

V Bruseli 30. mája 2018
(OR. en)

9402/18

**Medziinštitucionálny spis:
2018/0165 (COD)**

**EF 149
ECOFIN 500
CODEC 869**

NÁVRH

Od:	Jordi AYET PUIGARNAU, riaditeľ, v zastúpení generálneho tajomníka Európskej komisie
Dátum doručenia:	25. mája 2018
Komu:	Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, generálny tajomník Rady Európskej únie
Č. dok. Kom.:	COM(2018) 331 final
Predmet:	Návrh NARIADENIA EURÓPSKEHO PARLAMENTU A RADY ktorým sa menia nariadenia (EÚ) č. 596/2014 a (EÚ) 2017/1129, pokiaľ ide o podporu využívania rastových trhov MSP

Delegáciám v prílohe zasielame dokument COM(2018) 331 final.

Príloha: COM(2018) 331 final



EURÓPSKA
KOMISIA

V Bruseli 24. 5. 2018
COM(2018) 331 final

2018/0165 (COD)

Návrh

NARIADENIE EURÓPSKEHO PARLAMENTU A RADY

**ktorým sa menia nariadenia (EÚ) č. 596/2014 a (EÚ) 2017/1129, pokiaľ ide o podporu
využívania rastových trhov MSP**

(Text s významom pre EHP)

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

DÔVODOVÁ SPRÁVA

1. KONTEXT NÁVRHU

• Dôvody a ciele návrhu

Rozširovanie prístupu k trhovým zdrojom financovania pre európske spoločnosti v každej fáze ich rozvoja je ťažiskom únie kapitálových trhov (CMU). Od zavedenia akčného plánu únie kapitálových trhov dosiahla EÚ významný pokrok vo zvyšovaní zdrojov financovania pri postupnom rozširovaní spoločností a trhové financie sú širšie dostupné v rámci EÚ. Už sú zavedené nové pravidlá na posilnenie investícií európskeho fondu rizikového kapitálu (EuVECA) v startupoch a stredných spoločnostiach. Spolu s Európskym investičným fondom Komisia otvorila aj program celoeurópskeho fondu fondov rizikového kapitálu (VentureEU) na posilnenie investícií do inovatívnych startupov a scaleupov v rámci Európy. Už boli prijaté nové pravidlá týkajúce sa prospektov na podporu spoločností získavajúcich peniaze na verejných trhoch s kapitálovými a dlhovými nástrojmi. Pre menšie spoločnosti a spoločnosti so strednou trhovou kapitalizáciou, ktoré chcú získať peniaze v rámci EÚ, sa vytvára nový rastový prospekt EÚ. Okrem toho, s cieľom zlepšiť prístup k financiám pre startupy a podnikateľov Komisia navrhla európske označenie pre platformy kolektívneho financovania na investičnej a úverovej báze („európski poskytovatelia služieb kolektívneho financovania pre podnikanie“).

Treba však vyvinúť ďalšie úsilie na rozvoj prospešnejšieho regulačného rámca podporujúceho prístup malých a stredných podnikov (MSP) k verejnému financovaniu. Malo by sa to dosiahnuť najmä propagáciou označenia rastového trhu MSP vytvoreného smernicou o trhoch s finančnými nástrojmi II (MiFID II)¹ a dosiahnutím správnej rovnováhy medzi ochranou investorov a integritou trhu na jednej strane a odstránením zbytočného administratívneho zaťaženia na druhej strane.

V preskúmaní akčného plánu únie kapitálových trhov v polovici trvania² z júna 2017 Komisia posilnila zameranie na prístup MSP na verejné trhy. V tejto súvislosti sa Komisia zaviazala uverejniť „posúdenie vplyvu, v rámci ktorého preskúma, či by ciele zmeny príslušných právnych predpisov EÚ mohli viesť k vytvoreniu primeranejšieho regulačného prostredia, ktorým by sa mohlo podporiť kótovanie MSP na verejných trhoch“.

Novokótované malé a stredné podniky (MSP) sú kľúčovým motorom investícií a vytvárania pracovných miest. Nedávno kótované spoločnosti často prekonávajú spoločnosti v súkromnom vlastníctve z hľadiska ročného rastu a zvyšovania počtu zamestnancov. Kótované spoločnosti sú menej závislé od bankového financovania a využívajú diferenzikovanejšiu investičnú základňu, jednoduchší prístup k dodatočnému vlastnému kapitálu a dlhovému financovaniu (prostredníctvom sekundárnych ponúk) a vyšší verejný profil a uznanie značky.

Napriek výhodám však majú verejné trhy EÚ pre MSP ťažkosti s prilákaním nových emitentov. Počet prvotných verejných ponúk akcií na trhoch vyhradených pre MSP v Európskej únii prudko klesol po vypuknutí krízy a odvtedy sa významne nezvýšil. V dôsledku toho Európa produkuje len polovicu prvotných verejných ponúk akcií MSP v porovnaní s tými, ktoré generovala pred finančnou krízou (478 prvotných verejných ponúk akcií v priemere za rok v rokoch 2006 až 2007 v porovnaní s 218 v rokoch 2009 až 2017

¹ Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/65/EÚ z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi, ktorou sa mení smernica 2002/92/ES a smernica 2011/61/EÚ

² Oznámenie Komisie o preskúmaní akčného plánu únie kapitálových trhov v polovici trvania {[SWD(2017) 224 final] a [SWD(2017) 225 final] – 8. júna 2017}.

v multilaterálnych obchodných systémoch EÚ pre MSP). Medzi rokmi 2006 a 2007 sa ročne získalo v priemere 13,8 miliardy EUR v multilaterálnych obchodných systémoch určených pre MSP prostredníctvom prvotných verejných ponúk akcií. Táto suma klesla v priemere na 2,55 miliardy EUR od roku 2009 do roku 2017.

Rozhodnutie MSP ísť na verejné trhy a rozhodnutie investorov investovať do finančných nástrojov MSP ovplyvňujú mnohé faktory. Z posúdenia vplyvu³ vyplýva, že verejné trhy pre MSP čelia dvom skupinám problémov v oblasti regulácie: i) na strane ponuky emitenti čelia vysokým nákladom na dosiahnutie súladu, aby mohli kótovať na verejných trhoch, ii) na strane dopytu môže nedostatočná likvidita doliehať na emitentov (z dôvodu vyšších nákladov na kapitál), na investorov (ktorí sa môžu zdráhať investovať do MSP v prvom rade z dôvodu nízkych úrovní likvidity a súvisiacich rizík volatility) a na trhových sprostredkovateľov (ktorých obchodné modely sa opierajú o tok objednávok zákazníkov na likvidných trhoch).

Rozsah iniciatívy: rastové trhy MSP

Táto iniciatíva je prísne obmedzená na rastové trhy MSP⁴ a spoločnosti kótované na uvedených obchodných miestach. Rastové trhy MSP sú novou kategóriou multilaterálnych obchodných systémov (MTF), ktoré boli zavedené smernicou o trhoch s finančnými nástrojmi II v januári 2018.

Pri posudzovaní toho, či by emitenti MSP prijatí na obchodovanie na regulovaných trhoch mali využívať rovnocenné regulačné úľavy, bolo prijaté rozhodnutie o obmedzení príjemcov úľavy na emitentov prijatých na obchodovanie na rastových trhoch MSP. Požiadavky kladené na emitentov na regulovaných trhoch by sa mali uplatňovať podobným spôsobom bez ohľadu na veľkosť spoločnosti. Odlišné požiadavky pre MSP v porovnaní so spoločnosťami s vysokou trhovou kapitalizáciou by pravdepodobne miatli zainteresované strany (najmä investorov).

Súčasný regulačný kontext

Spoločnosti kótované na rastovom trhu MSP sú povinné dodržiavať určité pravidlá EÚ, najmä nariadenie o zneužívaní trhu⁵ (MAR) a nariadenie o prospekte⁶.

Od začiatku svojho uplatňovania 1. júla 2016 sa **nariadenie o zneužívaní trhu** rozšírilo na multilaterálne obchodné systémy vrátane rastových trhov MSP. Cieľom tohto nariadenia je zvýšiť integritu trhu a dôveru investorov. Zakazuje sa ním: i) zapojiť sa alebo sa pokúsiť o zapojenie do obchodovania s využitím dôverných informácií; ii) odporúčať, aby sa iná osoba zapojila do obchodovania s využitím dôverných informácií, alebo navádzať inú osobu, aby sa zapojila do obchodovania s využitím dôverných informácií; iii) neoprávnene zverejňovať dôverné informácie⁷; alebo iv) zapojiť sa do manipulácie s trhom alebo sa o to pokúsiť. Emitenti podľa nariadenia takisto podliehajú niekoľkým povinnostiam týkajúcim sa zverejnenia informácií a vedenia záznamov. Konkrétne sa na príslušných emitentov vzťahuje všeobecná povinnosť sprístupniť dôverné informácie verejnosti čo najskôr. Z hľadiska

³ Posúdenie vplyvu {SWD(2018) 243} a {SWD(2018) 244}

⁴ Aby boli splnené podmienky pre rastový trh MSP, najmenej 50 % emitentov, s ktorých finančnými nástrojmi sa obchoduje na rastovom trhu MSP, sú MSP vymedzené v smernici MiFID II ako spoločnosti s priemernou trhovou kapitalizáciou nižšou ako 200 miliónov EUR na základe koncoročných kotácií za predchádzajúce tri kalendárne roky.

⁵ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 596/2014 zo 16. apríla 2014 o zneužívaní trhu (nariadenie o zneužívaní trhu).

⁶ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/1129 zo 14. júna 2017 o prospekte, ktorý sa má uverejniť pri verejnej ponuke cenných papierov alebo ich prijatí na obchodovanie na regulovanom trhu.

⁷ K tomu dochádza, ak ktorákoľvek fyzická alebo právnická osoba zverejní dôverné informácie v inej situácii než pri normálnom výkone svojho zamestnania, povolania alebo povinností.

posilnenia integrity trhu a rozšírenia režimu zneužívania trhu na multilaterálne obchodné systémy bolo nariadenie o zneužívaní trhu kľúčové v obnovovaní dôvery investorov vo finančné trhy.

Tento právny predpis však predstavuje reguláciu s uniformným prístupom. Takmer všetky jeho požiadavky sa uplatňujú rovnakým spôsobom na všetkých emitentov bez ohľadu na ich veľkosť alebo obchodné miesta, na ktorých sú ich finančné nástroje prijaté na obchodovanie. Toto nariadenie obsahuje len dve obmedzené úpravy pre emitentov kótovaných na rastových trhoch MSP. Prvá z nich umožňuje obchodným miestam pôsobiacim na rastovom trhu MSP uverejňovať dôverné informácie na webovom sídle obchodného miesta (namiesto webového sídla emitenta). Druhá umožňuje emitentom kótovaným na rastových trhoch MSP predkladať zoznamy osôb, ktoré majú dôverné informácie, len na požiadanie príslušného vnútroštátneho orgánu. Účinok týchto úľav je však obmedzený, pretože spoločnosti sú aj tak povinné zhromažďovať a uchovávať všetky relevantné informácie, aby boli schopné na požiadanie vypracovať zoznamy osôb, ktoré majú dôverné informácie,.

Prospekt je zákonom vyžadovaný dokument predstavujúci informácie o spoločnosti pri verejnej ponuke cenných papierov alebo ich prijatí na obchodovanie na regulovanom trhu. Podľa akčného plánu únie kapitálových trhov Európska únia už uľahčila a zlacnila prístup menších spoločností na verejné trhy, najmä vytvorením redukovaného „rastového prospektu EÚ“ v revidovanom nariadení o prospekte. Emitent sa môže uchádzať o prijatie na obchodovanie na regulovanom trhu po tom, ako boli jeho akcie niekoľko rokov obchodované na rastovom trhu MSP. Môže to urobiť, aby využil väčšiu likviditu a väčšiu skupinu investorov. Ak však chce tento emitent previesť svoje akcie z rastového trhu MSP na regulovaný trh, je potrebné, aby predložil úplný prospekt, pretože pre spoločnosti v takej situácii nie je dostupný vzor redukovaného prospektu.

Prijatie tzv. značky rastového trhu MSP obmedzuje nízky počet úľav, ktoré sú v súčasnosti stanovené v právnych predpisoch EÚ pre emitentov kótovaných na tomto novom druhu obchodných miest. K celkovým cieľom tejto iniciatívy preto patrí zavedenie technických úprav do súboru predpisov EÚ s cieľom: i) znížiť administratívne zaťaženie a regulačné náklady na dosiahnutie súladu, ktorým čelia MSP, keď sú ich finančné nástroje prijaté na obchodovanie na rastovom trhu MSP, a zároveň zabezpečiť vysokú úroveň ochrany investorov a integrity trhu a ii) zvýšiť likviditu kapitálových nástrojov kótovaných na rastových trhoch MSP.

Tieto cielené regulačné zmeny naplánované v tomto návrhu úplne neoživlia prístup MSP na verejné trhy. Napriek tomu sa nimi riešia regulačné prekážky, ktoré označili rôzne zainteresované strany ako brániace MSP v získavaní kapitálu na verejných trhoch. Deje sa to pri súčasnom zachovaní najvyšších úrovní ochrany investorov a integrity trhu. Všetky zmeny by mali byť preto vnímané ako prvý krok správnym smerom, a nie ako jedno samostatné nápravné opatrenie. Okrem toho, tento návrh nariadenia nie je generálnou opravou nariadenia o zneužívaní trhu (ktoré sa uplatňuje menej než dva roky) ani nariadenia o prospekte (na ktorom sa nedávno dohodli spoluzákonodarcovia a ktoré sa začne uplatňovať v júli 2019). Tento návrh [spolu s úpravami plánovanými v delegovanom nariadení Komisie (EÚ) 2017/565] prináša len technické zmeny, aby bol právny rámec EÚ vzťahujúci sa na kótované MSP primeranejší. Zabezpečí, aby označenie „rastový trh MSP“, vytvorené smernicou MiFID II v januári 2018, používali rôzne systémy MTF so zameraním na MSP v celej EÚ.

- **Súlad s existujúcimi ustanoveniami v tejto oblasti politiky**

Táto iniciatíva je v súlade s existujúcim právnym rámcom. V smernici MiFID II sa uvádza, že cieľom rastových trhov MSP by malo byť „uľahčiť menším a stredným podnikom (MSP) prístup ku kapitálu“ a že „[p]ozornosť treba zamerať na to, ako by budúce nariadenie malo

*d'alej posilniť a podporiť využívanie tohto trhu, tak aby bol príťažlivý pre investorov, a zabezpečiť zníženie administratívnej záťaže a poskytnúť ďalšiu motiváciu pre MSP, aby vstupovali na kapitálové trhy prostredníctvom rastových trhov MSP*⁸. V odôvodneniach 6 a 55 nariadenia o zneužívaní trhu sa vyslovene vyzýva na úľavy v oblasti administratívnych nákladov pre menších emitentov kótovaných na rastových trhoch MSP.

Niekoľko aktov EÚ už zahŕňa osobitné ustanovenia pre túto novú formu obchodných miest, napríklad nedávne nariadenie o prospekte⁹ a nariadenie o centrálnych depozitároch cenných papierov¹⁰. Cieľom týchto ustanovení je znížiť administratívne zaťaženie kladené na emitentov na rastových trhoch MSP a zlepšiť likviditu finančných nástrojov, s ktorými sa obchoduje na uvedených trhoch.

Keďže náklady na vypracovanie prospektu môžu byť pre MSP neprimerane vysoké, nariadením o prospekte sa zaviedol redukovaný „rastový prospekt EÚ“. Je k dispozícii najmä pre MSP, s ktorými sa obchoduje na rastových trhoch MSP a pre iné podniky ako MSP s trhovou kapitalizáciou nižšou ako 500 miliónov EUR, s ktorých cennými papiermi sa obchoduje na rastovom trhu MSP¹¹. Okrem toho, emitenti, ktorých cenné papiere už boli prijaté na obchodovanie na rastovom trhu MSP nepretržite aspoň posledných 18 mesiacov, budú môcť využívať zjednodušený režim zverejňovania informácií pre sekundárne emisie¹².

Nariadením o centrálnych depozitároch cenných papierov sa ukladá povinný postup odkupu každého finančného nástroja, ktorý sa nedodal v stanovenej lehote od určeného dátumu vyrovnania (t. j. dva dni po obchodovaní, tzv. pravidlo „T+2“). Uvedené nariadenie zároveň obsahuje pravidlá prispôbené osobitostiam rastových trhov MSP. Postup odkupu sa aktivuje po lehote maximálne 15 dní v prípade transakcií na rastových trhoch MSP v porovnaní s maximálne štyrmi dňami v prípade likvidných cenných papierov a maximálne siedmimi dňami v prípade iných nelikvidných cenných papierov. Uvedené osobitné pravidlá pre finančné nástroje rastových trhov MSP boli zavedené, „aby sa zohľadnila likvidita takýchto trhov a najmä aby sa tvorcom trhu umožnila činnosť na týchto menej likvidných trhoch“¹³.

Tento návrh nariadenia je preto v súlade s uvedenými existujúcimi nariadeniami EÚ, keďže jeho cieľom je zmierniť zaťaženie rastových trhov MSP a podporiť likviditu v kapitálových nástrojoch prijatých na obchodovanie na uvedených obchodných miestach.

Tento návrh nariadenia je takisto v súlade s niektorými plánovanými zmenami delegovaného nariadenia Komisie (EÚ) 2017/565 na účel smernice 2014/65/EÚ (MiFID II). Tieto zmeny boli zahrnuté aj do rovnakého posúdenia vplyvu a ich cieľom je: i) upraviť vymedzenie emitenta nemajetkových cenných papierov MSP na rastovom trhu MSP, ii) upraviť povinnosť emitentov nemajetkových cenných papierov na rastových trhoch MSP predkladať polročne správu tak, aby bola dobrovoľná, iii) uložiť požiadavku na voľne obchodovaný objem pre emitentov uchádzajúcich sa o prijatie na obchodovanie na rastovom trhu MSP. Uvedenými opatreniami: i) sa zvýši počet emitentov výhradne dlhových nástrojov, ktorí by sa kvalifikovali ako MSP, čo by zasa umožnilo väčšiemu počtu systémov MTF registrovať sa ako rastové trhy MSP a emitentom na týchto trhoch využívať zmiernené regulačné požiadavky, ii) sa organizátorom trhu umožní lepšie prispôbiť pravidlá kótovania miestnym

⁸ Smernica MiFID, odôvodnenie 132.

⁹ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/1129 zo 14. júna 2017 o prospekte, ktorý sa má uverejniť pri verejnej ponuke cenných papierov alebo ich prijatí na obchodovanie na regulovanom trhu.

¹⁰ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 909/2014 z 23. júla 2014 o zlepšení vyrovnania transakcií s cennými papiermi v Európskej únii, centrálnych depozitároch cenných papierov.

¹¹ Článok 15 nariadenia o prospekte.

¹² Článok 14 nariadenia o prospekte.

¹³ Odôvodnenie 18 nariadenia o centrálnych depozitároch cenných papierov.

podmienkam a iii) sa zabezpečí, aby akcie kótované na rastových trhoch MSP neboli príliš nelikvidné vo fáze prijatia.

- **Súlad s ostatnými politikami Únie**

Cieľom tohto legislatívneho návrhu je doplniť ciele únie kapitálových trhov, aby sa znížilo nadmerné spoliehanie sa na bankové financovanie a diverzifikovali sa trhové zdroje financovania pre európske spoločnosti. Od uverejnenia akčného plánu únie kapitálových trhov v roku 2015 Komisia zaviedla komplexný balík legislatívnych a nelegislatívnych opatrení na rozšírenie financovania prostredníctvom rizikového kapitálu v Európe. Patrí k nim vytvorenie fondu fondov rizikového kapitálu podporovaného rozpočtom EÚ a preskúmanie nariadenia o európskych fondoch rizikového kapitálu (EuVECA) a európskych fondoch sociálneho podnikania (EuSEF)¹⁴. Konkrétne preskúmaním sa rozšírila možnosť fondov EuVECA investovať do MSP kótovaných na rastových trhoch MSP.

V marci 2018 v rámci svojho akčného plánu pre finančné technológie¹⁵ Európska komisia predstavila návrh nariadenia o poskytovateľoch služieb kolektívneho financovania¹⁶. Po odsúhlasení na úrovni EÚ umožní nové nariadenie, aby platformy požiadali o pas EÚ na základe jednotného súboru pravidiel. Vďaka tomu bude pre ne jednoduchšie ponúkať svoje služby v rámci EÚ. Aj keď je európsky trh kolektívneho financovania menej rozvinutý v porovnaní s inými veľkými svetovými ekonomikami, tieto nové pravidlá by mali zlepšiť prístup k tejto inovatívnej forme financovania pre malých investorov a podniky, ktoré potrebujú finančné prostriedky, najmä pre startupy, a pomôcť trhu EÚ rýchlejšie rásť.

V kontexte únie kapitálových trhov Komisia podporuje aj trhy súkromného umiestňovania, ktoré umožňujú spoločnostiam získať kapitál prostredníctvom emitovania dlhových nástrojov pre inštitucionálnych či iných skúsených investorov. Nedávnou štúdiou o *identifikovaní trhových a regulačných prekážok rozvoja súkromného umiestňovania dlhových nástrojov v EÚ*¹⁷ (uskutočnenou v mene Komisie) sa preukázalo, že režim skúmania trhu podľa nariadenia o zneužívaní trhu môže brániť rozvoju tohto zdroja financovania v rámci EÚ. Táto regulačná prekážka odrádza inštitucionálnych investorov a emitentov od vstupovania do rokovaní o takýchto transakciách.

Zjednodušením kótovania na rastových trhoch MSP pre spoločnosti táto iniciatíva prispeje k uľahčeniu získavania kapitálu európskymi spoločnosťami. Pomôže to vytvoriť eskalátor financovania, ktorý poskytuje diverzifikované kanály financovania pre spoločnosti v každej fáze ich rozvoja. Energické verejné trhy sú nevyhnutné pre dokončenie uvedených opatrení únie kapitálových trhov. Dynamické verejné trhy pre spoločnosti s nízkou a strednou trhovou kapitalizáciou môžu posilniť rozvoj súkromného a rizikového kapitálu zabezpečením príležitostí na bezproblémový výstup. Bez tejto možnosti vystúpiť zo svojich investícií budú fondy rizikového kapitálu a súkromného kapitálu menej ochotné blokovať svoje peniaze počas obdobia rastu spoločnosti. Verejné kapitálové trhy pre MSP môžu takisto stimulovať kapitálové investície kolektívneho financovania. Podobne ako investori v oblasti rizikového kapitálu aj investori v kapitálovom kolektívnom financovaní hľadajú možnosť výstupu pre

¹⁴ Nariadenie (EÚ) 2017/1991 z 25. októbra 2017, ktorým sa mení nariadenie (EÚ) č. 345/2013 o európskych fondoch rizikového kapitálu, a nariadenie (EÚ) č. 346/2013 o európskych fondoch sociálneho podnikania.

¹⁵ Akčný plán pre finančné technológie: Za konkurencieschopnejší a inovatívnejší európsky finančný sektor – COM (2018) 109 final.

¹⁶ Návrh nariadenia Európskeho parlamentu a Rady o európskych poskytovateľoch služieb kolektívneho financovania (ECSP) pre podnikanie – COM(2018) 113.

¹⁷ BCG and Linklaters, Study on Identifying the market and regulatory Obstacles to the Development of Private Placements of Debt instruments in the EU (Štúdia o identifikovaní trhových a regulačných prekážok rozvoja súkromného umiestňovania dlhových nástrojov v EÚ), 2017.

svoju investíciu, a preto vyžadujú, aby sa dobre fungujúce a likvidné akciové trhy používali ako trasy výstupu pre rastové spoločnosti, ktoré investori podporia v skoršej fáze. Cieľom tejto iniciatívy takisto je odstrániť regulačné prekážky vyplývajúce z uplatňovania režimu skúmania trhu podľa nariadenia o zneužívaní trhu na súkromné umiestnenia dlhopisov kótovaných MSP u inštitucionálnych investorov.

2. PRÁVNÝ ZÁKLAD, SUBSIDIARITA A PROPORCIONALITA

• Právny základ

Právnym základom nariadenia o zneužívaní trhu a nariadenia o prospekte je článok 114 Zmluvy o fungovaní Európskej únie (ZFEÚ), ktorým sa európskym inštitúciám priznáva právomoc stanovovať vhodné ustanovenia, ktoré majú za cieľ vytvorenie a fungovanie jednotného trhu. Uvedené nariadenia môže zmeniť len zákonodarca Únie, v tomto prípade na základe článku 114 zmluvy.

Podľa článku 4 ZFEÚ opatrenie EÚ na dokončenie vnútorného trhu musí byť posúdené so zreteľom na zásadu subsidiarity stanovenú v článku 5 ods. 3 Zmluvy o Európskej únii. Podľa zásady subsidiarity by sa opatrenie na úrovni EÚ malo prijať len v prípade, že ciele navrhovaného opatrenia nemôžu uspokojivo dosiahnuť samotné členské štáty, a preto je potrebné prijať opatrenie na úrovni EÚ.

• Subsidiarita (v prípade inej ako výlučnej právomoci)

Podľa článku 4 ZFEÚ sa opatrenie EÚ zamerané na dokončenie vnútorného trhu musí posudzovať v kontexte zásady subsidiarity stanovenej v článku 5 ods. 3 Zmluvy o Európskej únii. Podľa zásady subsidiarity by sa opatrenie na úrovni EÚ malo prijať len v prípade, že ciele navrhovaného opatrenia nemôžu uspokojivo dosiahnuť samotné členské štáty, a preto je potrebné prijať opatrenie na úrovni EÚ.

Musí sa posúdiť, či predmetné otázky majú nadnárodné aspekty a či ciele navrhovaných opatrení nemôžu uspokojivo dosiahnuť členské štáty v rámci svojho vnútroštátneho ústavného systému (tzv. *test nevyhnutosti*). V tomto smere treba uviesť, že systémy MTF s ťažiskom na MSP (a potenciálne rastové trhy MSP) sú vo svojej podstate lokálnejšie v porovnaní s regulovanými trhami. Zároveň majú tieto obchodné miesta jednoznačný cezhraničný rozmer, a to z dôvodu, že investori môžu investovať na obchodných miestach mimo svojich členských štátov pôvodu, ako aj preto, že emitenti často kótujú svoje akcie alebo dlhopisy na obchodnom mieste nachádzajúcom sa v inom členskom štáte.

Prvým cieľom tejto iniciatívy je odstrániť neprimerané administratívne zaťaženie a umožniť, aby MSP mali jednoduchší prístup k verejným trhom s akciami a dlhopismi a diverzifikovali tak svoje zdroje kapitálu prichádzajúceho z odkiaľkoľvek v EÚ (pri zachovaní vysokej úrovne integrity trhu a ochrany investorov). Druhým cieľom je zvýšiť likviditu akcií vydávaných emitentmi na rastových trhoch MSP. Výsledkom dosiahnutia týchto cieľov budú vyššie cezhraničné toky kapitálu a v konečnom dôsledku hospodársky rast a vytvorenie pracovných miest vo všetkých členských štátoch EÚ.

Administratívne požiadavky kladené na MSP vyplývajú z uplatňovania nariadenia o zneužívaní trhu a nariadenia o prospekte. Uvedené európske nariadenia sú záväzne právne účinné vo všetkých členských štátoch. Neumožňujú členským štátom takmer žiadnu flexibilitu na prispôbenie pravidiel miestnym podmienkam alebo veľkosti emitentov či investičných spoločností. Problémy vyplývajúce z uvedených ustanovení je možné účinne

riešiť len prostredníctvom legislatívnych zmien na európskej úrovni¹⁸. Možnými alternatívami, t. j. nelegislatívnym opatrením na úrovni Únie (napr. usmernenia Európskeho orgánu pre cenné papiere a trhy a opatrenie na úrovni členských štátov) by sa nemohol dostatočne a účinne dosiahnuť stanovený cieľ, pretože prostredníctvom nich sa nedajú zmeniť ustanovenia uvedených nariadení.

Likvidita finančných nástrojov MSP (najmä akcií) je brzdená aj regulačnými nedostatkami vyplývajúcimi z nariadenia o zneužívaní trhu. Týmto nariadením sa od členských štátov vyžaduje najmä to, aby vytvorili uznaný trhový postup s cieľom umožniť emitentom nachádzajúcim sa v ich jurisdikciách uzatvoriť zmluvu o zabezpečení likvidity so sprostredkovateľom. Len štyri členské štáty už vytvorili uznaný trhový postup, čo znamená, že emitenti v 24 členských štátoch nemajú túto možnosť. Spôsobuje to roztrieštenie jednotného trhu a narušenie hospodárskej súťaže medzi emitentmi, ktorí majú právo uzatvoriť zmluvu o zabezpečení likvidity, a tými, ktorí túto možnosť nemajú. Obmedzené obchodovanie môže zapríčiniť, že investori budú záporne vnímať likviditu akcií kótovaných na rastových trhoch MSP, a môže zhoršiť dôveryhodnosť a atraktivnosť uvedených novovytvorených miest obchodovania. Je potrebné opatrenie na úrovni EÚ na zabezpečenie toho, aby sa primerane riešili identifikované regulačné problémy vyplývajúce z pravidiel EÚ a aby sa mohla zvýšiť likvidita na uvedených trhoch.

Musí sa zvážiť, či by sa ciele dosiahli lepšie opatrením na európskej úrovni (tzv. test európskej pridanej hodnoty). Opatrením EÚ by sa so zreteľom na jeho rozsah mohlo znížiť administratívne zaťaženie emitentov MSP a zároveň by sa mohli zabezpečiť rovnaké podmienky medzi emitentmi. Predchádza sa tak narušeniam hospodárskej súťaže medzi rastovými trhami MSP a zabezpečuje sa vysoká úroveň ochrany investorov a integrita trhu.

Pokiaľ ide o regulačné prekážky zhoršujúce poskytovanie likvidity, opatrenie na vnútroštátnej úrovni by vyústilo do právnej roztrieštenosti a mohlo by viesť k narušeniam hospodárskej súťaže rastových trhov MSP vo všetkých členských štátoch. Opatrenie na európskej úrovni je vhodnejšie na zabezpečenie jednotnosti a právnej istoty. Prispeje to k efektívnemu dosiahnutiu cieľov smernice o trhoch s finančnými nástrojmi II (a najmä vytvoreniu rastových trhov MSP) a uľahčia sa cezhraničné investície a hospodárska súťaž medzi burzami, pričom sa zároveň bude ochraňovať riadne fungovanie trhov.

• **Proporcionalita**

Navrhovanými opatreniami na zmiernenie zaťaženia kótovaných MSP sa rešpektuje zásada proporcionality. Sú primerané na dosiahnutie cieľov a nepresahujú rámec nevyhnutný na dosiahnutie týchto cieľov. Keď sa v nariadení o zneužívaní trhu stanovuje možnosť, aby členské štáty zmiernili zaťaženie emitentov (napr. podľa článku 19 ods. 9), príslušné vnútroštátne orgány sa môžu rozhodnúť, že zvýšia prahovú hodnotu, nad ktorou sa transakcie manažérov sprístupňujú verejnosti, z 5 000 EUR na 20 000 EUR), Komisia sa rozhodla neprijat' v tejto veci právnu úpravu s cieľom ponechať členským štátom flexibilitu, aby prispôsobili túto požiadavku miestnym podmienkam. V prípadoch, keď neexistuje flexibilita na prispôbenie nariadenia o zneužívaní trhu miestnym podmienkam, je absolútne potrebné legislatívne opatrenie na úrovni EÚ, aby sa znížilo administratívne zaťaženie emitentov na rastových trhoch MSP.

¹⁸ Vec C-58/08 Vodafone: „Pokiaľ akt, ktorý sa zakladá na článku 95 ES, už odstránil všetky prekážky obchodu v oblasti, ktorú harmonizuje, normotvorcu Spoločenstva nemožno pozbaviť možnosti prispôsobiť tento akt akýmkoľvek zmenám okolností alebo akémukoľvek vývoju poznatkov vzhľadom na úlohu, ktorá mu prislúcha pri zabezpečení ochrany všeobecných záujmov uznaných Zmluvou.“

Opatrením, ktorého cieľom je zlepšiť likviditu (vytvorenie 29. režimu pre zmluvy zabezpečení likvidity pre emitentov na rastových trhoch MSP – pozri ďalej podrobné vysvetlenie osobitných ustanovení návrhu), sa dosahuje rovnováha medzi vytvorením celoeurópskych noriem pre zmluvy o likvidite a súčasnom ponechaní flexibility členským štátom, aby uznaný trhový postup prispôbili pre zmluvy o zabezpečení likvidity (napr. aby rozšírili rozsah zmlúv o zabezpečení likvidity na nelikvidné cenné papiere iné, ako sú akcie rastových trhov MSP, alebo aby prispôbili požiadavky týchto zmlúv miestnym osobitostiam).

- **Výber nástroja**

Cieľom navrhovaných legislatívnych zmien je najmä zníženie administratívneho zaťaženia a nákladov na dosiahnutie súladu, ktorým čelia emitenti na rastových trhoch MSP a ktoré vyplývajú z uplatňovania nariadenia o zneužívaní trhu a nariadenia o prospekte. Zámerom tejto iniciatívy je takisto podporiť likviditu zabezpečením toho, aby každý emitent na rastových trhoch MSP v EÚ mohol uzavrieť zmluvu o zabezpečení likvidity.

Na tento účel sa legislatívnymi opatreniami zmenia súčasné ustanovenia nariadenia o zneužívaní trhu a nariadenia o prospekte. Keďže mnohé potrebné zmeny budú nepodstatnými zmenami existujúcich právnych textov, je možné ich zhrnúť v súhrnnom nariadení. Právnym základom pre nariadenie o prospekte a nariadenie o zneužívaní trhu je článok 114 ods. 1 ZFEÚ. Každé pozmeňujúce nariadenie má preto rovnaký právny základ.

3. VÝSLEDKY HODNOTENÍ *EX POST*, KONZULTÁCIÍ SO ZAJINTERESOVANÝMI STRANAMI A POSÚDENÍ VPLYVU

- **Konzultácie so zainteresovanými stranami**

- a) Verejná konzultácia o budovaní primeraného regulačného prostredia na podporu kótovania MSP

Útvary Komisie otvorili 18. decembra 2017 verejnú konzultáciu o kótovaní MSP. Bola zameraná na tri hlavné oblasti: 1) ako doplniť koncepciu rastového trhu MSP vytvorenú smernicou MiFID II, 2) ako zmierniť zaťaženie spoločností kótovaných na rastových trhoch MSP a 3) ako posilniť ekosystémy obklopujúce miestne burzy cenných papierov, najmä s cieľom zlepšiť likviditu akcií kótovaných na týchto obchodných miestach. Komisia dostala 71 odpovedí, ktoré zaslali zainteresované strany z 18 členských štátov¹⁹.

V odpovedi na otázku, prečo sa málo MSP uchádza o kótovanie na európskych verejných trhoch, mnohé zainteresované strany uviedli administratívne zaťaženie MSP spôsobené pravidlami o zneužívaní trhu, transparentnosti a zverejňovaní. Nariadenie o zneužívaní trhu bolo opísané ako náročné na interpretáciu, čo bráni MSP v dodržiavaní súladu s európskymi právnymi predpismi.

¹⁹ 6 verejných orgánov (2 ministerstvá financií, 4 príslušné vnútroštátne orgány), 18 búrz, 35 odvetvových združení (6 zastupujúcich sprostredkovateľov, 14 zastupujúcich investičných manažérov/investičné banky, 4 zastupujúce poisťovne, 3 z oblasti účtovníctva/auditu, 2 zastupujúce ratingové agentúry, 4 zastupujúce emitentov, 1 z oblasti dôchodkového zabezpečenia), 2 mimovládne organizácie, 2 konzultačné/advokátske kancelárie, 2 podporné banky, 1 akademická inštitúcia, Skupina zainteresovaných strán v oblasti cenných papierov a trhov ESMA a Skupina používateľov finančných služieb. Uvedené zainteresované strany pochádzali z 18 členských štátov: AT, BE, CZ, DE, DK, EE, EL, ES, FI, FR, HR, IE, IT, LV, NL, PL, SE, UK.

Väčšina zainteresovaných strán takisto označila režim transakcií manažérov ako veľmi zaťažujúci a nákladný, pričom sa vyslovila za predĺženie odloženia oznamovania transakcií, zvýšenie prahovej hodnoty, po ktorej prekročení je potrebné oznamovať transakcie, a prenesenie zodpovednosti za sprístupňovanie transakcií manažérov verejnosti na ich príslušný vnútroštátny orgán. V súvislosti s prístupom k zoznamom osôb, ktoré majú dôverné informácie, veľká väčšina respondentov súhlasila s tým, že požiadavka je obmedzujúca a zaťažujúca – aj keď potrebná. V priemere boli za to, aby sa od emitentov buď vyžadovalo predkladanie zoznamov osôb, ktoré majú dôverné informácie, len na požiadanie príslušného vnútroštátneho orgánu, alebo aby sa len viedol zoznam tzv. stálych osôb, ktoré majú dôverné informácie. Len malá menšina sa vyjadrila za úplné oslobodenie emitentov na rastových trhoch MSP od vedenia zoznamov osôb, ktoré majú dôverné informácie. Spomedzi niekoľkých zainteresovaných strán, ktoré vyjadrili stanovisko k odôvodneniu odloženia oznamovania dôverných informácií, väčšina bola za to, aby sa od emitentov vyžadovalo predkladať odôvodnenie len na žiadosť príslušného vnútroštátneho orgánu a oslobodiť ich od povinnosti viesť záznam o zverejňovaní. Znovu so zreteľom len na tých, ktorí vyjadrili stanovisko, jasná väčšina zainteresovaných strán bola za oslobodenie súkromného umiestňovania dlhopisov na rastových trhoch MSP z pravidiel skúmania trhu, keď sú investori zapojení do rokovaní o emisii.

Spomedzi tých, ktorí vyjadrili názor, sa veľká väčšina respondentov domnievala, že úľavy by sa mali poskytnúť všetkým spoločnostiam kótovaným na rastových trhoch MSP. Uviedli sa argumenty, že je potrebná zásada „jeden trh, jeden jednotný súbor pravidiel“ na zabezpečenie jednoznačnosti a prijatia pre investorov, emitentov, ako aj pre finančných sprostredkovateľov. Napriek tomu niekoľko obchodných miest a zástupcov emitentov argumentovalo, že regulačné úľavy by mali byť udelené všetkým MSP bez ohľadu na to, či sú kótované v multilaterálnom obchodnom systéme alebo na regulovanom trhu.

Väčšina zainteresovaných strán bola proti určovaniu pravidiel týkajúcich sa povinného prevodu emitentov z rastového trhu MSP na regulovaný trh, pričom uviedli, že prevod na regulovaný trh by mal byť vždy ponechaný na rozhodnutie emitenta. Napriek tomu sa niekoľkí respondenti domnievali, že prevody kótovania by mali byť zjednodušené vhodnými regulačnými stimulmi zameranými na zmiernenie administratívneho zaťaženia a nákladov na kótovanie na regulovanom trhu. Rôzne zainteresované strany uviedli, že tento stimul by mohol mať formu výnimky z prospektu alebo redukovaného prospektu pri prechode emitenta z rastového trhu MSP na regulovaný trh. Pokiaľ ide o opatrenia zamerané na zlepšenie likvidity, účastníci trhu všeobecne uznali výhody zmlúv o zabezpečení likvidity. Spomedzi zainteresovaných strán, ktoré vyjadrili stanovisko, vysoký počet súhlasil s tým, že by bolo užitočné vytvoriť rámec EÚ, aj keď mnohí trvali na potrebe udržať flexibilitu, aby sa tieto zmluvy mohli prispôbovať miestnym podmienkam. Niekoľko príslušných vnútroštátnych orgánov sa obávalo, že tieto postupy by mohli vyvolať manipulatívne cenové správanie. Iné príslušné vnútroštátne orgány však nevideli dôvod na obavy, pokiaľ by bol rámec nastavený tak, aby sa zabránilo manipulatívnejmu správaniu tak ako podľa v súčasnosti existujúcich uznaných trhových postupov.

b) Preskúmanie únie kapitálových trhov v polovici trvania

Útvary Komisie otvorili 20. januára 2017 verejnú konzultáciu týkajúcu sa preskúmania únie kapitálových trhov v polovici trvania. Mnohí respondenti vyzývali na primerané preskúmanie rôznych povinností nefinančných emitentov, najmä MSP. Uvedené povinnosti sa považovali za príliš zaťažujúce a odrádzajúce týchto emitentov od snahy o kótovanie.

Pokiaľ ide o legislatívny rámec vzťahujúci sa na kótované spoločnosti, respondenti kritizovali rôzne aspekty nariadenia o zneužívaní trhu. Napríklad pravidlá týkajúce sa transakcií

manažérov, ako aj zoznamy osôb, ktoré majú prístup k dôverným informáciám, boli kritizované ako príliš zaťažujúce pre spoločnosti, ktoré sú kótované v multilaterálnych obchodných systémoch. Vymedzenie dôverných informácií bolo považované za príliš zložité a vedúce k riziku očakávaného a predčasného zverejnenia informácií kótovanými emitentmi. Niektorí respondenti sa domnievali, že rozsah pravidiel skúmania trhu v nariadení o zneužívaní trhu je príliš široký a že mnohí účastníci trhu by neboli ochotní zúčastniť sa na testovaní v kontexte skúmania trhu z dôvodu právneho rizika, ktoré by mohli znášať. Iní respondenti sa domnievali, že rozšírenie nariadenia o zneužívaní trhov na spoločnosti kótované v multilaterálnych obchodných systémoch by spôsobilo zdraženie prístupu k verejným trhom z dôvodu priamych nákladov na monitorovanie a šírenie dôverných informácií.

c) Výzva na predloženie dôkazov: regulačný rámec EÚ pre finančné služby

Útvary Komisie otvorili 30. septembra 2015 výzvu na predloženie dôkazov zameranú na zlepšenie kvality súčasného regulačného rámca v oblasti finančných služieb vrátane tých, na ktoré by mali priamy vplyv opatrenia únie kapitálových trhov. Vo výzve na predloženie dôkazov respondenti všeobecne podporili reformy nariadenia o kapitálových trhoch. Vyjadrili však obavy súvisiace s tým, akým spôsobom právne predpisy o zneužívaní trhu, prospekte a trhu s cennými papiermi ovplyvnia financovanie pre MSP.

Pokiaľ ide o režim zneužívania trhu a rastové trhy MSP, niektorí respondenti uviedli, že režimom zneužívania trhu sa emitentom na rastových trhoch MSP uložilo veľké zaťaženie, čo by mohlo v konečnom dôsledku vyústiť do menšej aktivity a zníženého financovania pre MSP. Osobitné obavy sa týkali rozšírenia rozsahu povinností emitentov v tomto režime na spoločnosti kótované v systémoch MTF, ako je poskytovanie zoznamov osôb, ktoré majú dôverné informácie, a oznamovanie transakcií manažérov.

- **Získavanie a využívanie expertízy**

Útvary Komisie zorganizovali 14. novembra 2017 technický seminár približne s 25 zástupcami búrz cenných papierov z 27 členských štátov. Cieľom seminára bolo prerokovať technické ustanovenia a možné úľavy v regulačnom rámci týkajúce sa prístupu MSP k verejným trhom v rámci prípravy verejnej konzultácie v roku 2017 o budovaní primeraného regulačného prostredia na podporu kótovania MSP.

Väčšina účastníkov sa zhodla na tom, že nariadením o zneužívaní trhu sa vytvorili nákladné povinnosti pre emitentov MSP a uložili sa prísne požiadavky napriek dôležitej úlohe, ktorú nariadenie plní smerom k dôvere investorov. Respondenti uvádzali ako dôvod tejto záťaže povahu dôverných informácií a úroveň podrobnosti požadovanú pri zverejňovaní týchto informácií. Niektorí účastníci uviedli ako problematické to, že je zložité jasne určiť, čo treba považovať za dôverné informácie. Niekoľko ďalších zainteresovaných strán kritizovalo, že sankcie uplatňujúce sa podľa nariadenia o zneužívaní trhu nie sú primerané pre spoločnosti kótované v multilaterálnych obchodných systémoch, ktoré často majú trhovú kapitalizáciu nižšiu ako 10 miliónov EUR. Pokiaľ ide o zoznamy osôb, ktoré majú dôverné informácie, niekoľko účastníkov upozornilo na to, že výnimka zavedená pre rastové trhy MSP nie je zmysluplná, pretože emitenti by aj tak boli povinní poskytnúť zoznamy osôb, ktoré majú dôverné informácie následne a musia mať na tento účel zavedené postupy. Mnoho zainteresovaných strán sa sťažovalo na prísne lehoty pre manažérov na oznamovanie ich transakcií, pričom uviedli, že trojdňový časový rámec by sa mal predĺžiť na päť dní alebo že by sa emitentom mali poskytnúť ďalšie dva dni na zverejnenie týchto informácií. Niektorí z nich takisto vysvetlili, že transakcie manažérov by mali byť oznamované len v prípade, že sú významné, t. j. majú vyššiu hodnotu, ako je súčasná prahová hodnota (5 000 EUR). Tri obchodné miesta sa takisto zhodli, že pravidlá nariadenia o zneužívaní trhu by sa nemali

rovnako uplatňovať na emitentov akcií a na emitentov, ktorí emitujú len dlhové nástroje. Na záver jeden účastník vysvetlil, že keďže väčšina dlhopisov MSP sa umiestňuje súkromne, skutočnú úľavu by predstavovala výnimka z pravidiel o skúmaní trhu pre súkromné umiestnenia.

Uviedlo sa, že účastníci trhu by privítali väčšiu jednoznačnosť v súvislosti so zmluvami o zabezpečení likvidity vzhľadom na ich dôležitosť pre sprostredkovateľov aj spoločnosti. Niekoľko zainteresovaných strán vysvetlilo, že uznané trhové postupy týkajúce sa poskytovania likvidity by sa nemali odstrániť, pričom obhajovali právnu istotu v tejto problematike.

Útvary Komisie zorganizovali 28. novembra 2017 aj technický seminár, na ktorom sa zišlo približne 30 zástupcov emitentov, investorov, sprostredkovateľov a iných finančných sprostredkovateľov.

Veľká väčšina zainteresovaných strán sa zhodla, že uplatňovanie nariadenia o zneužívaní trhu spôsobuje MSP významné náklady. Niektoré z nich navrhli, aby sa od nariadenia o zneužívaní trhu úplne upustilo, pokiaľ ide o trhy určené pre MSP, alebo aby sa právna úprava vrátila k predchádzajúcemu režimu zneužívania trhu, pretože nový režim často vedie k tomu, že sa spoločnosti snažia zrušiť kótovanie svojich akcií na trhu. Zainteresované strany poznamenali, že výnimka stanovená v nariadení o zneužívaní trhu týkajúca sa vedenia a aktualizovania zoznamu osôb, ktoré majú dôverné informácie, má obmedzený význam, pretože príslušný vnútroštátny orgán môže aj tak spoločnosť požiadať, aby poskytla obrovské množstvo informácií, čo je pre menších emitentov sotva zvládnuteľné. Niektorí účastníci upozornili, že obchodovanie s využitím dôverných informácií predstavuje veľké riziko a má potenciálne škodlivé dôsledky na dôveru investorov. Preto by sa vedenie aspoň stáleho oddielu zoznamu osôb, ktoré majú dôverné informácie, mohlo javiť ako vyvážený prístup. Pokiaľ ide o transakcie manažérov, mnohí uviedli, že predĺženie trojdňového časového rámca na informovanie trhu by neohrozilo ochranu investorov. Niekoľko zainteresovaných strán uviedlo, že primeranejšiu prahovú hodnotu na účel zverejňovania transakcií manažérov by predstavovalo 20 000 EUR, aj keď táto hodnota by sa mohla zvýšiť aj viac, a to bez ohrozenia integrity trhu. Iní uvádzali, že vyžadovaním toho, aby príslušný vnútroštátny orgán zverejňoval transakciu manažérov, by sa znížilo zaťaženie emitentov. Niekoľko účastníkov uviedlo, že prevody kótovania z rastového trhu MSP na regulovaný trh by mali byť stimulované pomocou menej zaťažujúceho prospektu.

• **Posúdenie vplyvu**

Tento návrh je doplnený o posúdenie vplyvu, ktoré bolo predložené 19. marca 2018 a ktoré s výhradami schválil výbor pre kontrolu regulácie 22. apríla 2018.

Výbor pre kontrolu regulácie žiadal zmeniť návrh posúdenia vplyvu s cieľom objasniť: i) odôvodnenie iniciatívy z hľadiska subsidiarity, ii) ako bol určený rozsah iniciatívy (z hľadiska zahrnutých opatrení a ako sa v posúdení vplyvu zoskupili uvedené opatrenia do možností), iii) aký vplyv by mali uprednostňované možnosti na ochranu investorov. Pripomienky vyslovené výborom sa riešili a začlenili sa do konečného znenia posúdenia vplyvu.

V posúdení vplyvu sa analyzuje niekoľko možností politiky na dosiahnutie dvojakých cieľov, a to zníženia administratívneho zaťaženia emitentov na rastových trhoch MSP a posilnenia likvidity kapitálových nástrojov kótovaných na uvedených obchodných miestach pri súčasnom zachovaní vysokej úrovne ochrany investorov a integrity trhu.

Komisia vykonala analýzu problémov, ktoré môžu brzdiť ponuku finančných nástrojov na rastových trhoch MSP, ako aj dopyt po týchto nástrojoch (najmä otázku likvidity, ktorá môže odradiť investorov od investovania na uvedených trhoch). V posúdení vplyvu sú opísané tri

faktory, ktorými sa uvedené problémy vysvetľujú: 1) regulačné zaťaženie kótovaných MSP vyplývajúce z uplatňovania nariadenia o zneužívaní trhu, 2) neprimerané vymedzenie pojmu rastových trhov MSP a 3) chýbajúce mechanizmy na podporu obchodovania a likvidity na rastových trhoch MSP.

Treba uviesť, že niektoré z uvedených problémov vyplývajú z uplatňovania úrovne 2 smernice MiFID II a budú predmetom riešenia pomocou samostatných zmien delegovaného nariadenia Komisie 2017/565.

Nasledujúca tabuľka obsahuje zhrnutie rôznych úľav poskytnutých emitentom na rastových trhoch MSP (podľa nariadenia o zneužívaní trhu a nariadenia o prospekte) a opatrení zameraných na posilnenie likvidity akcií MSP, ako aj ich vplyv na príslušné zainteresované strany.

Uprednostňované možnosti politiky	Vplyv na príslušné trhy/sektory
Uprednostňované možnosti v rámci nariadenia o zneužívaní trhu	
Schválenie novej lehoty na sprístupnenie transakcií manažérov verejnosti (2 dni od dátumu oznámenia manažérmi)	Tým by sa zmiernilo administratívne zaťaženie rastových trhov MSP prostredníctvom zabezpečenia toho, aby mali dostatok času na sprístupnenie transakcií manažérov verejnosti. Zmena začiatku tejto lehoty by mala mať malý alebo žiadny vplyv na integritu trhu.
Povinnosť viesť zoznam „stálych osôb, ktoré majú dôverné informácie“	Tým by sa zmiernila záťaž na emitentov odstránením nákladov na vypracovanie <i>ad hoc</i> zoznamu osôb, ktoré majú dôverné informácie, v súvislosti s každou dôvernou informáciou. Vplyv na kapacitu príslušných vnútroštátnych orgánov odhaľovať obchodovanie s využitím dôverných informácií by bol minimálny, keďže v praxi sa zriedka opierajú o zoznamy osôb, ktoré majú dôverné informácie.
Odôvodnenie odložených dôverných informácií by sa predkladalo len na požiadanie (a bez potreby vedenia záznamu o zverejňovaní)	Tým by sa znížilo administratívne zaťaženie emitentov na rastových trhoch MSP ich oslobodením od zaznamenávania rozsiahleho zoznamu informácií (záznamu o zverejňovaní). Vplyv na integritu trhu by bol minimálny, pretože príslušné vnútroštátne orgány by aj tak boli informované v prípade odložených zverejnení a boli by schopné požiadať o odôvodnenie (vypracované <i>ex post</i> emitentmi).
Vyňatie prerokovaných súkromných umiestnení dlhopisov u inštitucionálnych investorov z režimu skúmania trhu, keď je zavedený alternatívny postup zverejňovania vnútorných informácií, tzv. wall-crossing.	Takto by sa zmiernilo administratívne zaťaženie emitentov (a subjektov konajúcich v ich mene), ako aj investorov a uľahčila by sa emisia súkromných umiestnení. Alternatívnym postupom wall crossing by sa zabezpečilo, aby si všetky strany boli vedomé svojich povinností, pokiaľ ide o zverejňovanie dôverných informácií.
Vytvorenie európskeho režimu pre	Tým by sa zvýšila likvidita a znížila volatilita akcií

zmluvy o zabezpečení likvidity pre emitentov akcií na rastových trhoch MSP zároveň s umožnením, aby príslušné vnútroštátne orgány vytvorili uznané trhové postupy	MSP, čím by sa zvýšila atraktivnosť rastových trhov MSP pre investorov, sprostredkovateľov a burzy cenných papierov.
Uprednostňované možnosti v rámci nariadenia o prospekte	
Vytvorenie miernejšieho „prevodového prospektu“ pre emitentov na rastových trhoch MSP kótovaných aspoň tri roky, keď chcú postúpiť na regulované trhy	Pomohlo by to spoločnostiam postúpiť z rastového trhu MSP na regulovaný trh vďaka tomu, že by mohli predložiť zjednodušený prospekt.

V posúdení vplyvu sa takisto uvádza, že v záujme jednotnosti, jednoduchosti a jednoznačnosti pre investorov aj emitentov by mali byť úľavy podľa nariadenia o zneužívaní trhu v prospech všetkých spoločností kótovaných na rastových trhoch MSP, a nie len pre MSP kótované na uvedených obchodných miestach.

V posúdení vplyvu sa dospelo k záveru, že navrhovaný balík opatrení (prostredníctvom tohto súhrnného návrhu nariadenia a plánovaných cielených zmien úrovne 2 smernice MiFID II) prispeje k celkovému cieľu únie kapitálových trhov, ktorým je zjednodušiť prístup menších spoločností ku kapitálovým trhom. Týmto súborom opatrení sa podporia spoločnosti kótované na rastových trhoch MSP znížením ich administratívneho zaťaženia a umožnením zlepšenia likvidity. V posúdení vplyvu sa však takisto zdôrazňuje, že regulačné opatrenia zahrnuté do tejto iniciatívy nebudú mať obrovský vplyv na situáciu malých spoločností, pokiaľ ide o kótovanie.

- **Regulačná vhodnosť a zjednodušenie**

Cieľom tejto iniciatívy je čiastočne znížiť náklady na dosiahnutie súladu pre emitentov na rastových trhoch MSP. Týka sa to zmien plánovaných so zreteľom na nariadenie o zneužívaní trhu, ktoré by viedli k zníženiu nákladov podľa odhadov o 4,03 milióna EUR až 9,32 milióna EUR ročne. To by znamenalo pre každého emitenta zníženie nákladov vyplývajúcich z uplatňovania nariadenia o zneužívaní trhu o 15 až 17,5 %. Vytvorenie „prevodového prospektu“ umožňujúceho emitentom prejsť z rastového trhu MSP na regulovaný trh by viedlo k úsporám nákladov odhadovaným na 4,8 milióna EUR až 7,2 milióna eur ročne. Týmto „prevodovým prospektom“ by sa znížili náklady vznikajúce na vypracovanie tohto dokumentu o 25 až 28,5 %.

- **Základné práva**

Je potrebné, aby budúce legislatívne opatrenia boli v súlade s príslušnými základnými právami zakotvenými v Charte základných práv EÚ. Návrhom sa rešpektujú základné práva a dodržiavajú sa zásady uznané chartou, najmä sloboda podnikania (článok 16) a ochrana spotrebiteľa (článok 38). Keďže cieľom tejto iniciatívy je zmierniť administratívne zaťaženie malých emitentov, táto iniciatíva by prispela k zlepšeniu práva na slobodu podnikania. Plánované zmeny nariadenia o zneužívaní trhu a nariadenia o prospekte by nemali mať vplyv na ochranu spotrebiteľa, keďže uvedené cielené zmeny sú ohraničené tak, aby sa zachovala vysoká úroveň integrity trhu a ochrany investorov.

4. VPLYV NA ROZPOČET

Neočakáva sa podstatný vplyv tejto iniciatívy na rozpočet EÚ.

5. INÉ PRVKY

• Plány vykonávania, spôsob monitorovania, hodnotenia a podávania správ

Monitorovanie vplyvu nového nariadenia bude vykonávať Komisia. Kľúčové parametre na meranie účinnosti nariadenia v dosahovaní uvedených cieľov (t. j. úľava v oblasti administratívneho zaťaženia a zvýšenie likvidity) budú:

1. vplyv na emitentov a organizátorov trhu na rastových trhoch MSP,
 - a) počet registrovaných rastových trhov MSP,
 - b) počet kótovaní a trhová kapitalizácia v rámci rastového trhu MSP,
 - c) počet a veľkosť prvotných verejných ponúk (IPO) a prvotných ponúk dlhopisov (IBO) na rastových trhoch MSP,
 - d) počet a veľkosť IPO a IBO európskych MSP v tretích krajinách,
 - e) pomer externého financovania MSP pochádzajúceho z bánk v porovnaní s externým financovaním pochádzajúcim z kapitálových trhov,
 - f) počet a objem súkromných umiestnení kótovaných dlhopisov u inštitucionálnych investorov,
 - g) počet „prevodových prospektov“,
2. vplyvy na likviditu rastových trhov MSP,
 - a) počet zmlúv o likvidite uzavretých s emitentmi,
 - b) objemy transakcií (nastavené podľa počtu kótovaní na jednom obchodnom mieste),
 - c) priemerný voľne obchodovaný objem,
 - d) priemerné pásmo ponuka – dopyt kótovaní,
 - e) priemerná okamžite dostupná likvidita (at touch),
 - f) priemerná hĺbka trhovej knihy,
 - g) priemerný čas do vykonania príkazov,
 - h) priemerná denná volatilita.

Tento zoznam ukazovateľov nie je úplný a môže sa rozšíriť tak, aby sa zahrnulo monitorovanie ďalších vplyvov. Ďalšie ukazovatele môžu prispieť napríklad aj k meraniu účinnosti iných neregulačných opatrení, ktoré sú súčasťou širšieho súboru predpisov o kótovaní MSP. Treba takisto uviesť, že nie sú stanovené žiadne konkrétne kvantitatívne ciele pre žiadny z ukazovateľov v zozname. Keďže existuje široká škála faktorov, ktoré budú mať výrazný vplyv na ukazovatele, ale nie sú predmetom tejto iniciatívy, účinnosť iniciatívy by sa mala riadiť skôr na základe smerovania vývoja ukazovateľov.

Mnohé z ukazovateľov by si vyžadovali pomoc a vstupné údaje od členských štátov, príslušných vnútroštátnych orgánov, Európskeho orgánu pre cenné papiere a trhy (ESMA) a organizátorov trhu. Platí to osobitne v prípade ukazovateľov týkajúcich sa likvidity.

- **Podrobné vysvetlenie konkrétnych ustanovení návrhu**

- a) Zmeny nariadenia o zneužívaní trhu

Vyňatie súkromných umiestnení dlhopisov u kvalifikovaných investorov z režimu skúmania trhu

S cieľom posilniť rozvoj trhov súkromného umiestňovania dlhopisov Komisia navrhuje zmenu režimu skúmania trhu uvedeného v článku 11 nariadenia o zneužívaní trhu. V súčasnosti môže súkromné umiestnenie dlhopisov u kvalifikovaných investorov (t. j. verejná ponuka dlhopisov, ktorá je určená výhradne kvalifikovaným investorom, ktorí sú vymedzení v nariadení o prospekte) patriť do rozsahu režimu skúmania trhu. Je to tak preto, že emisia môže mať potenciálny účinok na dôveryhodnosť emitenta, ktorý už má cenné papiere (akcie alebo dlhopisy) prijaté na obchodovanie na obchodnom mieste, a môže preto predstavovať dôverné informácie.

Cieľom technickej zmeny článku 11 nariadenia o zneužívaní trhu bude objasniť, že oznamovanie informácií potenciálnym kvalifikovaným investorom, s ktorými sú prerokované všetky podmienky súkromne umiestnenej dlhopisovej transakcie (vrátane zmluvných podmienok), nebudú podliehať režimu skúmania trhu. Táto výnimka bude k dispozícii, ak (i) emitent, ktorý sa usiluje o súkromné umiestňovanie dlhopisov už má svoje majetkové alebo nemajetkové finančné nástroje prijaté na obchodovanie na rastovom trhu MSP; a ii) ak je zavedený alternatívny postup wall-crossing²⁰, podľa ktorého akékoľvek potenciálny kvalifikovaný investor berie na vedomie regulačné povinnosti vyplývajúce z prístupu k dôverným informáciám. Tento alternatívny postup wall crossing by mohol mať formu dohody o nezverejnení.

Zmluva o zabezpečení likvidity pre emitentov na rastových trhoch MSP

Podľa zmien článku 13 nariadenia o zneužívaní trhu budú mať emitenti na rastových trhoch MSP možnosť uzatvoriť „zmluvu o zabezpečení likvidity“ s finančným sprostredkovateľom, ktorý bude poverený úlohou zlepšiť likviditu akcií emitenta. Toto bude povolené aj v prípade, ak príslušný vnútroštátny orgán na mieste, na ktorom sa nachádza rastový trh MSP, nestanovil uznaný trhový postup pre zmluvy o zabezpečení likvidity v súlade s článkom 13 nariadenia o zneužívaní trhu.

Táto možnosť bude podliehať trom podmienkam: i) zmluva o zabezpečení likvidity spĺňa podmienky stanovené článkom 13 ods. 2 a vykonávacích technických predpisov, ktoré vypracuje Európsky orgán pre cenné papiere a trhy, ii) poskytovateľom likvidity by mala byť investičná spoločnosť oprávnená podľa smernice MiFID II a člen trhu rastového trhu MSP, na ktorom má emitent svoje akcie prijaté na obchodovanie a iii) organizátor trhu alebo investičná spoločnosť pôsobiaca na rastovom trhu MSP je informovaná o uzatvorení zmluvy o zabezpečení likvidity a súhlasí s jej zmluvnými podmienkami. Uvedené podmienky by mali byť vždy splnené a príslušný vnútroštátny orgán môže požiadať emitenta alebo investičnú spoločnosť konajúcu ako poskytovateľ likvidity o kópiu zmluvy o zabezpečení likvidity .

Európsky orgán pre cenné papiere a trhy bude poverený úlohou vypracovať vykonávacie technické predpisy, v ktorých sa stanoví vzor zmluvy o zabezpečení likvidity. V uvedených vykonávacích technických predpisoch budú stanovené požiadavky, ktoré musia tieto zmluvy o zabezpečení likvidity spĺňať na to, aby boli zákonné vo všetkých členských štátoch.

Týmto novým ustanovením sa nebude brániť členským štátom v tom, aby prijali uznaný trhový postup v súlade s článkom 13, prispôsobili zmluvy o zabezpečení likvidity miestnym

²⁰ Postup wall crossing je úkon, ktorým sa z osoby stane „osoba, ktorá má dôverné informácie“, pretože sa jej poskytnú dôverné informácie.

podmienkam alebo aby rozšírili rozsah pôsobnosti zmlúv o zabezpečení likvidity nad rámec emitentov na rastových trhoch MSP (napr. na nelikvidné cenné papiere kótované na regulovaných trhoch).

Odôvodnenie odloženia zverejňovania dôverných informácií

Cieľom tejto úpravy článku 17 nariadenia o zneužívaní trhu je obmedziť povinnosti uložené emitentom na rastových trhoch MSP, keď sa rozhodnú odložiť uverejnenie dôverných informácií.

Podľa tejto zmeny budú emitenti na rastových trhoch MSP aj tak povinní oznámiť toto odloženie príslušnému vnútroštátnemu orgánu. Budú však nieť zodpovednosť len za odôvodnenie odloženia na požiadanie príslušného vnútroštátneho orgánu (namiesto toho, aby predkladali odôvodnenie za každých okolností). Okrem toho budú emitenti na rastových trhoch MSP oslobodení od povinnosti priebežne viesť zoznam podrobných informácií na účel odôvodnenia odloženia [ktorý je v súčasnosti stanovený vo vykonávacom nariadení Komisie (EÚ) 2016/1055]. Toto odôvodnenie bude vypracované *ex post*, ak emitent dostane žiadosť od príslušného vnútroštátneho orgánu a vtedy, keď túto žiadosť dostane.

Zoznamy osôb, ktoré majú dôverné informácie, v prípade rastových trhov MSP

Podľa nariadenia o zneužívaní trhu (článok 18 ods. 6) emitenti na rastových trhoch MSP nie sú povinní priebežne viesť zoznamy osôb, ktoré majú dôverné informácie, pokiaľ i) emitent prijme všetky opodstatnené opatrenia s cieľom zabezpečiť, aby každá osoba s prístupom k dôverným informáciám potvrdila právne a regulačné povinnosti, ktoré z toho vyplývajú, a aby si bola vedomá uplatniteľných sankcií a ii) emitent je na požiadanie schopný poskytnúť príslušnému vnútroštátnemu orgánu zoznam osôb, ktoré majú dôverné informácie.

Touto zmenou sa navrhuje nahradiť súčasnú úľavu, ktorá je stanovená v nariadení o zneužívaní trhu, pre emitentov na rastových trhoch MSP menej zaťažujúcim „zoznamom stálych osôb, ktoré majú dôverné informácie“. Predloženie tohto zoznamu by bolo pre MSP jednoduchšie, pričom by bolo stále zmysluplné na účel vyšetrovaní príslušných vnútroštátnych orgánov v oblasti prípadov obchodovania s využitím dôverných informácií. Tento zoznam, „stálych osôb, ktoré majú dôverné informácie“, by zahŕňal všetky osoby, ktoré majú pravidelný prístup k dôverným informáciám týkajúcim sa daného emitenta z dôvodu ich funkcie u emitenta (ako sú napríklad členovia správnych, riadiacich a dozorných orgánov) alebo ich postavenia (výkonní pracovníci v pozícii, v ktorej prijímajú manažérske rozhodnutia ovplyvňujúce budúci vývoj a obchodné perspektívy emitentov, a administratívni pracovníci s pravidelným prístupom k dôverným informáciám). Táto úľava bude udelená len emitentom na rastových trhoch MSP bez toho, aby boli dotknuté povinnosti osôb konajúcich v ich mene alebo na ich účet (ako sú účtovníci, právnici, ratingové agentúry...) vypracovať, aktualizovať a na požiadanie poskytnúť príslušnému vnútroštátnemu orgánu svoje vlastné zoznamy osôb, ktoré majú dôverné informácie, v súlade s článkom 18 ods. 1 až ods. 5.

Transakcie manažérov emitentov na rastových trhoch MSP

V súčasnosti musia osoby vykonávajúce riadiace úlohy (PDMR) a osoby s nimi úzko spojené (PCA) oznámiť svoje transakcie príslušnému vnútroštátnemu orgánu a emitentovi do troch dní od dátumu transakcie. Zároveň musí emitent oznámiť informácie trhu, najneskôr tri dni po transakcii. Respondenti vo verejnej konzultácii zdôraznili, že je z technického hľadiska nemožné dodržať trojdňovú lehotu na informovanie, keď už emitent dostane informácie od manažéra neskoro, pretože trojdňová lehota zahŕňa oznámenie od osôb vykonávajúcich riadiace úlohy a osôb s nimi úzko spojených emitentovi, ako aj oznámenie emitenta pre trh.

Na základe tejto zmeny by boli osoby vykonávajúce riadiace úlohy a osoby úzko spojené s emitentmi na rastových trhoch MSP povinné informovať emitenta a príslušný vnútroštátny

orgán do troch pracovných dní. Po oznámení od osôb vykonávajúcich riadiace úlohy a osôb s nimi úzko spojených bude mať potom emitent dva ďalšie dni na sprístupnenie týchto informácií verejnosti.

b) Zmena nariadenia o prospekte

Prevodový prospekt

Emitenti, ktorí sú určitý čas kótovaní na rastovom trhu MSP, sú povinní predložiť úplný prospekt, keď chcú postúpiť na regulovaný trh. Je to tak preto, že v takej situácii nemajú k dispozícii schému redukovaného prospektu (napríklad „rastového prospektu EÚ“ alebo zjednodušeného prospektu pre sekundárne emisie). Zmenou nariadenia o prospekte by sa vytvoril redukovaný „prevodový prospekt“ pre spoločnosti, ktoré sú aspoň tri roky kótované na rastovom trhu MSP a chcú prejsť na regulovaný trh. Emitenti na rastových trhoch MSP podliehajú požiadavkám na priebežné zverejňovanie podľa nariadenia o zneužívaní trhu a podľa pravidiel organizátora rastového trhu MSP, ako sa vyžaduje podľa smernice 2014/65/EÚ. Poskytujú teda investorom veľa informácií. Prevodový prospekt (založený na zjednodušenom prospekte pre sekundárne emisie stanovenom nariadením o prospekte) by preto mal byť v tejto situácii dostupný emitentom. Tento prospekt by bol dostupný, keď sa emitenti na rastových trhoch MSP uchádzajú o i) prijatie svojich cenných papierov na obchodovanie na regulovanom trhu alebo ii) prijatie a novú ponuku cenných papierov na regulovanom trhu.

Návrh

NARIADENIE EURÓPSKEHO PARLAMENTU A RADY

ktorým sa menia nariadenia (EÚ) č. 596/2014 a (EÚ) 2017/1129, pokiaľ ide o podporu využívania rastových trhov MSP

(Text s významom pre EHP)

EURÓPSKY PARLAMENT A RADA EURÓPSKEJ ÚNIE,
so zreteľom na Zmluvu o fungovaní Európskej únie, a najmä na jej článok 114,
so zreteľom na návrh Európskej komisie,
po postúpení návrhu legislatívneho aktu národným parlamentom,
so zreteľom na stanovisko Európskej centrálnej banky¹,
so zreteľom na stanovisko Európskeho hospodárskeho a sociálneho výboru²,
konajúc v súlade s riadnym legislatívnym postupom³,
keďže:

- (1) Únia kapitálových trhov je iniciatívou, ktorá je zameraná na zníženie závislosti od bankových úverov, na diverzifikovanie trhových zdrojov financovania pre všetky malé a stredné podniky (ďalej len „MSP“), ako aj na podporu vydávania dlhopisov a akcií MSP na verejných trhoch. Spoločnosti so sídlom v Únii, ktoré sa usilujú získať kapitál na obchodných miestach, čelia vysokým jednorazovým a priebežným nákladom na zverejňovanie a na dosiahnutie súladu, ktoré ich môžu v prvom rade odrádzať od toho, aby sa uchádzali o prijatie na obchodovanie na obchodných miestach Únie. Akcie vydané MSP na obchodných miestach Únie okrem toho často doplácajú na nižšie úrovne likvidity a vyššiu volatilitu, čím sa zvyšujú kapitálové náklady, v dôsledku čoho je tento zdroj financovania príliš zaťažujúci.
- (2) Smernicou Európskeho parlamentu a Rady 2014/65/EÚ⁴ sa vytvoril nový druh obchodného miesta – rastové trhy MSP, ktoré sú podskupinou multilaterálnych obchodných systémov (ďalej len „MTF“), s cieľom uľahčiť prístup MSP ku kapitálu, ako aj ďalší rozvoj špecializovaných trhov, ktoré sú zamerané na uspokojovanie potrieb emitentov MSP. V smernici 2014/65/EÚ sa zároveň predpokladá, že *„pozornosť treba zamerať na to, ako by budúce nariadenie malo ďalej posilniť a podporiť využívanie tohto trhu, tak aby bol príťažlivý pre investorov, a zabezpečiť zníženie administratívnej záťaže a poskytnúť ďalšiu motiváciu pre MSP, aby vstupovali na kapitálové trhy prostredníctvom rastových trhov MSP“*.

¹ Ú. v. EÚ C [...], [...], s. [...].

² Ú. v. EÚ C ..., ..., s.

³ Pozícia Európskeho parlamentu z... (Ú. v. EÚ...) a rozhodnutie Rady z...

⁴ Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/65/EÚ z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi, ktorou sa mení smernica 2002/92/ES a smernica 2011/61/EÚ (Ú. v. EÚ L 173, 12.6.2014, s. 349).

- (3) Treba však poznamenať, že emitenti prijatí na obchodovanie na rastovom trhu MSP využívajú pomerne málo regulačných úľav v porovnaní s emitentmi prijatými na obchodovanie na MTF alebo na regulovaných trhoch. Väčšina povinností stanovených v nariadení Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 596/2014⁵ sa uplatňuje rovnakým spôsobom na všetkých emitentov bez ohľadu na ich veľkosť alebo obchodné miesto, na ktorom sú ich finančné nástroje prijaté na obchodovanie. Uvedená nízka úroveň diferenciácie medzi emitentmi na rastových trhoch MSP a MTF odrádza MTF od toho, aby sa uchádzali o registráciu ako rastový trh MSP, čo sa prejavuje v doterajšom nízkom počte štátov rastového trhu MSP. Preto treba zaviesť dodatočné úľavy s cieľom primerane posilniť využívanie rastových trhov MSP.
- (4) Atraktivnosť rastových trhov MSP by sa mala posilniť ďalším znížením nákladov na dosiahnutie súladu a znížením administratívneho zaťaženia, s ktorým sa stretávajú emitenti na rastových trhoch MSP. S cieľom udržať najvyššie úrovne súladu na regulovaných trhoch by úľavy stanovené v tomto nariadení mali byť obmedzené na spoločnosti kótované na rastových trhoch MSP, a to bez ohľadu na skutočnosť, že nie všetky MSP sú kótované na rastových trhoch MSP a nie všetky spoločnosti kótované na rastových trhoch MSP sú MSP. Podľa smernice 2014/65/EÚ môže byť na obchodovanie na rastových trhoch MSP prijatých až 50 % podnikov, ktoré nie sú MSP, a to s cieľom udržať ziskovosť obchodného modelu rastových trhov MSP okrem iného aj prostredníctvom likvidity cenných papierov podnikov, ktoré nie sú MSP. Pokiaľ ide o riziká týkajúce sa uplatňovania rôznych súborov pravidiel na emitentov kótovaných v rovnakej kategórii obchodného miesta, najmä na rastových trhoch MSP, zmeny stanovené v tomto nariadení by sa nemali obmedzovať len na emitentov MSP. S cieľom dosiahnuť konzistentnosť pre emitentov a jednoznačnosť pre investorov by sa úľavy v oblasti nákladov na dosiahnutie súladu a administratívneho zaťaženia mali uplatňovať na všetkých emitentov na rastových trhoch MSP, a to bez ohľadu na ich trhovú kapitalizáciu. Uplatňovaním rovnakého súboru pravidiel na emitentov sa takisto zabezpečuje, aby spoločnosti neboli sankcionované za to, že sa rozrastajú a prestávajú byť MSP.
- (5) Podľa článku 11 nariadenia (EÚ) č. 596/2014 skúmanie trhu zahŕňa poskytnutie informácií pred oznámením transakcie s cieľom posúdiť záujem potenciálnych investorov o možnú transakciu a s ňou súvisiace podmienky, ako je jej možná veľkosť alebo ocenenie, jednému alebo viacerým potenciálnym investorom. Počas fázy rokovania o súkromnom umiestňovaní dlhopisov emitenti na rastových trhoch MSP začínajú rokovania s obmedzeným súborom potenciálnych kvalifikovaných investorov [v zmysle nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/1129⁶] a dohodujú všetky zmluvné podmienky transakcie s týmito kvalifikovanými investormi. Oznamovanie informácií v uvedenej fáze rokovania o súkromnom umiestňovaní dlhopisov je zamerané na štruktúrovanie a dokončenie celej transakcie, a nie na posúdenie záujmu potenciálnych investorov, pokiaľ ide o vopred vymedzenú transakciu. Uloženie povinnosti týkajúcej sa skúmania trhu, pokiaľ ide o súkromné umiestňovanie dlhopisov, môže byť preto zaťažujúce a môže emitentov aj investorov odrádzať od začatia rokovaní o takýchto transakciách. S cieľom zvýšiť atraktivnosť súkromného umiestňovania dlhopisov na rastových trhoch MSP by tieto transakcie

⁵ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 596/2014 zo 16. apríla 2014 o zneužívaní trhu (nariadenie o zneužívaní trhu) a o zrušení smernice Európskeho parlamentu a Rady 2003/6/ES a smerníc Komisie 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES (Ú. v. EÚ L 173, 12.6.2014, s. 1).

⁶ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/1129 zo 14. júna 2017 o prospektoch, ktorý sa má uverejniť pri verejnej ponuke cenných papierov alebo ich prijatí na obchodovanie na regulovanom trhu, a o zrušení smernice 2003/71/ES (Ú. v. EÚ L 168, 30.6.2017, s. 12).

mali byť vylúčené z rozsahu pôsobnosti režimu skúmania trhu za predpokladu, že sa uplatňuje primeraná dohoda o nezverejňovaní informácií.

- (6) Určitú likviditu akcií emitenta možno dosiahnuť prostredníctvom takých mechanizmov likvidity, ako sú mechanizmy pre tvorbu trhu alebo zmluvy o zabezpečení likvidity. Mechanizmus pre tvorbu trhu zahŕňa zmluvu medzi organizátorom trhu a treťou stranou, ktorá sa zaväzuje udržiavať likviditu v určitých akciách a za to využíva zľavy na obchodných poplatkoch. Zmluva o zabezpečení likvidity predstavuje zmluvu medzi emitentom a treťou stranou, ktorá sa zaväzuje poskytovať likviditu v akciách emitenta a v jeho mene. S cieľom zabezpečiť, aby bola úplne zachovaná integrita trhu, by zmluvy o zabezpečení likvidity mali byť prístupné všetkým emitentom na rastových trhoch MSP v rámci Únie, a to na základe viacerých podmienok. Nie všetky príslušné orgány zaviedli uznané trhové postupy v súvislosti so zmluvami o zabezpečení likvidity podľa článku 13 nariadenia (EÚ) č. 596/2014, čo znamená, že nie všetci emitenti na rastových trhoch MSP majú v súčasnosti prístup k programom likvidity v rámci Únie. Absencia programov likvidity môže byť prekážkou pre účinný rozvoj rastových trhov MSP. Preto treba vytvoriť rámec Únie, ktorý emitentom na rastových trhoch MSP umožní uzavrieť zmluvu o zabezpečení likvidity s poskytovateľom likvidity v inom členskom štáte v prípade, že na vnútroštátnej úrovni nie sú zavedené uznané trhové postupy. Rámec Únie týkajúci sa zmlúv o zabezpečení likvidity pre rastové trhy MSP by však nemal existujúce alebo budúce uznané trhové postupy nahrádzať, ale skôr dopĺňať. Príslušné orgány by si mali ponechať možnosť zaviesť v prípade zmlúv o zabezpečení likvidity uznané trhové postupy s cieľom prispôsobiť podmienky ich miestnym osobitostiam alebo rozšíriť takéto dohody na nelikvidné cenné papiere iné ako akcie rastových trhov MSP.
- (7) S cieľom zabezpečiť jednotné uplatňovanie rámca Únie v prípade zmlúv o zabezpečení likvidity uvedených v odôvodnení 6 by sa nariadenie (EÚ) č. 596/2014 malo zmeniť s cieľom oprávniť Komisiu prijať vykonávacie technické predpisy, ktoré vypracuje Európsky orgán pre cenné papiere a trhy a v ktorých sa stanoví vzor na účely uzatvárania takýchto zmlúv. Komisia by mala prijať uvedené vykonávacie technické predpisy prostredníctvom vykonávacích aktov podľa článku 291 zmluvy a v súlade s článkom 15 nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 1095/2010⁷.
- (8) Podľa článku 17 ods. 4 nariadenia (EÚ) č. 596/2014 môžu emitenti rozhodnúť o odložení sprístupnenia dôverných informácií verejnosti, ak by tým mohli byť dotknuté ich oprávnené záujmy. Emitenti sú však povinní oznámiť rozhodnutie príslušnému orgánu a vysvetliť mu dôvody, z ktorých rozhodnutie vychádza. Povinnosť emitentov na rastových trhoch MSP písomne uviesť dôvody, prečo sa rozhodli odložiť zverejnenie, môže byť zaťažujúca. Usudzuje sa, že miernejšia požiadavka na emitentov na rastových trhoch MSP, ktorú predstavuje povinnosť vysvetliť dôvody odloženia iba na požiadanie príslušného orgánu, by nemala závažný vplyv na možnosť príslušného orgánu monitorovať zverejňovanie dôverných informácií, čím by sa významne znížila administratívna záťaž emitentov na rastových trhoch MSP za predpokladu, že príslušné orgány by boli stále informované

⁷ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 1095/2010 z 24. novembra 2010, ktorým sa zriaďuje Európsky orgán dohľadu (Európsky orgán pre cenné papiere a trhy) a ktorým sa mení a dopĺňa rozhodnutie č. 716/2009/ES a zrušuje rozhodnutie Komisie 2009/77/ES (Ú. v. EÚ L 331, 15.12.2010, s. 84).

o rozhodnutí týkajúcom sa odloženia a boli by schopné začať vyšetrovanie, keby mali pochybnosti, pokiaľ ide o uvedené rozhodnutie.

- (9) Súčasne menej prísne požiadavky na emitentov na rastových trhoch MSP, pokiaľ ide o zostavovanie zoznamu osôb, ktoré majú dôverné informácie, v súlade s článkom 18 ods. 6 nariadenia (EÚ) č. 596/2014 iba na požiadanie príslušného orgánu, má obmedzený praktický účinok, pretože uvedení emitenti sú v kontexte prebiehajúcich projektov stále predmetom priebežného monitorovania osôb, ktoré sa kvalifikujú ako osoby, ktoré majú dôverné informácie. Existujúce úľavy by preto mala nahradiť možnosť, aby emitenti na rastových trhoch MSP viedli iba zoznam stálych osôb, ktoré majú dôverné informácie, ktorý by mal zahŕňať osoby s pravidelným prístupom k dôverným informáciám v dôsledku ich funkcie alebo postavenia v organizačnej štruktúre emitenta.
- (10) Podľa článku 19 ods. 3 nariadenia (EÚ) č. 596/2014 musia emitenti zverejniť transakcie, ktoré uskutočňujú osoby vykonávajúce riadiace úlohy a osoby s nimi úzko spojené, do troch pracovných dní od uskutočnenia transakcie. Rovnaká lehota sa uplatňuje na osoby vykonávajúce riadiace úlohy a na osoby s nimi úzko spojené, pokiaľ ide o ich povinnosť podávať správy o svojich transakciách emitentovi. Ak osoby vykonávajúce riadiace úlohy a osoby s nimi úzko spojené informovali emitentov na rastových trhoch MSP o svojich transakciách neskoro, je pre uvedených emitentov na rastových trhoch MSP technicky náročné dodržať trojdňovú lehotu, čo môže spôsobiť problémy týkajúce sa zodpovednosti. Emitenti na rastových trhoch MSP by preto mali mať možnosť zverejniť transakcie do dvoch dní po tom, ako osoby vykonávajúce riadiace úlohy alebo osoby s nimi úzko spojené oznámili tieto transakcie.
- (11) Rastové trhy MSP by nemali byť vnímané ako posledný krok pri rozrastaní emitentov, mali by umožniť, aby sa úspešné podniky rozrastali a aby sa jedného dňa presunuli na regulované trhy s cieľom využívať vyššiu likviditu a širšiu skupinu investorov. Na uľahčenie prechodu z rastového trhu MSP na regulovaný trh by rozrastajúce sa spoločnosti mali mať možnosť využívať zjednodušený režim zverejňovania pre potreby prijatia na regulovaný trh, ako sa stanovuje v článku 14 nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/1129 za predpokladu, že uvedené spoločnosti sú už aspoň tri roky prijaté na obchodovanie na rastovom trhu MSP. Táto lehota by umožnila, aby emitenti mali dostatok výsledkov a aby poskytli trhu informácie o svojej finančnej výkonnosti a požiadavkách na podávanie správ podľa pravidiel smernice 2014/65/EÚ.
- (12) Podľa nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (ES) č. 1606/2002⁸ nie sú emitenti na rastových trhoch MSP povinní zverejňovať svoje finančné výkazy v Medzinárodných normách pre finančné výkazníctvo. S cieľom zabrániť odklonu od noriem regulovaného trhu by však emitenti na rastových trhoch MSP, ktorí by chceli pri prechode na regulovaný trh využiť zjednodušený režim zverejňovania, mali vypracovať svoje najnovšie finančné výkazy vrátane porovnateľných informácií za predchádzajúci rok v súlade s uvedeným nariadením.
- (13) Nariadenia (EÚ) č. 596/2014 a (EÚ) č. 2017/1129 by sa preto mali zodpovedajúcim spôsobom zmeniť.

⁸ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (ES) č. 1606/2002 z 19. júla 2002 o uplatňovaní medzinárodných účtovných noriem (Ú. v. ES L 243, 11.9.2002, s. 1).

- (14) Zmeny stanovené v tomto nariadení by sa mali uplatňovať 6 mesiacov od nadobudnutia účinnosti tohto nariadenia s cieľom poskytnúť etablovaným organizátorom rastového trhu MSP dostatočný čas na prispôbenie ich súborov pravidiel,

PRIJALI TOTO NARIADENIE:

Článok 1

Zmeny nariadenia (EÚ) č. 596/2014

Nariadenie (EÚ) č. 596/2014 sa mení takto:

1. V článku 11 sa vkladá tento odsek 1a:

„1a. Ak je ponuka cenných papierov určená výlučne kvalifikovaným investorom v zmysle vymedzenia v článku 2 písm. e) nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/1129*, oznamovanie informácií uvedeným kvalifikovaným investorom na účely rokovania o zmluvných podmienkach a podmienkach ich účasti na emisii dlhopisov emitenta, ktorý má finančné nástroje prijaté na obchodovanie na rastovom trhu MSP, sa nepovažuje za skúmanie trhu a nepredstavuje neoprávnené zverejňovanie dôverných informácií. Uvedený emitent zabezpečí, aby kvalifikovaní investori, ktorí dostávajú informácie, poznali a písomne potvrdili príslušné právne a regulačné povinnosti a aby si boli vedomí sankcií uplatniteľných pri obchodovaní s využitím dôverných informácií a neoprávnenom zverejnení dôverných informácií.

* Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/1129 zo 14. júna 2017 o prospekte, ktorý sa má uverejniť pri verejnej ponuke cenných papierov alebo ich prijatí na obchodovanie na regulovanom trhu, a o zrušení smernice 2003/71/ES (Ú. v. EÚ L 168, 30.6.2017, s. 12).“

2. V článku 13 sa vkladajú tieto odseky 12 a 13:

„12. Emitent, ktorého finančné nástroje sú prijaté na obchodovanie na rastovom trhu MSP, je oprávnený uzavrieť zmluvu o zabezpečení likvidity na svoj akcie, ak sú splnené tieto podmienky:

- a) podmienky zmluvy o zabezpečení likvidity sú v súlade s kritériami stanovenými v článku 13 ods. 2 tohto nariadenia a v delegovanom nariadení Komisie (EÚ) 2016/908**;
- b) zmluva o zabezpečení likvidity je vypracovaná v súlade so vzorom uvedeným v odseku 13;
- c) poskytovateľ likvidity je náležite oprávnený príslušným orgánom v súlade so smernicou 2014/65/EÚ a je zaregistrovaný ako člen trhu organizátorom trhu alebo investičnou spoločnosťou prevádzkujúcou rastový trh MSP;
- d) organizátor trhu alebo investičná spoločnosť prevádzkujúca rastový trh MSP emitentovi písomne potvrdí doručenie kópie zmluvy o zabezpečení likvidity a súhlas s uvedenými zmluvnými podmienkami.

Emitent uvedený v prvom pododseku tohto odseku musí byť schopný kedykoľvek preukázať, že podmienky, za ktorých bola uzavretá zmluva, sa priebežne plnia. Uvedený emitent a investičná spoločnosť prevádzkujúca rastový trh MSP poskytnú príslušným orgánom na požiadanie kópiu zmluvy o zabezpečení likvidity.

13. S cieľom zabezpečiť jednotné podmienky uplatňovania odseku 12 orgán ESMA vypracuje návrh vykonávacích technických predpisov, v ktorých sa stanoví vzor zmluvy, ktorý sa má používať na účely uzatvorenia zmluvy o zabezpečení likvidity s cieľom zaistiť súlad s podmienkami stanovenými v článku 13. Orgán ESMA predloží Komisii návrh uvedených vykonávacích technických predpisov do [...]. Komisii sa v súlade s článkom 15 nariadenia (EÚ) č. 1095/2010 udeľuje právomoc prijímať vykonávacie technické predpisy uvedené v prvom pododseku.

** Delegované nariadenie Komisie (EÚ) 2016/908 z 26. februára 2016, ktorým sa dopĺňa nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 596/2014, pokiaľ ide o stanovenie regulačných technických predpisov v súvislosti s kritériami, postupom a požiadavkami týkajúcimi sa zavedenia uznaného trhového postupu a požiadavkami na jeho zachovanie, ukončenie alebo zmenu podmienok jeho uznania (Ú. v. EÚ L 153, 10.6.2016, s. 3). “

3. V článku 17 ods. 4 sa dopĺňa tento pododsek:

„Emitent, ktorého finančné nástroje sú prijaté na obchodovanie na rastovom trhu MSP a ktorý sa rozhodol odložiť zverejnenie dôverných informácií, oznámi toto rozhodnutie príslušnému orgánu. Vysvetlenia týkajúce sa rozhodnutia o odložení sa poskytujú iba na požiadanie príslušného orgánu stanoveného v súlade s odsekom 3. Uvedený príslušný orgán nevyžaduje, aby emitent uchovával záznam týkajúci sa uvedeného vysvetlenia.“

4. V článku 18 sa odsek 6 nahrádza takto:

„6. Emitenti, ktorých finančné nástroje sú prijaté na obchodovanie na rastovom trhu MSP, sú oprávnení zahrnúť do svojich zoznamov osôb, ktoré majú dôverné informácie, len tie osoby, ktoré z dôvodu povahy svojej funkcie alebo pozície v organizačnej štruktúre emitenta majú pravidelný prístup k dôverným informáciám. Akákoľvek osoba konajúca v mene alebo na účet emitenta, ktorý je prijatý na obchodovanie na rastovom trhu MSP, naďalej podlieha požiadavkám stanoveným v odsekoch 1 až 5.

Uvedený zoznam sa na požiadanie poskytne príslušnému orgánu.“

5. V článku 19 ods. 3 prvom pododseku sa pridáva táto veta:

„Emitenti, ktorých finančné nástroje sú prijaté na obchodovanie na rastovom trhu MSP, majú dva pracovné dni od prijatia oznámenia uvedeného v odseku 1 na to, aby zverejnili informácie zahrnuté v uvedenom oznámení.“

Článok 2

Zmeny nariadenia (EÚ) 2017/1129

Článok 14 nariadenia (EÚ) 2017/1129 sa mení takto:

1. V odseku 1 prvom pododseku sa dopĺňa písmeno d):

„d) emitenti, ktorí boli najmenej tri roky prijatí na obchodovanie na rastovom trhu MSP a ktorí žiadajú o prijatie existujúcich alebo nových cenných papierov na obchodovanie na regulovanom trhu.“

2. V odseku 2 druhom pododseku sa dopĺňa táto veta:

„Pre emitentov uvedených v odseku 1 prvom pododseku písm. d) sa najnovšie finančné výkazy obsahujúce komparatívne informácie za predchádzajúci rok zahrnuté v zjednodušenom prospekte vypracúvajú v súlade s Medzinárodnými

normami pre finančné výkazníctvo schválenými v Únii podľa nariadenia (ES) č. 1606/2002***.

*** Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (ES) č. 1606/2002 z 19. júla 2002 o uplatňovaní medzinárodných účtovných noriem (Ú. v. ES L 243, 11.9.2002, s. 1). “

Článok 3

Nadobudnutie účinnosti a uplatňovanie

Toto nariadenie nadobúda účinnosť dvadsiatym dňom po jeho uverejnení v *Úradnom vestníku Európskej únie*.

Uplatňuje sa 6 mesiacov od nadobudnutia účinnosti.

Toto nariadenie je záväzné v celom rozsahu a priamo uplatniteľné vo všetkých členských štátoch.

V Bruseli

*Za Európsky parlament
predseda*

*Za Radu
predseda*