului de acțiune privind uniunea piețelor de capital, Comisia a pus în aplicare un pachet cuprinzător de măsuri legislative și nelegislative pentru a extinde finanțarea cu capital de risc în Europa. Printre acestea se numără crearea unui fond de fonduri cu capital de risc finanțat din bugetul UE și revizuirea Regulamentului privind fondurile europene cu capital de risc (EuVECA) și a Regulamentului privind fondurile europene de antreprenoriat social

¹² Articolul 14 din Regulamentul privind prospectul.

¹³ Considerentul 18 din Regulamentul CSDR.

(EuSEF)¹⁴. În mod concret, revizuirea a extins capacitatea fondurilor EuVECA de a investi în IMM-uri cotate pe piețele de creștere pentru IMM-uri.

În martie 2018, ca parte a Planului de acțiune privind FinTech¹⁵, Comisia Europeană a prezentat o propunere de regulament privind furnizorii de servicii de finanțare participativă¹⁶. După ce va fi convenit la nivelul UE, noul regulament le va permite platformelor să solicite un pașaport al UE având la bază un set unic de norme. Acesta le va ajuta să își ofere serviciile pe întreg teritoriul UE. Piața europeană a finanțării participative este subdezvoltată în comparație cu alte economii mondiale majore, însă noile norme ar trebui să îmbunătățească accesul la această formă de finanțare inovatoare pentru investitorii și întreprinderile mici care au nevoie de finanțare, în special pentru întreprinderile nou-înființate, și ar trebui să ajute piața UE să crească mai rapid.

În contextul uniunii piețelor de capital, Comisia promovează, de asemenea, piețele plasamentelor private, care le permit întreprinderilor să mobilizeze capital prin emiterea de instrumente de datorie adresate investitorilor instituționali sau altor investitori cu experiență. Un studiu recent privind „*Identificarea obstacolelor în materie de piață și de reglementare din calea dezvoltării plasamentelor private în titluri de datorie în UE*”¹⁷ (realizat în numele Comisiei) a arătat că regimul de sondare a pieței în temeiul Regulamentului privind abuzul de piață poate împiedica dezvoltarea acestei surse de finanțare în întreaga UE. Acest obstacol de reglementare descurajează atât investitorii instituționali, cât și emitenții să inițieze negocieri pentru astfel de tranzacții.

Prin simplificarea procesului de cotare a întreprinderilor pe piețele de creștere pentru IMM-uri, prezenta inițiativă va contribui la facilitarea mobilizării de capital de către societățile europene. Aceasta va contribui la crearea unui ciclu de finanțare care le oferă întreprinderilor canale de finanțare diversificate în fiecare etapă a dezvoltării lor. Piețele publice active sunt esențiale pentru finalizarea acțiunilor menționate mai sus ale uniunii piețelor de capital. Piețele publice dinamice pentru întreprinderile mici și întreprinderile cu capitalizare medie pot stimula dezvoltarea fondurilor de investiții în societăți necotate și cu capital de risc, prin asigurarea unor modalități de retragere necomplicate. Fără această posibilitate de a-și retrage investițiile, fondurile cu capital de risc și fondurile de investiții în societăți necotate vor fi mai puțin dispuse să își blocheze fondurile în perioada de creștere a unei întreprinderi. Piețele bursiere destinate IMM-urilor pot stimula, de asemenea, finanțarea participativă sub forma investițiilor în capitaluri proprii. Ca și investitorii în capital de risc, investitorii care acordă finanțare participativă prin capitaluri proprii au nevoie de modalități de a-și retrage investițiile și, deci, de piețe de titluri de capital lichide și funcționale, care să poată fi utilizate ca modalități de retragere din întreprinderile în curs de extindere pe care le susțin într-un stadiu inițial. Această inițiativă urmărește, de asemenea, să elimine obstacolele de reglementare care rezultă din aplicarea regimului de sondare a pieței în temeiul Regulamentului privind abuzul de piață în cazul plasamentelor private de obligațiuni adresate investitorilor instituționali efectuate de IMM-urile cotate.

¹⁴ Regulamentul (UE) 2017/1991 din 25 octombrie 2017 de modificare a Regulamentului (UE) nr. 345/2013 privind fondurile europene cu capital de risc și a Regulamentului (UE) nr. 346/2013 privind fondurile europene de antreprenoriat social.

¹⁵ Planul de acțiune privind FinTech: pentru un sector financiar european mai competitiv și mai inovator – COM(2018) 109 final.

¹⁶ Propunere de Regulament al Parlamentului European și al Consiliului privind furnizorii europeni de servicii de finanțare participativă (ECSP) pentru întreprinderi – COM(2018) 113.

¹⁷ BCG și Linklaters, studiu privind *Identificarea obstacolelor în materie de piață și de reglementare din calea dezvoltării plasamentelor private în titluri de datorie în UE*, 2017.

2. TEMEI JURIDIC, SUBSIDIARITATE ȘI PROPORȚIONALITATE

• Temei juridic

Temeiul juridic al Regulamentului privind abuzul de piață și al Regulamentului privind prospectul este articolul 114 din Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene (TFUE), care conferă instituțiilor europene competența de a stabili dispoziții adecvate care au ca obiectiv instituirea și funcționarea pieței unice. Regulamentele menționate pot fi modificate doar de către organul legislativ al Uniunii, în speță pe baza articolului 114 din Tratat.

În temeiul articolului 4 din TFUE, acțiunile UE pentru finalizarea pieței interne trebuie să fie evaluate din perspectiva principiului subsidiarității prevăzut la articolul 5 alineatul (3) din Tratatul privind Uniunea Europeană. În conformitate cu principiul subsidiarității, UE ar trebui să intervină numai în cazul în care obiectivele acțiunii propuse nu pot fi realizate în mod satisfăcător de statele membre și, prin urmare, trebuie luate măsuri la nivelul UE.

• Subsidiaritatea (în cazul competențelor neexclusive)

În temeiul articolului 4 din TFUE, acțiunile UE pentru finalizarea pieței interne trebuie să fie evaluate din perspectiva principiului subsidiarității prevăzut la articolul 5 alineatul (3) din Tratatul privind Uniunea Europeană. În conformitate cu principiul subsidiarității, UE ar trebui să intervină numai în cazul în care obiectivele acțiunii propuse nu pot fi realizate în mod satisfăcător de statele membre și, prin urmare, trebuie luate măsuri la nivelul UE.

Trebuie să se evalueze dacă aspectele în cauză au caracteristici transnaționale și dacă obiectivele acțiunilor propuse nu pot fi realizate într-o măsură suficientă de către statele membre în cadrul sistemului constituțional național (așa-numitul „test al necesității”). În această privință, ar trebui remarcat faptul că MTF-urile care se axează pe IMM-uri (și potențialele piețe de creștere pentru IMM-uri) au caracteristici locale mai pronunțate decât piețele reglementate. În același timp, aceste locuri de tranzacționare au o dimensiune transfrontalieră clară, atât deoarece investitorii pot investi în locuri de tranzacționare din afara statelor lor membre de origine, cât și deoarece emitenții solicită adesea cotarea acțiunilor sau a obligațiunilor lor într-un loc de tranzacționare situat în alt stat membru.

Primul obiectiv al acestei inițiative este de a elimina sarcinile administrative inutile, pentru a le permite IMM-urilor să aibă acces mai ușor la piețele publice pentru acțiuni și obligațiuni și să își diversifice astfel sursele de capital provenind de oriunde din UE (menținând în același timp un nivel înalt de integritate a pieței și de protecție a investitorilor). Al doilea obiectiv este acela de a spori lichiditatea acțiunilor emise de emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri. Atingerea acestor obiective va duce la creșterea fluxurilor transfrontaliere de capital și, în ultimă instanță, la creștere economică și crearea de locuri de muncă în toate statele membre ale UE.

Cerințele administrative impuse IMM-urilor decurg din aplicarea Regulamentului privind abuzul de piață și a Regulamentului privind prospectul. Aceste regulamente europene au forță juridică obligatorie directă în toate statele membre. Ele nu lasă aproape niciun grad de flexibilitate statelor membre pentru a adapta normele la condițiile locale sau la dimensiunea emitenților sau a firmelor de investiții. Problemele care decurg din aceste dispoziții pot fi rezolvate în mod eficace doar prin efectuarea de modificări legislative la nivel european¹⁸.

¹⁸ Cauza Vodafone C-58/08: „Atunci când un act întemeiat pe articolul 95 CE a eliminat deja orice obstacol privind schimburile în domeniul pe care acesta îl armonizează, legiuitorul comunitar nu poate fi privat de posibilitatea de a adapta acest act în funcție de orice modificare a împrejurărilor sau de orice

Posibilele alternative, și anume o acțiune fără caracter legislativ la nivelul Uniunii (de exemplu, sub forma unor orientări emise de Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe și a unor acțiuni la nivel de stat membru) nu ar putea realiza obiectivul stabilit în mod suficient și eficace, deoarece nu ar putea modifica dispozițiile regulamentelor.

Lichiditatea instrumentelor financiare ale IMM-urilor (în special a acțiunilor) este, de asemenea, afectată de deficiențele de reglementare care decurg din Regulamentul privind abuzul de piață. În mod concret, acest regulament le impune statelor membre să stabilească o practică de piață acceptată pentru a le permite emitenților aflați în jurisdicția lor să încheie un contract de furnizare de lichidități cu un broker. Numai patru state membre au stabilit deja o practică de piață acceptată, ceea ce înseamnă că, în 24 de state membre, emitenții nu au această posibilitate. Această situație determină fragmentarea pieței unice și distorsionează concurența dintre emitenții care au dreptul de a încheia un contract de furnizare de lichidități și cei care nu au această posibilitate. Un volum limitat al tranzacțiilor poate face ca investitorii să aibă o percepție negativă asupra lichidității acțiunilor cotate pe piețele de creștere pentru IMM-uri și ar putea afecta credibilitatea și atractivitatea acestor locuri de tranzacționare nou-create. Este nevoie de măsuri la nivelul UE pentru a se asigura că problemele de reglementare rezultate din normele UE care au fost identificate sunt abordate în mod adecvat și că lichiditatea piețelor respective poate fi îmbunătățită.

Trebuie să se analizeze dacă obiectivele ar putea fi realizate mai bine printr-o acțiune la nivel european (așa-numitul „test al valorii adăugate europene”). Prin amploarea sa, acțiunea UE ar putea reduce sarcinile administrative impuse emitenților din categoria IMM-urilor, garantând, în același timp, condiții de concurență egale între emitenți. S-ar evita astfel denaturarea concurenței între piețele de creștere pentru IMM-uri și s-ar garanta un nivel ridicat de protecție a investitorilor și de integritate a pieței.

În ceea ce privește obstacolele de reglementare care afectează furnizarea de lichidități, acțiunile întreprinse la nivel național ar duce la fragmentare juridică și ar putea genera denaturări ale concurenței dintre piețele de creștere pentru IMM-uri din diferite state membre. Acțiunea la nivel european este mai adecvată pentru a se asigura uniformitatea și securitatea juridică. Aceasta va contribui la atingerea în mod eficient a obiectivelor Directivei privind piețele instrumentelor financiare II (în special crearea piețelor de creștere pentru IMM-uri) și va facilita investițiile transfrontaliere și concurența dintre bursele de valori, garantând în același timp funcționarea ordonată a piețelor.

- **Proportionalitatea**

Măsurile propuse pentru a diminua sarcinile impuse IMM-urilor cotate respectă principiul proporționalității. Acestea sunt adecvate pentru atingerea obiectivelor și nu depășesc ceea ce este necesar. În cazul în care Regulamentul privind abuzul de piață prevede o opțiune de care statele membre se pot prevala pentru a reduce sarcinile impuse emitenților [de exemplu, în temeiul articolului 19 alineatul (9), autoritățile naționale competente pot decide să majoreze pragul peste care tranzacțiile efectuate de personalul de conducere trebuie să fie făcute publice de la 5 000 EUR la 20 000 EUR], Comisia a decis să nu legifereze, lăsând o anumită flexibilitate statelor membre pentru a adapta cerința în cauză la condițiile locale. În cazul în care nu există niciun grad de flexibilitate pentru a adapta Regulamentul privind abuzul de piață la condițiile locale, o acțiune legislativă la nivelul UE este absolut necesară pentru a reduce sarcina administrativă impusă emitenților de pe piețele de creștere pentru IMM-uri.

evoluție a cunoștințelor având în vedere sarcina care îi revine de a garanta protecția intereselor generale recunoscute de tratat”.

Măsura care vizează îmbunătățirea lichidității (crearea unui al 29-lea regim privind contractele de furnizare de lichidități pentru emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri – a se vedea mai jos explicații detaliate cu privire la dispozițiile specifice ale propunerii) asigură un echilibru între stabilirea unor standarde paneuropene privind contractele de furnizare de lichidități și acordarea unui anumit grad de flexibilitate statelor membre pentru a adopta o practică de piață acceptată privind contractele de furnizare de lichidități (de exemplu, pentru a extinde domeniul de aplicare al contractelor de furnizare de lichidități astfel încât să cuprindă și titlurile de valoare nelichide, altele decât acțiunile cotate pe piețele de creștere pentru IMM-uri, sau pentru a adapta cerințele unor astfel de contracte la particularitățile locale).

- **Alegerea instrumentului**

Modificările legislative propuse vizează în special reducerea sarcinii administrative și a costurilor de conformare cu care se confruntă emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri și decurg din aplicarea Regulamentului privind abuzul de piață și a Regulamentului privind prospectul. Prezenta inițiativă vizează, totodată, promovarea lichidității prin garantarea faptului că orice emitent de pe piețele de creștere pentru IMM-uri din UE poate încheia un contract de furnizare de lichidități.

În acest scop, măsurile legislative vor modifica dispozițiile actuale ale Regulamentului privind abuzul de piață și ale Regulamentului privind prospectul. Deoarece multe dintre modificările necesare ar consta în modificări minore aduse textelor juridice existente, acestea pot fi grupate în cadrul unui regulament de tip „omnibus”. Temeiul juridic pentru Regulamentul privind prospectul și Regulamentul privind abuzul de piață este articolul 114 alineatul (1) din TFUE. Orice regulament de modificare are, prin urmare, același temei juridic.

3. REZULTATELE EVALUĂRILOR EX POST, ALE CONSULTĂRILOR CU PĂRȚILE INTERESATE ȘI ALE EVALUĂRII IMPACTULUI

- **Consultări cu părțile interesate**

- (a) Consultarea publică privind „Crearea unui mediu de reglementare proporțional care să sprijine cotarea IMM-urilor pe piețele publice”

La 18 decembrie 2017, serviciile Comisiei au lansat o consultare publică privind cotarea IMM-urilor. Aceasta s-a axat pe trei aspecte principale: (1.) modalitățile de a completa conceptul de piață de creștere pentru IMM-uri introdus prin MiFID II; (2.) modalitățile de a diminua sarcinile impuse societăților cotate pe piețele de creștere pentru IMM-uri și (3.) modalitățile prin care ar putea fi favorizate ecosistemele care înconjoară bursele de valori locale, în special în vederea îmbunătățirii lichidității acțiunilor cotate în cadrul acestor locuri de tranzacționare. Comisia a primit 71 de răspunsuri, trimise de părți interesate din 18 state membre¹⁹.

¹⁹ 6 autorități publice (2 ministere de finanțe, 4 autorități naționale competente); 18 burse de valori; 35 de asociații profesionale (6 pentru brokeri, 14 pentru manageri de investiții/bănci de investiții, 4 pentru asigurători, 3 pentru contabilitate/audit, 2 pentru agenții de rating de credit, 4 pentru emitenți, 1 pentru furnizarea de pensii), 2 ONG-uri, 2 firme de consultanță/avocatură, 2 bănci de promovare economică, 1 instituție academică; Grupul părților interesate din domeniul pieței valorilor mobiliare al ESMA și Grupul utilizatorilor de servicii financiare. Părțile interesate respective provin din 18 state membre: AT, BE, CZ, DE, DK, EE, EL, ES, FI, FR, HR, IE, IT, LV, NL, PL, SE, UK.

Atunci când au fost întrebate de ce atât de puține IMM-uri solicită să fie cotate pe piețele publice europene, numeroase părți interesate au menționat sarcina administrativă impusă IMM-urilor de normele privind abuzul de piață, transparența și publicarea informațiilor. Regulamentul privind abuzul de piață a fost descris ca fiind dificil de interpretat, fapt care complică conformarea IMM-urilor cu legislația europeană.

De asemenea, majoritatea părților interesate au identificat regimul tranzacțiilor efectuate de personalul de conducere ca fiind foarte împovărător și costisitor, pledând în favoarea extinderii termenului de notificare a tranzacțiilor, a ridicării pragului peste care tranzacțiile trebuie să fie notificate și a transferului responsabilității de a publica tranzacțiile efectuate de personalul de conducere către autoritatea națională competentă. Cu privire la modul de abordare a listelor persoanelor care au acces la informații privilegiate, marea majoritate a respondenților au fost de acord că această cerință, deși necesară, este costisitoare și împovărătoare. În medie, respondenții s-au pronunțat în favoarea introducerii unei obligații ca emitenții fie să prezinte listele persoanelor care au acces la informații privilegiate numai la solicitarea autorității naționale competente, fie să mențină doar o listă a „persoanelor care au acces permanent la informații privilegiate”. Doar o minoritate a pledat în favoarea scutirii totale a emitenților de pe piețele de creștere pentru IMM-uri de obligația de a menține liste ale persoanelor care au acces la informații privilegiate. Din cele câteva părți interesate care și-au exprimat opinia cu privire la justificarea termenului de comunicare a informațiilor privilegiate, majoritatea au fost în favoarea introducerii unei obligații ca emitenții să prezinte justificarea numai la solicitarea autorității naționale competente și a scutirii acestora de obligația de a păstra o evidență a comunicării informațiilor. O majoritate clară a părților interesate - luând în considerare doar părțile care și-au exprimat opinia cu privire la acest aspect - a fost în favoarea exceptării plasamentelor private de obligațiuni pe piețele de creștere pentru IMM-uri de la normele de sondare a pieței dacă investitorii sunt implicați în negocierile privind emisiunea.

Majoritatea respondenților care și-au exprimat opinia consideră că de simplificări ar trebui să beneficieze toate societățile cotate pe piețele de creștere pentru IMM-uri. S-a susținut că principiul „o singură piață, un set uniform de norme” este necesar pentru a se asigura claritatea pentru investitori, emitenți și intermediari financiari deopotrivă, precum și participarea acestora. Cu toate acestea, câteva locuri de tranzacționare și reprezentanți ai emitenților au susținut că simplificările în materie de reglementare ar trebui să fie acordate pentru toate IMM-urile, indiferent dacă acestea sunt cotate sau nu în cadrul unui sistem multilateral de tranzacționare sau pe o piață reglementată.

Majoritatea părților interesate s-au opus stabilirii de norme privind transferul obligatoriu al emitenților de pe o piață de creștere pentru IMM-uri către o piață reglementată, susținând că transferul către o piață reglementată ar trebui să fie lăsat întotdeauna la latitudinea emitentului. Cu toate acestea, o parte din părțile interesate au fost de părere că transferurile cotațiilor ar trebui să fie facilitate prin stimulente adecvate în materie de reglementare, menite să reducă sarcina administrativă și costul cotării pe o piață reglementată. Diferite părți interesate au menționat că un astfel de stimulent ar putea lua forma exonerării de obligația de a elabora un prospect sau a elaborării unui prospect simplificat în cazul în care un emitent se mută de pe o piață de creștere pentru IMM-uri pe o piață reglementată. În ceea ce privește măsurile care vizează îmbunătățirea lichidității, participanții la piață au recunoscut, în general, avantajele contractelor de furnizare de lichidități. Dintre părțile interesate care și-au exprimat opinia, un număr mai mare au fost de acord că instituirea unui cadru la nivelul UE ar prezenta anumite avantaje, deși multe au insistat asupra necesității de a se menține o anumită flexibilitate care să permită adaptarea contractelor de acest tip la condițiile locale. Câteva dintre autoritățile naționale competente și-au exprimat temerea că astfel de practici ar putea

conduce la comportamente de manipulare a prețurilor. Alte autorități naționale competente au considerat, însă, că nu există niciun motiv de preocupare, atât timp cât cadrul ar urma să fie calibrat pentru a preveni comportamentele de manipulare, astfel cum este cazul practicilor de piață acceptate existente.

(b) Evaluarea la jumătatea perioadei a Planului de acțiune privind uniunea piețelor de capital

La 20 ianuarie 2017, serviciile Comisiei au lansat o consultare publică privind evaluarea la jumătatea perioadei a Planului de acțiune privind uniunea piețelor de capital. Numeroși respondenți au solicitat o revizuire proporțională a diferitelor obligații impuse emitentilor nefinanciari, în special IMM-urilor. Aceștia au considerat că obligațiile în cauză sunt prea împovărătoare și descurajează emitenții să solicite cotarea.

În ceea ce privește cadrul juridic aplicabil societăților cotate, respondenții au criticat diferite aspecte ale Regulamentului privind abuzul de piață. De exemplu, normele referitoare la tranzacțiile efectuate de personalul de conducere, precum și cele referitoare la listele persoanelor care au acces la informații privilegiate au fost criticate pentru că sunt prea împovărătoare pentru societățile cotate în cadrul sistemelor multilaterale de tranzacționare. S-a considerat că definiția informațiilor privilegiate este prea complexă și ar prezenta riscul divulgării anticipate și premature a informațiilor de către emitenții cotați. Unii respondenți au considerat că domeniul de aplicare al „normelor de sondare a pieței” în temeiul Regulamentului privind abuzul de piață este prea amplu și că mulți dintre participanții la piață nu ar fi dispuși să fie testați în contextul unei activități de sondare a pieței, din cauza riscului juridic pe care l-ar putea suporta. Alți respondenți au considerat că includerea societăților cotate în cadrul MTF-urilor în domeniul de aplicare al Regulamentului privind abuzul de piață mărește costurile de acces la piețele publice, din cauza costurilor directe ocazionate de monitorizarea și difuzarea informațiilor privilegiate.

(c) Cererea de contribuții: cadrul de reglementare al UE pentru serviciile financiare

La 30 septembrie 2015, serviciile Comisiei au lansat o cerere de contribuții în scopul îmbunătățirii calității actualului cadru de reglementare în domeniul serviciilor financiare, inclusiv al celor care ar putea fi direct afectate de acțiunile întreprinse în contextul uniunii piețelor de capital. Respondenții la cererea de contribuții au sprijinit în mare parte reformele reglementărilor privind piața de capital. În același timp, aceștia și-au exprimat îngrijorarea cu privire la modul în care legislația privind abuzul de piață, prospectul și piețele titlurilor de valoare afectează finanțarea bazată pe piață pentru IMM-uri.

În ceea ce privește regimul abuzului de piață și piețele de creștere pentru IMM-uri, unii respondenți au susținut că regimul abuzului de piață le impune emitentilor de pe piețele de creștere pentru IMM-uri o sarcină considerabilă, care ar putea duce în ultimă instanță la restrângerea activității și, prin urmare, la diminuarea finanțării pentru IMM-uri. Au fost exprimate preocupări deosebite cu privire la extinderea aplicării îndatoririlor emitentilor prevăzute în temeiul acestui regim la societățile cotate în cadrul MTF-urilor, îndatoriri cum ar fi furnizarea de liste cu persoanele care au acces la informații privilegiate și notificarea tranzacțiilor efectuate de personalul de conducere.

• **Obținerea și utilizarea expertizei**

La 14 noiembrie 2017, serviciile Comisiei au organizat un atelier tehnic la care au participat aproximativ 25 de reprezentanți ai burselor de valori din 27 de state membre. Scopul atelierului a fost discutarea dispozițiilor tehnice și a posibilelor simplificări ale cadrului de reglementare privind accesul IMM-urilor la piețele publice, în vederea pregătirii consultării

publice din 2017 privind „Crearea unui mediu de reglementare proporțional care să sprijine cota IMM-urilor pe piețele publice”.

Majoritatea participanților au susținut că Regulamentul privind abuzul de piață a creat obligații costisitoare pentru IMM-urile emitente și a impus cerințe stricte, cu toate că joacă un rol important pentru încrederea investitorilor. Respondenții au menționat, printre motivele acestei sarcini excesive, natura informațiilor privilegiate și nivelul de detaliu cerut pentru divulgarea informațiilor respective. Dificultatea de a identifica în mod clar care sunt informațiile considerate privilegiate a fost menționată ca fiind problematică de către unii participanți. Alte câteva părți interesate au criticat faptul că sancțiunile aplicabile în temeiul Regulamentului privind abuzul de piață nu sunt proporționale cu dimensiunea întreprinderilor cotate în cadrul sistemelor multilaterale de tranzacționare, care au adesea o capitalizare bursieră mai mică de 10 milioane EUR. În ceea ce privește listele persoanelor care au acces la informații privilegiate, câțiva participanți au subliniat că exceptarea introdusă pentru piețele de creștere pentru IMM-uri nu produce efectul scontat, deoarece emitenții sunt obligați în continuare să furnizeze astfel de liste *ex post* și să dispună de procese în acest sens. Multe părți interesate și-au exprimat nemulțumirea în legătură cu termenele stricte impuse personalului de conducere pentru a notifica tranzacțiile efectuate, susținând că termenul de trei zile ar trebui să fie prelungit până la cinci zile sau că ar trebui ca emitenților să le fie acordate două zile suplimentare pentru a divulga informațiile respective. Unele părți interesate au explicat, de asemenea, că tranzacțiile efectuate de personalul de conducere ar trebui să fie notificate numai atunci când sunt semnificative, cu alte cuvinte, atunci când au o valoare mai mare decât pragul actual (de 5 000 EUR). Trei locuri de tranzacționare au fost de acord, de asemenea, cu faptul că normele din Regulamentul privind abuzul de piață nu ar trebui să se aplice în egală măsură întreprinderilor care emit titluri de capital și celor care emit numai instrumente de datorie. În sfârșit, un participant a explicat că, întrucât majoritatea obligațiunilor emise de IMM-uri sunt plasate privat, exceptarea plasamentelor private de la normele privind activitățile de sondare a pieței ar reprezenta o reală simplificare.

S-a menționat că participanții la piață ar dori mai multă claritate cu privire la contractele de furnizare de lichidități, având în vedere importanța acestora pentru brokeri și societăți. Câteva părți interesate au explicat că practicile de piață acceptate cu privire la furnizarea de lichidități nu ar trebui eliminate, pledând pentru certitudine juridică cu privire la această chestiune.

La 28 noiembrie 2017, serviciile Comisiei au organizat un alt atelier tehnic, care a reunit aproximativ 30 de reprezentanți ai emitenților, ai investitorilor, ai brokerilor și ai altor intermediari financiari.

Marea majoritate a părților interesate au fost de acord că aplicarea Regulamentului privind abuzul de piață impune costuri semnificative pentru IMM-uri. Unele dintre acestea au sugerat ca Regulamentul privind abuzul de piață să fie abandonat întru totul în ceea ce privește piețele dedicate IMM-urilor, sau ca legislația să revină la regimul anterior Regulamentului privind abuzul de piață, întrucât noul regim determină adesea întreprinderile să încerce să își retragă acțiunile de piață. Părțile interesate au menționat că exceptarea, prevăzută de Regulamentul privind abuzul de piață, de la obligația de a menține și actualiza o listă a persoanelor care au acces la informații privilegiate are o utilitate limitată, întrucât autoritatea națională competentă îi poate solicita în continuare unei societăți să furnizeze o cantitate excesivă de informații, iar emitenții mai mici întâmpină dificultăți în a da curs unor astfel de solicitări. Unii participanți au subliniat, totuși, că utilizarea abuzivă a informațiilor privilegiate reprezintă un risc important și poate submina încrederea investitorilor. Prin urmare, menținerea cel puțin a secțiunii permanente a listei persoanelor care au acces la informații privilegiate ar părea o abordare echilibrată. În ceea ce privește tranzacțiile efectuate de personalul de conducere, numeroși respondenți au afirmat că prelungirea termenului de trei

zile pentru notificarea pieței nu ar pune în pericol protecția investitorilor. Câteva părți interesate au afirmat că 20 000 EUR ar reprezenta un prag mai proporțional pentru divulgarea tranzacțiilor efectuate de personalul de conducere, deși acesta ar putea fi majorat chiar mai mult fără a compromite integritatea pieței. Alte părți interesate au susținut că impunerea obligației ca autoritatea națională competentă să facă publice tranzacțiile efectuate de personalul de conducere ar atenua sarcinile impuse emitenților. Unii participanți au susținut că transferurile cotațiilor de pe o piață de creștere pentru IMM-uri către o piață reglementată ar trebui să fie stimulate prin introducerea unui prospect mai puțin împovărat.

• **Evaluarea impactului**

Prezenta propunere este însoțită de o evaluare a impactului care a fost prezentată la 19 martie 2018 și aprobată - cu rezerve - de Comitetul de analiză a reglementării la 22 aprilie 2018.

Comitetul de analiză a reglementării a solicitat modificarea proiectului de evaluare a impactului pentru a clarifica: (i) justificarea inițiativei din punctul de vedere al subsidiarității; (ii) modul în care a fost determinat domeniul de aplicare al inițiativei (în ceea ce privește măsurile care urmau să fie incluse și modul în care evaluarea impactului a grupat măsurile respective pe opțiuni); (iii) modul în care opțiunile preferate ar afecta protecția investitorilor. Comentariile formulate de comitet au fost abordate și integrate în versiunea finală a evaluării impactului.

În evaluarea impactului se analizează mai multe opțiuni de politică pentru realizarea dublului obiectiv de a reduce sarcina administrativă impusă emitenților de pe piețele de creștere pentru IMM-uri și de a stimula lichiditatea instrumentelor de capital cotate în cadrul acestor locuri de tranzacționare, menținând, în același timp, un nivel ridicat de protecție a investitorilor și de integritate a pieței.

Comisia a efectuat o analiză a problemelor care pot afecta oferta de instrumente financiare pe piețele de creștere pentru IMM-uri, precum și cererea de astfel de instrumente (în special problema lichidității, care poate descuraja investitorii să investească pe piețele respective). Evaluarea impactului descrie trei factori care explică aceste probleme: 1) sarcina de reglementare impusă IMM-urilor cotate care decurge din aplicarea Regulamentului privind abuzul de piață, 2) definirea inadecvată a piețelor de creștere pentru IMM-uri și 3) lipsa unor mecanisme de promovare a tranzacțiilor și a lichidității pe piețele de creștere pentru IMM-uri.

Ar trebui remarcat faptul că unele dintre aceste probleme decurg din aplicarea normelor MiFID II de nivelul 2 și vor fi abordate prin modificări separate ale Regulamentului delegat (UE) 2017/565 al Comisiei.

Tabelul de mai jos prezintă o sinteză a diferitelor simplificări acordate emitenților de pe piețele de creștere pentru IMM-uri (în temeiul Regulamentului privind abuzul de piață și al Regulamentului privind prospectul) și a măsurilor care vizează stimularea lichidității acțiunilor emise de IMM-uri, precum și a efectelor acestora asupra părților interesate relevante.

Opțiunile de politică preferate	Impactul asupra piețelor/sectoarelor relevante
Opțiunile preferate în temeiul Regulamentului privind abuzul de piață	
Adoptarea unui nou termen pentru publicarea tranzacțiilor efectuate de personalul de conducere (2 zile de la data notificării de către	S-ar reduce astfel sarcina administrativă impusă piețelor de creștere pentru IMM-uri, prin asigurarea faptului că acestea au la dispoziție suficient timp pentru a publica tranzacțiile efectuate de personalul de conducere.

personalul de conducere)	Integritatea pieței ar trebui să fie afectată foarte puțin sau deloc de schimbarea momentului de la care începe să curgă termenul.
Obligația de a menține o listă a „persoanelor care au acces permanent la informații privilegiate”	S-ar reduce astfel sarcinile impuse emitenților, prin evitarea cheltuielilor ocazionate de redactarea unei liste <i>ad hoc</i> a persoanelor care au acces la fiecare informație privilegiată. Impactul asupra capacității autorităților naționale competente de a detecta utilizarea abuzivă a informațiilor privilegiate ar fi minim, deoarece în practică se întâmplă rar ca autoritățile să se bazeze pe listele persoanelor care au acces la informații privilegiate.
Justificarea amânării publicării informațiilor privilegiate să fie prezentată doar la cerere (fără obligația de a păstra o evidență a publicării)	S-ar reduce astfel sarcina administrativă impusă emitenților de pe piețele de creștere pentru IMM-uri, prin exceptarea acestora de la obligația de a păstra în evidență o listă lungă de informații (evidența publicării). Impactul asupra integrității pieței ar fi minim, întrucât autoritățile naționale competente ar fi anunțate în continuare în caz de întârziere și ar fi în măsură să solicite o justificare (elaborată <i>ex post</i> de către emitenți).
Exceptarea plasamentelor private de obligațiuni adresate investitorilor instituționali de la regimul de sondare a pieței în cazul în care există o procedură alternativă de divulgare restrânsă a informațiilor privilegiate (<i>wall-crossing</i>)	S-ar reduce astfel sarcinile administrative impuse atât emitenților (și persoanelor care acționează în numele acestora), cât și investitorilor, și s-ar facilita emiterea de plasamente private. O procedură alternativă de <i>wall-crossing</i> ar garanta faptul că toate părțile implicate sunt conștiente de obligațiile lor în ceea ce privește divulgarea informațiilor privilegiate.
Crearea unui regim european pentru contractele de furnizare de lichidități destinate emitenților de titluri de capital pe piețele de creștere pentru IMM-uri, permițând în același timp autorităților naționale să stabilească practici de piață acceptate	S-ar îmbunătăți astfel lichiditatea și s-ar reduce volatilitatea acțiunilor IMM-urilor, ceea ce ar spori atractivitatea pentru investitori, intermediari și burse de valori a piețelor de creștere pentru IMM-uri.
Opțiunile preferate în temeiul Regulamentului privind prospectul	
Crearea unui „prospect de transfer” simplificat pentru emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri cotați de cel puțin trei ani care doresc să avanseze la piețe reglementate	S-ar facilita astfel transferul întreprinderilor de pe piețele de creștere pentru IMM-uri către piețele reglementate, prin acordarea posibilității ca acestea să elaboreze un prospect simplificat.

De asemenea, în evaluarea impactului se constată că, din motive de coerență, simplitate și claritate, atât pentru investitori cât și pentru emitenți, ar trebui ca simplificările introduse în temeiul Regulamentului privind abuzul de piață să li se aplice tuturor societăților cotate pe piețele de creștere pentru IMM-uri, și nu doar IMM-urilor cotate în cadrul acestor locuri de tranzacționare.

În evaluarea impactului se concluzionează că „pachetul” de măsuri propus (format din prezenta propunere de regulament de tip omnibus și modificările specifice ale normelor MiFID II de nivelul 2 avute în vedere) va contribui la obiectivul general al uniunii pieței de capital de a facilita accesul la piețele de capital pentru societățile mai mici. Acest pachet de măsuri va sprijini societățile cotate pe piețele de creștere pentru IMM-uri, prin reducerea sarcinii administrative impuse acestora și prin asigurarea unui grad mai mare de lichiditate. Cu toate acestea, în evaluarea impactului se subliniază, de asemenea, că măsurile de reglementare incluse în prezenta inițiativă nu ar avea un impact covârșitor asupra situației întreprinderilor mici care iau în considerare posibilitatea cotării.

- **Caracterul adecvat al reglementărilor și simplificarea**

Prezenta inițiativă urmărește, printre altele, să diminueze costurile de conformare pentru emitenții pe piețele de creștere pentru IMM-uri. Acest lucru este valabil pentru modificările avute în vedere în privința Regulamentului privind abuzul de piață, care ar conduce la o reducere a costurilor estimată între 4,03 și 9,32 milioane EUR pe an. Aceasta ar reprezenta, pentru fiecare emitent, o reducere cu 15-17,5 % a costurilor care decurg din aplicarea Regulamentului privind abuzul de piață. Crearea unui „prospect de transfer” care să le permită emitenților să treacă de la o piață de creștere pentru IMM-uri la o piață reglementată ar permite economii de costuri estimate între 4,8 și 7,2 milioane EUR pe an. Un astfel de „prospect de transfer” ar reduce cu 25-28,5 % costurile ocazionate de elaborarea acestui document.

- **Drepturile fundamentale**

Viitoarele măsuri legislative trebuie să fie conforme cu drepturile fundamentale relevante consacrate în Carta drepturilor fundamentale a UE. Propunerea respectă drepturile fundamentale și principiile recunoscute în Cartă, în special libertatea de a desfășura o activitate comercială (articolul 16) și dreptul la protecția consumatorilor (articolul 38). Întrucât prezenta inițiativă vizează reducerea sarcinilor administrative impuse micilor emitenți, ar trebui să contribuie la garantarea libertății de a desfășura o activitate comercială. Modificările preconizate ale Regulamentului privind abuzul de piață și ale Regulamentului privind prospectul nu ar trebui să aibă niciun impact asupra nivelului de protecție a consumatorilor, întrucât aceste modificări specifice sunt formulate într-un mod care va menține un nivel ridicat al integrității pieței și al protecției investitorilor.

4. IMPLICAȚIILE BUGETARE

Prezenta inițiativă nu ar trebui să aibă un impact semnificativ asupra bugetului UE.

5. ALTE ELEMENTE

- **Planuri de punere în aplicare și măsuri de monitorizare, evaluare și raportare**

Monitorizarea impactului noului regulament va fi efectuată de către Comisie. Principalii parametri de măsurare a eficacității prezentului regulament în ceea ce privește realizarea obiectivelor declarate (de exemplu, reducerea sarcinii administrative și creșterea lichidității) vor fi:

- (1) Impactul asupra emitenților de pe piețele de creștere pentru IMM-uri și asupra operatorilor de piață
 - (a) Numărul de piețe de creștere pentru IMM-uri înregistrate
 - (b) Numărul de cotări și capitalizarea de piață de pe piețele de creștere pentru IMM-uri
 - (c) Numărul și dimensiunea ofertelor publice inițiale și ale ofertelor inițiale de obligațiuni de pe piețele de creștere pentru IMM-uri
 - (d) Numărul și dimensiunea ofertelor publice inițiale și ale ofertelor inițiale de obligațiuni lansate de IMM-urile europene în țări terțe
 - (e) Raportul dintre finanțarea externă bancară și finanțarea externă bazată pe piața de capital a IMM-urilor
 - (f) Numărul și volumul plasamentelor private de obligațiuni cotate adresate investitorilor instituționali
 - (g) Numărul de „prospecte de transfer”
- (2) Impactul asupra lichidității pe piețele de creștere pentru IMM-uri
 - (a) Numărul contractelor de furnizare de lichidități încheiate de emitenți
 - (b) Volumele tranzacțiilor (calibrate în funcție de numărul de cotări în cadrul fiecărui loc de tranzacționare)
 - (c) Valoarea medie a titlurilor liber tranzacționabile
 - (d) Valoarea medie a marjei de licitație a cotațiilor
 - (e) Lichiditatea medie „at touch”
 - (f) Adâncimea medie a pieței
 - (g) Durata medie a executării ordinelor
 - (h) Volatilitatea medie zilnică

Această listă de indicatori nu este exhaustivă și poate fi extinsă pentru a include și monitorizarea altor efecte. De exemplu, se pot utiliza indicatori suplimentari pentru a evalua eficacitatea celorlalte acțiuni fără caracter normativ care fac parte din pachetul mai cuprinzător privind promovarea cotării IMM-urilor. Trebuie remarcat, de asemenea, faptul că nu sunt stabilite obiective cantitative concrete pentru niciunul dintre indicatorii enumerați. Dat fiind că există o multitudine de factori care vor afecta substanțial indicatorii, dar care nu sunt abordați de prezenta inițiativă, eficacitatea inițiativei ar trebui să fie evaluată mai degrabă pe baza direcției în care evoluează indicatorii.

Pentru calcularea multor indicatori ar fi nevoie de contribuții și de date din partea statelor membre, a autorităților naționale competente, a Autorității Europene pentru Valori Mobiliare și Piețe (ESMA) și a operatorilor de piață. Acest lucru este valabil mai ales în cazul indicatorilor privind lichiditatea.

- **Explicații detaliate cu privire la dispozițiile specifice ale propunerii**
 - (a) Modificări aduse Regulamentului privind abuzul de piață

Exceptarea plasamentelor private de obligațiuni adresate investitorilor calificați de la regimul de sondare a pieței

Pentru a favoriza dezvoltarea piețelor pentru plasamente private de obligațiuni, Comisia propune o modificare a regimului de sondare a pieței prevăzut la articolul 11 din Regulamentul privind abuzul de piață. În prezent, un plasament privat de obligațiuni adresat investitorilor calificați (cu alte cuvinte, o ofertă publică de obligațiuni care este adresată exclusiv investitorilor calificați, astfel cum sunt definiți în Regulamentul privind prospectul) poate face obiectul regimului de sondare a pieței. Motivul este faptul că o astfel de emisiune poate avea un efect asupra bonității unui emitent care are deja titluri de valoare (de exemplu, acțiuni sau obligațiuni) admise la tranzacționare într-un loc de tranzacționare și, prin urmare, poate constitui o informație privilegiată.

Modificarea tehnică a articolului 11 din Regulamentul privind abuzul de piață va avea drept scop clarificarea faptului că transmiterea de informații către potențialii investitori calificați cu care sunt negociate toate clauzele unei tranzacții cu obligațiuni plasate privat (inclusiv clauzele contractuale) nu va face obiectul regimului de sondare a pieței. Această exceptare va fi disponibilă în cazul în care (i) instrumentele financiare de capital sau de alt tip ale emitentului care dorește să realizeze un plasament privat de obligațiuni sunt deja admise la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri și (ii) există o procedură alternativă de *wall-crossing*²⁰, prin care orice potențial investor calificat recunoaște obligațiile stabilite prin norme care decurg din accesul la informații privilegiate. Această procedură alternativă de *wall-crossing* ar putea lua forma unui acord de confidențialitate.

Contractul de furnizare de lichidități pentru emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri

În conformitate cu modificările aduse articolului 13 din Regulamentul privind abuzul de piață, emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri vor avea posibilitatea de a încheia un „contract de furnizare de lichidități” cu un intermediar financiar căruia îi va reveni sarcina de a îmbunătăți lichiditatea acțiunilor emitentului. Acest lucru va fi permis chiar și în cazul în care autoritatea națională competentă din statul în care este situată piața de creștere pentru IMM-uri nu a stabilit o practică de piață acceptată cu privire la contractele de furnizare de lichidități în conformitate cu articolul 13 din Regulamentul privind abuzul de piață.

Această posibilitate va fi supusă următoarelor trei condiții: (i) contractul de furnizare de lichidități trebuie să îndeplinească condițiile prevăzute la articolul 13 alineatul (2) și condițiile stabilite prin standardele tehnice de punere în aplicare ce urmează să fie elaborate de către Autoritatea europeană pentru valori mobiliare și piețe; (ii) furnizorul de lichiditate ar trebui să fie o firmă de investiții autorizată în conformitate cu MiFID II și un membru al pieței de creștere pentru IMM-uri pe care sunt admise la tranzacționare acțiunile emitentului; și (iii) operatorul de piață sau firma de investiții care operează piața de creștere pentru IMM-uri trebuie să fie informat(ă) cu privire la încheierea unui contract de furnizare de lichidități și să fie de acord cu clauzele și condițiile acestuia. Aceste condiții ar trebui să fie îndeplinite în orice moment, iar autoritatea națională competentă ar trebui să poată solicita o copie a contractului de furnizare de lichidități emitentului sau firmei de investiții care acționează în calitate de furnizor de lichidități.

Autoritatea europeană pentru valori mobiliare și piețe va fi împuternicită să elaboreze standarde tehnice de punere în aplicare care să prevadă un model de contract de furnizare de lichidități. Aceste standarde tehnice de punere în aplicare vor stabili cerințele pe care

²⁰ Procedura de *wall-crossing* este acțiunea prin care unei persoane i se pun la dispoziție informații privilegiate.

contractele de furnizare de lichidități vor trebui să le respecte pentru a fi legale în toate statele membre.

Această nouă dispoziție nu va împiedica statele membre să adopte o practică de piață acceptată în conformitate cu articolul 13, să adapteze contractele de furnizare de lichidități la condițiile locale sau să extindă domeniul de aplicare al contractelor de furnizare de lichidități la alte entități decât emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri (de exemplu, pentru titlurile de valoare nelichide cotate pe piețele reglementate).

Justificarea amânării publicării informațiilor privilegiate

Obiectivul acestei modificări a articolului 17 din Regulamentul privind abuzul de piață este de a diminua obligațiile impuse emitenților de pe piețele de creștere pentru IMM-uri în cazul în care aceștia decid să amâne publicarea informațiilor privilegiate.

Conform modificării, emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri vor fi în continuare obligați să notifice orice astfel de întârziere autorității naționale competente. Cu toate acestea, emitenții în cauză nu vor fi obligați să justifice motivele întârzierii decât la solicitarea autorității naționale competente (în loc să facă acest lucru în toate situațiile). În plus, emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri ar fi scutiți de obligația de a menține în permanență lista cu informații detaliate pentru a justifica întârzierea [astfel cum prevede în prezent Regulamentul de punere în aplicare (UE) 2016/1055 al Comisiei]. Justificarea va fi elaborată *ex post* dacă și în momentul în care emitentul primește o solicitare din partea autorității naționale competente.

Listele persoanelor care au acces la informații privilegiate pentru piețele de creștere pentru IMM-uri

În conformitate cu articolul 18 alineatul (6) din Regulamentul privind abuzul de piață, emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri nu sunt obligați să mențină în permanență liste ale persoanelor care au acces la informații privilegiate, atât timp cât (i) emitentul adoptă toate măsurile rezonabile pentru a se asigura că orice persoană care are acces la informații privilegiate are cunoștință de obligațiile stabilite prin lege sau norme și de sancțiunea aplicabilă și (ii) emitentul poate furniza autorității naționale competente, la cerere, lista persoanelor care au acces la informații privilegiate.

Această modificare propune înlocuirea actualei simplificări prevăzute de Regulamentul privind abuzul de piață pentru emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri printr-o „listă a persoanelor care au acces permanent la informații privilegiate”, mai puțin împovărătoare. O astfel de listă ar fi mai ușor de elaborat de către IMM-uri, oferind, în același timp, informațiile necesare pentru investigațiile autorităților naționale competente cu privire la cazurile de utilizare abuzivă a informațiilor privilegiate. Această listă „a persoanelor care au acces permanent la informații privilegiate” ar include toate persoanele care au acces regulat la informații privilegiate legate de emitent datorită funcției lor în cadrul emitentului (de exemplu, de membru al organelor administrative, de conducere și de supraveghere) sau datorită postului lor (directorii executivi care au capacitatea de a lua decizii de conducere care afectează evoluția viitoare și perspectivele de afaceri ale emitenților și personalul administrativ care dispune de acces regulat la informații privilegiate). Această simplificare va fi acordată numai emitenților de pe piețele de creștere pentru IMM-uri, fără a aduce atingere obligațiilor persoanelor care acționează în numele sau în contul acestora (cum ar fi contabilii, avocații, agențiile de rating etc.) de a elabora, actualiza și pune la dispoziția autorității naționale competente, la cerere, propriile liste cu persoanele care au acces la informații privilegiate, în conformitate cu articolul 18 alineatele (1)-(5).

Tranzacțiile efectuate de personalul de conducere al emitenților de pe piețele de creștere pentru IMM-uri

În prezent, persoanele care exercită responsabilități de conducere și persoanele care au o legătură strânsă cu acestea declară tranzacțiile pe care le efectuează autorității naționale competente și emitentului în termen de trei zile de la data tranzacției. În același timp, emitentul divulgă informațiile pe piață în termen de cel mult trei zile de la data tranzacției. Respondenții la consultarea publică au subliniat imposibilitatea tehnică de a respecta termenul de trei zile pentru notificare în cazul în care emitentul primește cu întârziere informațiile de la personalul de conducere, deoarece perioada de trei zile acoperă atât declarația transmisă emitentului de persoanele care exercită responsabilități de conducere și de persoanele care au o legătură strânsă cu acestea, cât și divulgarea făcută de emitent pe piață.

În conformitate cu această modificare, persoanele care exercită responsabilități de conducere și persoanele care au o legătură strânsă cu emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri ar fi obligate să informeze emitentul și autoritatea națională competentă în termen de trei zile lucrătoare. Ulterior, după notificarea efectuată de către persoanele care exercită responsabilități de conducere și persoanele care au o legătură strânsă cu acestea, emitentul va avea la dispoziție un termen suplimentar de două zile pentru divulgarea informațiilor către public.

(b) Modificarea adusă Regulamentului privind prospectul

Prospectul de transfer

Emitenții care sunt cotați pentru o anumită perioadă de timp pe o piață de creștere pentru IMM-uri au obligația de a elabora un prospect integral atunci când doresc să avanseze la o piață reglementată. Motivul este că nu există niciun prospect simplificat (precum „prospectul UE pentru creștere” sau prospectul simplificat pentru emisiuni secundare) disponibil într-o astfel de situație. Această modificare a Regulamentului privind prospectul ar crea un „prospect de transfer” simplificat pentru societățile cotate de cel puțin trei ani pe o piață de creștere pentru IMM-uri care doresc să treacă la o piață reglementată. Emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri fac obiectul cerințelor de divulgare continuă prevăzute în Regulamentul privind abuzul de piață și al normelor operatorului pieței de creștere pentru IMM-uri, astfel cum se prevede în Directiva 2014/65/UE. Ca atare, aceștia le oferă investitorilor multe informații. Ar trebui, prin urmare, ca într-o astfel de situație emitenții să aibă la dispoziție un prospect de transfer (bazat pe prospectul simplificat pentru emisiunile secundare prevăzut în Regulamentul privind prospectul). Acest prospect ar urma să fie disponibil atunci când emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri urmăresc (i) ca titlurile lor de valoare să fie admise la tranzacționare pe o piață reglementată sau (ii) atât admiterea la tranzacționare, cât și o nouă ofertă de titluri de valoare pe o piață reglementată.

Propunere de

REGULAMENT AL PARLAMENTULUI EUROPEAN ȘI AL CONSILIULUI**de modificare a Regulamentelor (UE) nr. 596/2014 și (UE) 2017/1129 în ceea ce privește promovarea utilizării piețelor de creștere pentru IMM-uri**

(Text cu relevanță pentru SEE)

PARLAMENTUL EUROPEAN ȘI CONSILIUL UNIUNII EUROPENE,
 având în vedere Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene, în special articolul 114,
 având în vedere propunerea Comisiei Europene,
 după transmiterea proiectului de act legislativ către parlamentele naționale,
 având în vedere avizul Băncii Centrale Europene¹,
 având în vedere avizul Comitetului Economic și Social European²,
 hotărând în conformitate cu procedura legislativă ordinară³,
 întrucât:

- (1) Inițiativa privind uniunea piețelor de capital vizează reducerea dependenței de împrumuturile bancare, diversificarea surselor de finanțare bazate pe piață pentru toate întreprinderile mici și mijlocii („IMM-urile”) și promovarea emiterii de obligațiuni și acțiuni de către IMM-uri pe piețele publice. Societățile stabilite în Uniune care doresc să mobilizeze capital în cadrul locurilor de tranzacționare se confruntă cu costuri punctuale și permanente ridicate legate de divulgarea informațiilor și de conformare, care le pot descuraja de la bun început să solicite admiterea la tranzacționare în locuri de tranzacționare din Uniune. În plus, acțiunile emise de IMM-uri în locurile de tranzacționare din Uniune tind să fie afectate de o lichiditate mai redusă și de o volatilitate sporită, care măresc costul capitalului, transformându-l într-o sursă de finanțare prea oneroasă.
- (2) Directiva 2014/65/UE a Parlamentului European și a Consiliului⁴ a creat o nouă categorie de locuri de tranzacționare, și anume piețele de creștere pentru IMM-uri, un subgrup al sistemelor multilaterale de tranzacționare („MTF”), cu scopul de a facilita accesul la capital al IMM-urilor și dezvoltarea în continuare a piețelor specializate menite să răspundă nevoilor emitenților din categoria IMM-urilor. De asemenea, Directiva 2014/65/UE a anticipat faptul că *„accentul ar trebui pus pe modul în care viitoarea reglementare ar trebui să stimuleze și să promoveze în continuare folosirea acestei piețe pentru a deveni mai atractivă pentru investitori și să ofere o reducere a*

¹ JO C [...], [...], p. [...].

² JO C , , p. .

³ Poziția Parlamentului European din... (JO ...) și decizia Consiliului din...

⁴ Directiva 2014/65/UE a Parlamentului European și a Consiliului din 15 mai 2014 privind piețele instrumentelor financiare și de modificare a Directivei 2002/92/CE și a Directivei 2011/61/UE (JO L 173, 12.6.2014, p. 349).

poverii administrative, precum și stimulente suplimentare pentru ca IMM-urile să aibă acces la piețele de capital prin piețe de creștere pentru IMM-uri”.

- (3) Cu toate acestea, s-a observat că emitenții admiși la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri beneficiază de relativ puține simplificări în materie de reglementare comparativ cu emitenții admiși la tranzacționare în sistemele multilaterale de tranzacționare sau pe piețele reglementate. Cea mai mare parte a obligațiilor prevăzute în Regulamentul (UE) nr. 596/2014 al Parlamentului European și al Consiliului⁵ li se aplică în același mod tuturor emitenților, indiferent de dimensiunea lor sau de locul de tranzacționare în care sunt admise la tranzacționare instrumentele lor financiare. Acest grad scăzut de diferențiere între emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri și emitenții din sistemele multilaterale de tranzacționare descurajează MTF-urile să solicite înregistrarea ca piețe de creștere pentru IMM-uri, lucru demonstrat de popularitatea scăzută de care s-au bucurat până în prezent piețele de creștere pentru IMM-uri. Prin urmare, trebuie introduse simplificări suplimentare pentru a promova în mod corespunzător utilizarea piețelor de creștere pentru IMM-uri.
- (4) Atractivitatea piețelor de creștere pentru IMM-uri ar trebui îmbunătățită printr-o reducere și mai mare a costurilor de conformare și a sarcinilor administrative cu care se confruntă emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri. În vederea menținerii celor mai înalte standarde de conformare pe piețele reglementate, simplificările prevăzute în prezentul regulament ar trebui să fie acordate numai societăților cotate pe piețele de creștere pentru IMM-uri, chiar dacă nu toate IMM-urile sunt cotate pe piețe de creștere pentru IMM-uri și nu toate societățile cotate pe piețele de creștere pentru IMM-uri sunt IMM-uri. Conform Directivei 2014/65/UE, este posibil ca până la 50 % din societățile admise la tranzacționare pe piețele de creștere pentru IMM-uri să nu fie IMM-uri, pentru a se menține profitabilitatea modelului de afaceri al piețelor de creștere pentru IMM-uri, printre altele datorită lichidității titlurilor de valoare care nu sunt emise de IMM-uri. Având în vedere riscurile pe care le implică aplicarea unor seturi diferite de norme emitenților admiși în locuri de tranzacționare din aceeași categorie, respectiv cea a piețelor de creștere pentru IMM-uri, modificările prevăzute în prezentul regulament nu ar trebui să li se aplice doar emitenților care sunt IMM-uri. Pentru a se asigura consecvența pentru emitenți și claritatea pentru investitori, simplificarea costurilor de conformare și a sarcinilor administrative ar trebui să li se aplice tuturor emitenților de pe piețele de creștere pentru IMM-uri, indiferent de capitalizarea bursieră a acestora. Aplicarea aceluiași set de norme tuturor emitenților garantează, de asemenea, faptul că întreprinderile nu sunt penalizate pentru că sunt în creștere și nu mai sunt IMM-uri.
- (5) În conformitate cu articolul 11 din Regulamentul (UE) nr. 596/2014, activitatea de sondare a pieței cuprinde comunicarea de informații către unul sau mai mulți investitori, înainte de anunțarea unei tranzacții, pentru a trezi interesul unor potențiali investitori față de o posibilă tranzacție și de condițiile aferente, precum volumul potențial sau prețul. În cursul etapei de negociere a unui plasament privat de obligațiuni, emitenții pe piețe de creștere pentru IMM-uri intră în discuții cu un grup limitat de potențiali investitori calificați [astfel cum sunt definiți în Regulamentul

⁵ Regulamentul (UE) nr. 596/2014 al Parlamentului European și al Consiliului din 16 aprilie 2014 privind abuzul de piață (regulamentul privind abuzul de piață) și de abrogare a Directivei 2003/6/CE a Parlamentului European și a Consiliului și a Directivelor 2003/124/CE, 2003/125/CE și 2004/72/CE ale Comisiei (JO L 173, 12.6.2014, p. 1).

(UE) 2017/1129 al Parlamentului European și al Consiliului⁶] și negociază toate clauzele și condițiile contractuale ale tranzacției cu respectivii investitori calificați. Comunicarea de informații în etapa de negociere a unui plasament privat de obligațiuni are ca scop structurarea și finalizarea întregii tranzacții, și nu evaluarea interesului din partea unor potențiali investitori față de o tranzacție predefinită. Prin urmare, impunerea sondării pieței în cazul plasamentelor private de obligațiuni poate fi împovărătoare și poate descuraja atât emitenții, cât și investitorii să intre în discuții cu privire la astfel de tranzacții. Pentru a spori atractivitatea plasamentelor private de obligațiuni pe piețele de creștere pentru IMM-uri, ar trebui ca aceste tranzacții să fie excluse din domeniul de aplicare al regimului de sondare a pieței, cu condiția să existe un acord de confidențialitate corespunzător.

- (6) Un anumit grad de lichiditate a acțiunilor unui emitent poate fi obținut prin mecanisme de lichiditate precum sistemele de formare a pieței sau contractele de furnizare de lichidități. Un sistem de formare a pieței presupune existența unui contract între operatorul de piață și un terț care se angajează să mențină lichiditatea anumitor acțiuni și care beneficiază, în schimb, de reduceri ale comisioanelor de tranzacționare. Un contract de furnizare de lichidități presupune existența unui contract între un emitent și un terț care se angajează să asigure lichiditatea acțiunilor emitentului în numele acestuia. Pentru a se asigura că integritatea pieței este menținută pe deplin, contractele de furnizare de lichidități ar trebui să fie disponibile pentru toți emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri din Uniune, sub rezerva anumitor condiții. Nu toate autoritățile competente au stabilit, în temeiul articolului 13 din Regulamentul (UE) nr. 596/2014, practici de piață acceptate în legătură cu contractele de furnizare de lichidități, ceea ce înseamnă că nu toți emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri au acces în prezent la schemele de lichidități în Uniune. Această absență a schemelor de lichidități poate reprezenta un impediment pentru dezvoltarea efectivă a piețelor de creștere pentru IMM-uri. Prin urmare, este necesar să se creeze un cadru la nivelul Uniunii care să le permită emitenților de pe piețele de creștere pentru IMM-uri ca, în absența unei practici de piață acceptate stabilite la nivel național, să încheie un contract de furnizare de lichidități cu un furnizor de lichidități dintr-un alt stat membru. Cu toate acestea, cadrul Uniunii privind contractele de furnizare de lichidități pentru piețele de creștere pentru IMM-uri nu ar trebui să înlocuiască, ci mai degrabă să completeze practicile de piață acceptate existente sau viitoare. Autoritățile competente ar trebui să aibă în continuare posibilitatea de a stabili practici de piață acceptate privind contractele de lichiditate, pentru a adapta condițiile acestora la particularitățile locale sau a extinde aceste acorduri la titlurile de valoare nelichide, altele decât acțiunile cotate pe piețele de creștere pentru IMM-uri.
- (7) Pentru a se asigura o aplicare uniformă a cadrului Uniunii pentru contractele de furnizare de lichidități menționat în considerentul 6, ar trebui ca Regulamentul (UE) nr. 596/2014 să fie modificat pentru a se conferi Comisiei competența de a adopta standarde tehnice de punere în aplicare elaborate de Autoritatea europeană pentru valori mobiliare și piețe, prin care să se stabilească un model de utilizat la încheierea contractelor de acest tip. Comisia ar trebui să adopte standardele tehnice de punere în aplicare menționate prin intermediul unor acte de punere în aplicare în

⁶ Regulamentul (UE) 2017/1129 al Parlamentului European și al Consiliului din 14 iunie 2017 privind prospectul care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau al admiterii de valori mobiliare la tranzacționare pe o piață reglementată, și de abrogare a Directivei 2003/71/CE (JO L 168, 30.6.2017, p. 12).

temeiul articolului 291 din Tratat și în conformitate cu articolul 15 din Regulamentul (UE) nr. 1095/2010 al Parlamentului European și al Consiliului⁷.

- (8) În conformitate cu articolul 17 alineatul (4) din Regulamentul (UE) nr. 596/2014, emitenții pot decide să amâne publicarea informațiilor privilegiate în cazul în care interesele lor legitime ar putea fi prejudiciate. Cu toate acestea, emitenții sunt obligați să notifice acest fapt autorității competente și să ofere o explicație a motivelor care au stat la baza deciziei. Obligația impusă emitenților de pe piețele de creștere pentru IMM-uri să consemneze în scris motivele pentru care au decis să amâne publicarea poate fi împovărătoare. Se consideră că o cerință mai puțin restrictivă impusă emitenților de pe piețele de creștere pentru IMM-uri, care să prevadă obligația de a explica motivele amânării numai la solicitarea autorității competente, nu ar avea un impact semnificativ asupra capacității autorității competente de a monitoriza divulgarea informațiilor privilegiate, reducând în același timp în mod substanțial sarcina administrativă impusă emitenților de pe piețele de creștere pentru IMM-uri, cu condiția ca decizia de amânare să fie notificată în continuare autorităților competente, iar acestea să aibă posibilitatea de a deschide o investigație în cazul în care au îndoieli cu privire la decizia respectivă.
- (9) Cerințele mai puțin stringente aplicate în prezent emitenților de pe piețele de creștere pentru IMM-uri având ca obiect elaborarea, în conformitate cu articolul 18 alineatul (6) din Regulamentul (UE) nr. 596/2014, a unei liste cu persoanele care au acces la informații privilegiate numai la solicitarea autorității competente au efecte limitate în practică, întrucât respectivii emitenți sunt supuși în continuare monitorizării permanente a persoanelor despre care se consideră că au acces la informații privilegiate în contextul proiectelor în curs. Simplificarea existentă ar trebui să fie înlocuită, prin urmare, cu posibilitatea ca emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri să mențină numai o listă a persoanelor care au acces permanent la informații privilegiate, care ar trebui să includă persoanele care au acces permanent la informații privilegiate ca urmare a funcției sau postului ocupat în cadrul emitentului.
- (10) În temeiul articolului 19 alineatul (3) din Regulamentul (UE) nr. 596/2014, emitenții trebuie să facă publice, în termen de trei zile de la data tranzacției, tranzacțiile efectuate de persoanele care exercită responsabilități de conducere și de persoanele care au o legătură strânsă cu acestea. Același termen li se aplică persoanelor care exercită responsabilități de conducere și persoanelor care au o legătură strânsă cu acestea și în ceea ce privește obligația lor de a raporta emitentului tranzacțiile pe care le efectuează. În cazul în care emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri sunt informați cu întârziere de către persoanele care exercită responsabilități de conducere și persoanele care au o legătură strânsă cu acestea cu privire la tranzacțiile efectuate, respectivilor emitenți le este dificil din punct de vedere tehnic să respecte termenul de trei zile, ceea ce poate da naștere unor probleme legate de răspundere. Prin urmare, ar trebui ca emitenților de pe piețele de creștere pentru IMM-uri să li se permită să divulge tranzacțiile în termen de două zile de la data la care tranzacțiile în cauză au fost notificate de persoanele care exercită responsabilități de conducere sau de persoanele care au o legătură strânsă cu acestea.

⁷

Regulamentul (UE) nr. 1095/2010 al Parlamentului European și al Consiliului din 24 noiembrie 2010 de instituire a Autorității europene de supraveghere (Autoritatea europeană pentru valori mobiliare și piețe), de modificare a Deciziei nr. 716/2009/CE și de abrogare a Deciziei 2009/77/CE a Comisiei (JO L 331, 15.12.2010, p. 84).

- (11) Piețele de creștere pentru IMM-uri nu ar trebui să fie percepute ca o ultimă etapă în dezvoltarea emitenților; dimpotrivă, ar trebui ca acestea să le permită întreprinderilor de succes să crească și să se mute la un moment dat pe piețele reglementate, unde pot beneficia de o mai mare lichiditate și de un grup mai cuprinzător de investitori. Pentru a facilita tranziția de la o piață de creștere pentru IMM-uri la o piață reglementată, ar trebui ca întreprinderile în creștere să poată utiliza regimul de informare simplificată pentru a fi admise pe o piață reglementată, astfel cum este prevăzut la articolul 14 din Regulamentul (UE) 2017/1129 al Parlamentului European și al Consiliului, cu condiția ca întreprinderile respective să fi fost deja admise la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri timp de cel puțin trei ani. Această perioadă ar trebui să le permită emitenților să dispună de suficientă experiență și să furnizeze pieței informații cu privire la performanțele lor financiare și la cerințele de raportare în temeiul normelor prevăzute în Directiva 2014/65/UE.
- (12) În conformitate cu Regulamentul (CE) nr. 1606/2002 al Parlamentului European și al Consiliului⁸, emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri nu sunt obligați să își publice situațiile financiare în conformitate cu Standardele internaționale de raportare financiară. Cu toate acestea, pentru a se evita abaterea de la standardele aplicabile piețelor reglementate, emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri care ar dori să utilizeze regimul de informare simplificată în vederea transferului către o piață reglementată ar trebui să își întocmească cele mai recente situații financiare, inclusiv informațiile comparative pentru anul precedent, în conformitate cu Regulamentul respectiv.
- (13) Prin urmare, Regulamentele (UE) nr. 596/2014 și (UE) nr. 2017/1129 ar trebui modificate în consecință.
- (14) Modificările prevăzute de prezentul regulament ar trebui să înceapă să se aplice după 6 luni de la intrarea în vigoare a prezentului regulament, astfel încât operatorii tradiționali ai piețelor de creștere pentru IMM-uri să aibă la dispoziție suficient timp pentru a-și adapta normele,

ADOPTĂ PREZENTUL REGULAMENT:

Articolul 1

Modificări aduse Regulamentului (UE) nr. 596/2014

Regulamentul (UE) nr. 596/2014 se modifică după cum urmează:

- (1) la articolul 11, se introduce următorul alineat (1a):

„(1a) Atunci când o ofertă de titluri de valoare este adresată numai investitorilor calificați, astfel cum sunt definiți la articolul 2 litera (e) din Regulamentul (UE) 2017/1129 al Parlamentului European și al Consiliului*, comunicarea de informații către respectivii investitori calificați în scopul negocierii clauzelor și condițiilor contractuale ale participării acestora la o emisiune de obligațiuni efectuată de un emitent ale cărui instrumente financiare sunt admise la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri nu constituie o activitate de sondare a pieței și nu constituie o divulgare neautorizată a unor informații privilegiate. Emitentul în cauză se asigură că investitorii calificați care primesc informațiile au cunoștință de

⁸ Regulamentul (CE) nr. 1606/2002 al Parlamentului European și al Consiliului din 19 iulie 2002 privind aplicarea standardelor internaționale de contabilitate (JO L 243, 11.9.2002, p. 1).

obligățiile care le revin stabilite prin lege sau norme și recunosc în scris aceste obligații, precum și că aceștia sunt conștienți de sancțiunile aplicabile în cazul utilizării abuzive și al divulgării neautorizate a informațiilor privilegiate.

* Regulamentul (UE) 2017/1129 al Parlamentului European și al Consiliului din 14 iunie 2017 privind prospectul care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau al admiterii de valori mobiliare la tranzacționare pe o piață reglementată, și de abrogare a Directivei 2003/71/CE (JO L 168, 30.6.2017, p. 12).”.

(2) la articolul 13, se introduc următoarele alineate (12) și (13):

„(12) Un emitent ale cărui instrumente financiare sunt admise la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri este autorizat să încheie un contract de furnizare de lichidități pentru acțiunile sale dacă sunt îndeplinite următoarele condiții:

- (a) clauzele și condițiile contractului de furnizare de lichidități respectă criteriile prevăzute la articolul 13 alineatul (2) din prezentul regulament și din Regulamentul delegat (UE) 2016/908 al Comisiei**;
- (b) contractul de furnizare de lichidități este redactat în conformitate cu modelul menționat la alineatul (13);
- (c) furnizorul de lichidități este autorizat în mod corespunzător de către autoritatea competentă, în conformitate cu Directiva 2014/65/UE, și este înregistrat ca membru al pieței de către operatorul de piață sau firma de investiții care operează piața de creștere pentru IMM-uri;
- (d) operatorul de piață sau firma de investiții care operează piața de creștere pentru IMM-uri îi confirmă în scris emitentului că a primit o copie a contractului de furnizare de lichidități și că este de acord cu clauzele și condițiile contractului.

Emitentul menționat la primul paragraf din prezentul alineat trebuie să poată demonstra în orice moment că condițiile în care a fost încheiat contractul sunt îndeplinite în permanență. Emitentul respectiv și firma de investiții care operează piața de creștere pentru IMM-uri le furnizează autorităților competente relevante, la solicitarea acestora, o copie a contractului de furnizare de lichidități.

(13) În vederea asigurării unor condiții uniforme de aplicare a alineatului (12), ESMA elaborează proiecte de standarde tehnice de punere în aplicare prin care stabilește modelul care urmează să fie utilizat în scopul încheierii un contract de furnizare de lichidități pentru a asigura respectarea condițiilor prevăzute la articolul 13. ESMA transmite Comisiei aceste proiecte de standarde tehnice de punere în aplicare până la [...]. Comisia este împuternicită să adopte standardele tehnice de punere în aplicare menționate la primul paragraf în conformitate cu articolul 15 din Regulamentul (UE) nr. 1095/2010.

** Regulamentul delegat (UE) 2016/908 al Comisiei din 26 februarie 2016 de completare a Regulamentului (UE) nr. 596/2014 al Parlamentului European și al Consiliului prin stabilirea de standarde tehnice de reglementare în ceea ce privește criteriile, procedura și cerințele pentru stabilirea unei practici de piață acceptate, precum și cerințele pentru menținerea sa, încetarea sa sau modificarea condițiilor privind acceptarea sa (JO L 153, 10.6.2016, p. 3). ”.

(3) la articolul 17 alineatul (4) se adaugă următorul paragraf:

„Un emitent ale cărui instrumente financiare sunt admise la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri și care a decis să amâne publicarea informațiilor

privilegiat notifică această decizie autorității competente. Explicațiile pentru decizia de amânare trebuie puse la dispoziție numai la solicitarea autorității competente specificate în conformitate cu alineatul (3). Autoritatea competentă respectivă nu impune emitentului în cauză să țină o evidență a acestor explicații.”.

- (4) la articolul 18, alineatul (6) se înlocuiește cu următorul text:

„(6) Emitenții ale căror instrumente financiare sunt admise la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri sunt autorizați să includă în listele lor cu persoanele care au acces la informații privilegiate numai acele persoane care, datorită naturii funcției sau postului ocupat în cadrul emitentului, au acces regulat la informații privilegiate. Orice persoană care acționează în numele sau în contul unui emitent admis la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri face în continuare obiectul cerințelor prevăzute la alineatele (1)-(5).

Lista respectivă este pusă la dispoziția autorității competente la solicitarea acesteia.”.

- (5) La articolul 19 alineatul (3) primul paragraf se adaugă următoarea teză:

„Emitenții ale căror instrumente financiare sunt admise la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri dispun de două zile lucrătoare după primirea notificării menționate la alineatul (1) pentru a face publice informațiile cuprinse în notificarea respectivă.”.

Articolul 2

Modificări aduse Regulamentului (UE) nr. 2017/1129

Articolul 14 din Regulamentul (UE) 2017/1129 se modifică după cum urmează:

- (1) la alineatul (1) primul paragraf se adaugă următoarea literă (d):

„(d) emitenții care au fost admiși la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri timp de cel puțin trei ani și care solicită admiterea la tranzacționare a unor valori mobiliare existente sau noi pe o piață reglementată;”

- (2) la alineatul (2) al doilea paragraf se adaugă următoarea teză:

„În cazul emitenților menționați la alineatul (1) primul paragraf litera (d), cele mai recente situații financiare, cuprinzând informațiile comparative pentru anul precedent incluse în prospectul simplificat, sunt întocmite în conformitate cu Standardele internaționale de raportare financiară, astfel cum sunt aprobate de Uniune în temeiul Regulamentului (CE) nr. 1606/2002***.

*** Regulamentul (CE) nr. 1606/2002 al Parlamentului European și al Consiliului din 19 iulie 2002 privind aplicarea standardelor internaționale de contabilitate (JO L 243, 11.9.2002, p. 1). ”.

Articolul 3

Intrare în vigoare și aplicare

Prezentul regulament intră în vigoare în a douăzecea zi de la data publicării în *Jurnalul Oficial al Uniunii Europene*.

Se aplică de la 6 luni după intrarea în vigoare a prezentului regulament.

Prezentul regulament este obligatoriu în toate elementele sale și se aplică direct în toate statele membre.

Adoptat la Bruxelles,

Pentru Parlamentul European
Președintele

Pentru Consiliu
Președintele