

Bruselj, 30. maj 2018
(OR. en)

9402/18

Medinstitucionalna zadeva:
2018/0165 (COD)

EF 149
ECOFIN 500
CODEC 869

PREDLOG

Pošiljatelj:	za generalnega sekretarja Evropske komisije: direktor Jordi AYET PUIGARNAU
Datum prejema:	25. maj 2018
Prejemnik:	generalni sekretar Sveta Evropske unije Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN
Št. dok. Kom.:	COM(2018) 331 final
Zadeva:	Predlog UREDBE EVROPSKEGA PARLAMENTA IN SVETA o spremembi uredb (EU) št. 596/2014 in (EU) 2017/1129 v zvezi s spodbujanjem uporabe zagonskih trgov MSP

V prilogi vam pošiljamo dokument COM(2018) 331 final.

Priloga: COM(2018) 331 final



Bruselj, 24.5.2018
COM(2018) 331 final

2018/0165 (COD)

Predlog

UREDBA EVROPSKEGA PARLAMENTA IN SVETA

**o spremembi uredb (EU) št. 596/2014 in (EU) 2017/1129 v zvezi s spodbujanjem uporabe
zagonskih trgov MSP**

(Besedilo velja za EGP)

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

OBRAZLOŽITVENI MEMORANDUM

1. OZADJE PREDLOGA

• Razlogi za predlog in njegovi cilji

Širitev dostopa do tržnih virov financiranja za evropska podjetja v vseh fazah njihovega razvoja je v središču unije kapitalskih trgov. EU je od uvedbe akcijskega načrta za unijo kapitalskih trgov dosegla precejšen napredek pri povečanju virov financiranja, ko podjetja postopoma rastejo, in širši dostopnosti tržnega financiranja po vsej EU. V veljavi so že nova pravila za povečanje vlaganja skladov tveganega kapitala EU v zagonska in srednje velika podjetja. Komisija je skupaj z Evropskim investicijskim skladom uvedla tudi program vseevropskega sklada skladov tveganega kapitala (VentureEU), s katerim želi spodbuditi naložbe v inovativna podjetja v zagonski in razširitveni fazi v Evropi. Nova pravila o perspektivah so že bila sprejeta, da bi se podprlo podjetja pri zbiranju denarnih sredstev na javnih trgih za lastniški in dolžniški kapital. Za mala podjetja in podjetja s srednje veliko tržno kapitalizacijo, ki želijo zbirati denarna sredstva po vsej EU, se pripravlja nov prospekt EU za rast. Komisija je z namenom povečati dostop do financiranja za zagonska podjetja in podjetnike poleg tega predlagala oblikovanje evropskega znaka za platforme naložbenega in posojilnega množičnega financiranja („evropski ponudniki storitev množičnega financiranja za podjetja“).

Vendar je treba več narediti za oblikovanje bolj spodbudnega regulativnega okvira, ki podpira dostop malih in srednjih podjetij (v nadaljnjem besedilu: MSP) do javnega financiranja. To bi bilo treba doseči zlasti s promoviranjem oznake zagonski trg MSP, ki je bila ustvarjena z direktivo o trgih finančnih instrumentov II (MiFID II)¹, in vzpostavitev pravega ravnovesja med zaščito vlagateljev in celovitostjo trga na eni ter izogibanjem nepotrebnim upravnim bremenom na drugi strani.

Komisija je v vmesnem pregledu akcijskega načrta za unijo kapitalskih trgov² iz junija 2017 okrepila osredotočenost na dostop MSP do javnih trgov. V zvezi s tem se je Komisija zavezala k objavi *ocene učinka, s katero se bo ugotovilo, ali bi ciljno usmerjene spremembe zadevne zakonodaje EU lahko ustvarile bolj sorazmerno regulativno okolje za podporo uvrstitve MSP v trgovanje na javnih trgih*.

Mala in srednja podjetja (v nadaljnjem besedilu: MSP), ki se na novo uvrstijo v trgovanje, so ključno gonilo naložb in ustvarjanja delovnih mest. Podjetja, ki so se nedavno uvrstila v trgovanje, pogosto prekosijo podjetja v zasebni lasti, kar zadeva letno rast in povečanje delovne sile. Podjetja, uvrščena v trgovanje, so manj odvisna od bančnega financiranja in imajo koristi od bolj raznolike naložbene baze, lažjega dostopa do dodatnega lastniškega kapitala in dolžniškega financiranja (prek nadaljnje ponudbe) ter boljše javne podobe in prepoznavnosti blagovne znamke.

Vendar javni trgi EU za MSP kljub temu težko pritegnejo nove izdajatelje. V obdobju po krizi je v Evropski uniji število prvih javnih ponudb na trgih, namenjenih MSP, strmo upadlo in se odtlej ni znatno povečalo. V Evropi se zato v primerjavi z obdobjem pred krizo izvede pol manj prvih javnih ponudb MSP (v povprečju 478 prvih javnih ponudb letno v letih 2006 in 2007 v primerjavi z 218 v obdobju od 2009 do 2017 v okviru večstranskih sistemov trgovanja MSP EU). V letih 2006 in 2007 je bilo v okviru večstranskih sistemov trgovanja za evropska

¹ Direktiva 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov ter spremembi Direktive 2002/92/ES in Direktive 2011/61/EU

² Sporočilo Komisije o vmesnem pregledu akcijskega načrta za unijo kapitalskih trgov ({SWD(2017) 224 final} in {SWD(2017) 225 final} z dne 8. junija 2017).

MSP prek prvih javnih ponudb zbranih v povprečju 13,8 milijarde EUR letno. Ta znesek je v obdobju od 2009 do 2017 upadel na v povprečju 2,55 milijarde EUR.

Na odločitev MSP za javno ponudbo in odločitev vlagateljev, da denar vložijo v finančne instrumente MSP, vplivajo številni dejavniki. Ocena učinka³ kaže, da se javni trgi za mala in srednja podjetja soočajo z dvema skupinama regulativnih izzivov: (i) na strani ponudbe se izdajatelji pri uvrstitvi na javne trge srečujejo z visokimi stroški izpolnjevanja obveznosti; (ii) na strani povpraševanja lahko nezadostna likvidnost negativno vpliva na izdajatelje (zaradi višjih stroškov kapitala), na vlagatelje (ki lahko že tako ali tako neradi vlagajo v MSP zaradi nizke ravni likvidnosti in s tem povezanimi tveganji zaradi nestanovitnosti) in na tržne posrednike (katerih poslovni modeli temeljijo na toku naročil strank na likvidnih trgih).

Področje uporabe pobude: zagonski trgi MSP

Ta pobuda je strogo omejena na zagonske trge MSP⁴ in podjetja, uvrščena v trgovanje na teh mestih trgovanja. Zagonski trgi MSP so nova kategorija večstranskih sistemov trgovanja, uvedena z direktivo o trgih finančnih instrumentov II iz januarja 2018.

Pri ocenjevanju, ali bi morali biti izdajatelji MSP, sprejeti v trgovanje na reguliranih trgih, upravičeni do enakega zmanjšanja regulativnih zahtev, je bila sprejeta odločitev, da se krog upravičencev do poenostavitve omeji na izdajatelje, sprejete v trgovanje na zagonskih trgih MSP. Zahteve, ki veljajo za izdajatelje na reguliranih trgih, bi se morale uporabljati na podoben način ne glede na velikost podjetja. Različne zahteve za MSP in podjetja z veliko tržno kapitalizacijo bi verjetno zmedla deležnike (zlasti vlagatelje).

Sedanji regulativni okvir

Podjetja, uvrščena v trgovanje na zagonskem trgu MSP, morajo izpolnjevati nekatera pravila Unije, zlasti iz uredbe o zlorabi trga⁵ in uredbe o prospektu⁶.

Uredba o zlorabi trga se je od 1. julija 2016, ko se je začela uporabljati, razširila na večstranske sisteme trgovanja, vključno z zagonskimi trgi MSP. Namen te uredbe je okrepiti celovitost trga in zaupanje vlagateljev. Uredba prepoveduje: (i) trgovanje ali poskus trgovanja na podlagi notranjih informacij; (ii) drugi osebi priporočati trgovanje z notranjimi informacijami ali drugo osebo napeljevati k trgovanju z notranjimi informacijami; (iii) protipravno razkrivanje notranjih informacij⁷ in (iv) izvajanje ali poskus izvajanja tržne manipulacije. Za izdajatelje v skladu z uredbo velja tudi več obveznosti glede razkritja in vodenja evidenc. Za zadevne izdajatelje zlasti velja splošna obveznost čim hitrejšega razkritja notranjih informacij javnosti. Uredba o zlorabi trga je z okrepitvijo celovitosti trga in razširitvijo tržne ureditve proti zlorabi trga na večstranske sisteme trgovanja ključno prispevala k povrnitvi zaupanja vlagateljev v finančne trge.

Vendar je ta zakonodajni akt uredba, ki enako velja za vse. Skorajda vse v njej zapisane zahteve se uporabljajo na enak način za vse izdajatelje, ne glede na njihovo velikost ali mesto trgovanja, kjer so njihovi finančni instrumenti sprejeti v trgovanje. Uredba vsebuje samo dve

³ Ocena učinka {SWD(2018) 243} in {SWD(2018) 244}.

⁴ Da se trg lahko opredeli kot zagonski trg MSP, mora biti vsaj 50 % izdajateljev, s finančnimi instrumenti katerih se trguje na zagonskem trgu MSP, malih in srednjih podjetij, ki so z MiFID II opredeljena kot podjetja s povprečno tržno kapitalizacijo manj kot 200 milijonov EUR na podlagi kotacij ob koncu leta za pretekla tri koledarska leta.

⁵ Uredba (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o zlorabi trga (uredba o zlorabi trga).

⁶ Uredba (EU) 2017/1129 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2017 o prospektu, ki se objavi ob ponudbi vrednostnih papirjev javnosti ali njihovi uvrstitvi v trgovanje na reguliranem trgu.

⁷ Do tega pride, če katera koli fizična ali pravna oseba razkrije notranje informacije drugače kot med običajnim opravljanjem službenih nalog, poklica ali dolžnosti.

manjši prilagoditvi za izdajatelje, uvrščene v trgovanje na zagonskih trgih MSP. Prva omogoča mestom trgovanja, ki upravljajo zagonski trg MSP, da objavijo notranje informacije na svojem spletnem mestu (namesto na spletnem mestu izdajatelja). Druga omogoča izdajateljem, uvrščenim v trgovanje na zagonskih trgih MSP, da seznane oseb z dostopom do notranjih informacij predložijo samo na zahtevo pristojnega nacionalnega organa. Vendar pa je učinek tega zmanjšanja zahtev omejen, ker morajo podjetja še vedno zbirati in shranjevati vse ustrezne informacije, da lahko na zahtevo predložijo seznane oseb z dostopom do notranjih informacij.

Prospekt je zakonsko obvezen dokument, s katerim se predstavijo informacije o podjetju ob javni ponudbi vrednostnih papirjev ali njihovem sprejemu v trgovanje na reguliranem trgu. Evropska unija je na podlagi akcijskega načrta za unijo kapitalskih trgov že poenostavila in pocenila dostop do javnih trgov za manjša podjetja, zlasti z uvedbo poenostavljenega „prospekta EU za rast“ z revidirano uredbo o prospektu. Izdajatelj lahko zaprosi za sprejem v trgovanje na reguliranem trgu, potem ko s svojimi delnicami nekaj let trguje na zagonskem trgu MSP. To lahko stori, da izkoristi večjo likvidnost in širši nabor vlagateljev. Če pa zadevni izdajatelj želi prenesti svoje delnice z zagonskega trga MSP na regulirani trg, mora pripraviti celovit prospekt, saj za podjetja v takšnem položaju ni predvidena nobena poenostavitev glede sestave prospekta.

Uporabo „blagovne znamke“ zagonskega trga MSP ovira omejeni obseg zmanjšanja zahtev, ki so v zakonodaji EU trenutno predvidene za izdajatelje, uvrščene v trgovanje v tej novi kategoriji mest trgovanja. Splošni cilj te pobude je torej uvesti tehnične prilagoditve enotnih pravil EU, da se: (i) zmanjša upravno breme in stroške izpolnjevanja zakonskih obveznosti, s katerimi se soočajo MSP, ko so njihovi finančni instrumenti uvrščeni v trgovanje na zagonskem trgu MSP, ob hkratnem zagotavljanju visoke ravni zaščite vlagateljev in celovitosti trga ter (ii) poveča likvidnost lastniških instrumentov, uvrščenih v trgovanje na zagonskih trgih MSP.

Te ciljno usmerjene zakonodajne spremembe, predvidene v tem predlogu, same po sebi ne bodo v celoti oživile dostopa do javnih trgov za MSP. Vseeno pa obravnavajo regulativne ovire, za katere so različni deležniki navedli, da zavirajo zbiranje kapitala MSP na javnih trgih. Ovire obravnavajo ob hkratnem ohranjanju najvišjih standardov zaščite vlagateljev in celovitosti trga. Vse morebitne spremembe je zato treba razumeti kot prvi korak v pravi smeri in ne kot vseobsegajoče rešitve. Poleg tega ta predlog uredbe ne pomeni prenove uredbe o zlorabi trga (ki se uporablja manj kot dve leti) ali uredbe o prospektu (o kateri sta se sozakonodajalca nedavno sporazumela in bo začela veljati julija 2019). Ta predlog (skupaj s spremembami, predvidenimi v Delegirani uredbi Komisije (EU) 2017/565) uvaja le tehnične spremembe, da bi pravni okvir EU, ki se uporablja za MSP, uvrščene v trgovanje, postal sorazmernejši. Zagotovil bo, da bodo različni večstranski sistemi trgovanja po vsej EU, ki so osredotočeni na MSP, uporabljali oznako „zagonski trg MSP“, ki je bila januarja 2018 uvedena z MiFID II.

- **Skladnost z veljavnimi predpisi s področja zadevne politike**

Ta pobuda je skladna z obstoječim pravnim okvirom. V MiFID II je navedeno, da bi moral biti cilj zagonskih trgov MSP „malim in srednjim podjetjem olajša[ti] dostop do kapitala“ in da bi bilo treba „[p]ozornost [...] osredotočiti na to, kako naj bi ureditev v prihodnosti dodatno spodbujala in podpirala uporabo tega trga, da bi bil privlačen za vlagatelje, ter zagotavljala zmanjšanje upravnega bremena in dodatne spodbude za MSP, da bi na kapitalske trge dostopala prek zagonskih trgov MSP“⁸. V uvodnih izjavah 6 in 55 uredbe o

⁸ MiFID II, uvodna izjava 132.

zlorabi trga se izrecno poziva k zmanjšanju upravnih stroškov za manjše izdajatelje, uvrščene v trgovanje na zagonskih trgih MSP.

Posebne določbe za to novo obliko mest trgovanja že vključuje več aktov EU, kot sta nedavno sprejeta uredba o prospektu⁹ in uredba o centralnih depotnih družbah¹⁰. Cilja teh določb sta zmanjšati upravno breme za izdajatelje na zagonskih trgih MSP in izboljšati likvidnost finančnih instrumentov, s katerimi se na njih trguje.

Stroški priprave prospekta so lahko za MSP nesorazmerno visoki, zato je bil z uredbo o prospektu uveden poenostavljen „prospekt EU za rast“. Na voljo je predvsem za MSP, z instrumenti katerih se trguje na zagonskih trgih MSP, in izdajatelje, ki niso MSP in s katerih vrednostnimi papirji se trguje na zagonskem trgu MSP, če imajo tržno kapitalizacijo manj kot 500 milijonov EUR¹¹. Poleg tega lahko poenostavljeno ureditev glede razkritja za sekundarne izdaje izkoristijo izdajatelji, katerih vrednostni papirji so že bili neprekinjeno uvrščeni v trgovanje na zagonskem trgu MSP najmanj zadnjih 18 mesecev¹².

Uredba o centralnih depotnih družbah določa postopek obveznega kritnega nakupa za vse finančne instrumente, ki se ne dostavijo v določenem obdobju po načrtovanem datumu poravnave (tj. dva dneva po trgovanju, t. i. pravilo „T+2“). Hkrati uredba o centralnih depotnih družbah vsebuje pravila, prilagojena posebnostim zagonskih trgov MSP. Postopek kritnega nakupa se za posle na zagonskih trgih MSP sproži v obdobju do 15 dni, v primerjavi z obdobjem do štirih dni za likvidne vrednostne papirje in do sedmih dni za druge nelikvidne vrednostne papirje. Ta posebna pravila za finančne instrumente na zagonskem trgu MSP so bila uvedena, da *„se upošteva likvidnost teh trgov in da se zlasti omogoči dejavnost vzdrževalcev trga na teh manj likvidnih trgih“*¹³.

Ta predlog uredbe je zato usklajen z zgoraj omenjenimi obstoječimi predpisi EU, saj je njegov namen zmanjšati breme za zagonske trge MSP in spodbuditi likvidnosti kapitalskih instrumentov, uvrščenih v trgovanje na teh mestih trgovanja.

Ta predlog uredbe je skladen tudi z nekaterimi predvidenimi spremembami Delegirane uredbe Komisije (EU) 2017/565 za namene Direktive 2014/65/EU (MiFID II). Te spremembe so bile vključene tudi v isto oceno učinka. Njihov cilj je: (i) spremeniti opredelitev MSP, ki je izdajatelj nelastniških vrednostnih papirjev na zagonskem trgu MSP; (ii) predložitev polletnega poročila za izdajatelje nelastniških vrednostnih papirjev na zagonskih trgih MSP napraviti neobvezno; (iii) uvesti zahtevo o prostem trgovanju za izdajatelje, ki prosijo za sprejem v trgovanje na zagonskem trgu MSP. Ti ukrepi bodo: (i) povečali število izdajateljev, ki izdajajo samo dolžniške instrumente, ki se lahko štejejo za MSP, kar bi več večstranskim sistemom trgovanja omogočilo, da se registrirajo kot zagonski trgi MSP, izdajateljem na teh trgih pa omogočilo, da izkoristijo poenostavljene regulativne zahteve; (ii) upravljavcem trga omogočili, da bodo svoja pravila za uvrstitev v trgovanje bolj prilagodili lokalnim razmeram; in (iii) zagotovili, da delnice, uvrščene v trgovanje na zagonskih trgih MSP, v fazi sprejema v trgovanje niso preveč nelikvidne.

⁹ Uredba (EU) 2017/1129 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2017 o prospektu, ki se objavi ob ponudbi vrednostnih papirjev javnosti ali njihovi uvrstitvi v trgovanje na reguliranem trgu.

¹⁰ Uredba (EU) št. 909/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 23. julija 2014 o izboljšanju ureditve poravnave vrednostnih papirjev v Evropski uniji in o centralnih depotnih družbah.

¹¹ Člen 15 uredbe o prospektu.

¹² Člen 14 uredbe o prospektu.

¹³ Uvodna izjava 18 uredbe o centralnih depotnih družbah.

- **Skladnost z drugimi politikami Unije**

Cilj tega zakonodajnega predloga je dopolniti cilje unije kapitalskih trgov za zmanjšanje prevelikega zanašanja evropskih podjetij na bančno financiranje in za diverzifikacijo njihovih tržnih virov financiranja. Komisija je od objave načrta za unijo kapitalskih trgov leta 2015 izvedla celovit sveženj zakonodajnih in nezakonodajnih ukrepov za povečanje financiranja tveganega kapitala v Evropi. To vključuje ustanovitev sklada skladov tveganega kapitala, ki ga podpira proračun EU, ter pregled uredb o evropskih skladih tveganega kapitala in o evropskih skladih za socialno podjetništvo¹⁴. S pregledom se je zlasti razširila zmožnost evropskih skladov tveganega kapitala, da vlagajo v MSP, uvrščena v trgovanje na zagonskih trgih MSP.

Evropska komisija je marca 2018 v sklopu svojega akcijskega načrta za finančno tehnologijo¹⁵ predstavila predlog uredbe o ponudnikih storitev množičnega financiranja¹⁶. Ko bo dogovorjena na ravni EU, bo nova uredba platformam omogočila, da zaprosijo za enotno licenco EU na podlagi enotnega sklopa pravil. To jim bo olajšalo ponujanje storitev po vsej EU. Evropski trg množičnega financiranja je v primerjavi z ostalimi velikimi svetovnimi gospodarstvi sicer slabše razvit, vendar bi morala nova pravila izboljšati dostop do te inovativne oblike financiranja za male vlagatelje in podjetja, ki potrebujejo financiranje, zlasti za zagonska podjetja, in pripomoči k hitrejši rasti trga EU.

Komisija v okviru unije kapitalskih trgov spodbuja tudi trge za prodajo zaprtemu krogu vlagateljev, ki podjetjem omogočajo zbiranje kapitala z izdajo dolžniških instrumentov za institucionalne in druge izkušene vlagatelje. Nedavna študija *o ugotavljanju tržnih in regulativnih ovir za razvoj trga prodaje dolžniških instrumentov zaprtemu krogu vlagateljev v EU*¹⁷ (opravljena v imenu Komisije) je pokazala, da lahko ureditev sondiranja trga iz uredbe o zlorabi trga ovira razvoj tega vira financiranja po vsej EU. Ta regulativna ovira tako institucionalne vlagatelje kot izdajatelje odvrča od pogajanj o takih poslih.

Pobuda bo z olajšanjem uvrstitve podjetij v trgovanje na zagonskih trgih MSP prispevala k olajšanju zbiranja kapitala s strani evropskih podjetij. Pripomogla bo k vzpostavitvi lestvice financiranja, ki omogoča raznolike kanale financiranja podjetij v vseh fazah njihovega razvoja. Živahni javni trgi so bistvenega pomena za dopolnitev zgoraj navedenih ukrepov v okviru unije kapitalskih trgov. Dinamični javni trgi za podjetja z majhno in srednjo kapitalizacijo lahko spodbudijo razvoj zasebnega lastniškega in tveganega kapitala, s tem ko ponudijo možnosti za preprost izstop. Brez možnosti za izstop iz svojih naložb bodo skladi tveganega kapitala in skladi zasebnega kapitala v manjši meri pripravljeni, da vežejo svoj denar med obdobjem rasti podjetja. Javni trgi lastniških vrednostnih papirjev za MSP lahko poleg tega spodbudijo naložbe prek množičnega financiranja. Tako kot vlagatelji tveganega kapitala tudi vlagatelji v okviru lastniškega množičnega financiranja želijo imeti na voljo izhod iz svojih naložb, za kar potrebujejo dobro delujoče in likvidne trge lastniških vrednostnih papirjev, ki jih je mogoče uporabiti kot pot za izhod iz rastočih družb, ki jih podprejo v zgodnejši fazi. Cilj te pobude je tudi odpraviti regulativne ovire, ki izhajajo iz

¹⁴ Uredba (EU) 2017/1991 z dne 25. oktobra 2017 o spremembi Uredbe (EU) št. 345/2013 o evropskih skladih tveganega kapitala in Uredbe (EU) št. 346/2013 o evropskih skladih za socialno podjetništvo.

¹⁵ Akcijski načrt za finančno tehnologijo: za bolj konkurenčen in inovativen evropski finančni sektor – COM(2018) 109 final.

¹⁶ Predlog uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o evropskih ponudnikih storitev množičnega financiranja za podjetja – COM(2018) 113.

¹⁷ BCG in Linklaters: Študija o ugotavljanju tržnih in regulativnih ovir za razvoj prodaje dolžniških instrumentov zaprtemu krogu vlagateljev (Study on Identifying the market and regulatory Obstacles to the Development of Private Placements of Debt instruments in the EU), 2017.

uporabe ureditve sondiranja trga v skladu z uredbo o zlorabi trga, za prodajo obveznic v trgovanje uvrščenih MSP zaprtemu krogu institucionalnih vlagateljev.

2. PRAVNA PODLAGA, SUBSIDIARNOST IN SORAZMERNOST

• Pravna podlaga

Pravna podlaga uredbe o zlorabi trga in uredbe o prospektu je člen 114 Pogodbe o delovanju Evropske unije (v nadaljnjem besedilu: PDEU), ki daje evropskim institucijam pristojnost, da določijo ustrezne predpise, katerih cilj je vzpostavitev in delovanje enotnega trga. Navedeni uredbi lahko spremeni samo zakonodajalec Unije, v tem primeru na podlagi člena 114 Pogodbe.

V skladu s členom 4 PDEU mora biti ukrepanje EU za dokončanje notranjega trga ocenjeno z vidika načela subsidiarnosti iz člena 5(3) Pogodbe o Evropski uniji. V skladu z načelom subsidiarnosti se na ravni EU ukrepa le takrat, ko ciljev predlaganih ukrepov ne morejo zadovoljivo doseči države članice same in je zato potrebno ukrepanje na ravni EU.

• Subsidiarnost (za neizključno pristojnost)

V skladu s členom 4 PDEU mora biti ukrepanje EU za dokončanje notranjega trga ocenjeno z vidika načela subsidiarnosti iz člena 5(3) Pogodbe o Evropski uniji. V skladu z načelom subsidiarnosti se na ravni EU ukrepa le takrat, ko ciljev predlaganih ukrepov ne morejo zadovoljivo doseči države članice same in je zato potrebno ukrepanje na ravni EU.

Treba je oceniti, ali imajo obravnavana vprašanja nadnacionalne vidike in ali ciljev predlaganih ukrepov države članice ne morejo zadovoljivo doseči v okviru svojih nacionalnih ustavnih sistemov (t. i. „*preskus nujnosti*“). V zvezi s tem je treba opozoriti, da so večstranski sistemi trgovanja, ki so osredotočeni na MSP, (in potencialni zagonski trgi MSP) bolj lokalne narave kot regulirani trgi. Hkrati imajo ta mesta trgovanja očitno čezmejno razsežnost, saj vlagatelji lahko vlagajo na mestih trgovanja zunaj svoje države članice izvora in ker izdajatelji svoje delnice ali obveznice pogosto uvrstijo v trgovanje na mestu trgovanja, ki je v drugi državi članici.

Prvi cilj te pobude je odpraviti nepotrebna upravna bremena, da se MSP omogoči lažji dostop do javnih trgov za delnice in obveznice ter lahko tako diverzificirajo svoje vire kapitala, ki prihajajo od koder koli v EU (ob hkratnem zagotavljanju visoke ravni zaščite vlagateljev in celovitosti trga). Drugi cilj je povečati likvidnost delnic, ki jih izdajo izdajatelji na zagonskih trgih MSP. Doseganje teh ciljev bo omogočilo povečanje čezmejnih tokov kapitala in v končni fazi gospodarsko rast in ustvarjanje delovnih mest v vseh državah članicah EU.

Upravne zahteve za MSP izhajajo iz uporabe uredbe o zlorabi trga in uredbe o prospektu. Ti evropski uredbi sta neposredno pravno zavezujoči v vseh državah članicah. Državam članicam ne omogočata skoraj nobene prožnosti, da bi lahko pravila prilagodile lokalnim okoliščinam ali velikosti izdajateljev oziroma investicijskih podjetij. Težave, ki izhajajo iz navedenih določb, je mogoče učinkovito obravnavati le z zakonodajnimi spremembami na evropski ravni¹⁸. Druge možnosti, tj. nezakonodajni ukrepi na ravni Unije (npr. smernice Evropskega organa za vrednostne papirje in trge ter ukrepanje na ravni države članice), ne

¹⁸ Zadeva Vodafone C-58/08: „Če so bile z aktom, ki temelji na členu 95 ES, že odstranjene vse ovire pri trgovanju na področju, ki ga usklajuje, to zakonodajalcu Skupnosti ne more preprečiti možnosti, da to določbo prilagodi vsem spremembam okoliščin ali razvoju znanja zaradi njegove naloge varovanja splošnih interesov, določenih s Pogodbo.“

morejo zadovoljivo in učinkovito doseči zastavljenega cilja, saj ne bi mogle spremeniti določb uredb.

Likvidnost finančnih instrumentov MSP (zlasti delnic) ovirajo tudi regulativne pomanjkljivosti, ki izhajajo iz uredbe o zlorabi trga. Zlasti ta uredba od držav članic zahteva, da vzpostavijo sprejete tržne prakse, da bi lahko izdajatelji v njihovi jurisdikciji z borznim posrednikom sklenili pogodbe o zagotavljanju likvidnosti. Le štiri države članice so že uvedle sprejete tržne prakse, kar pomeni, da izdajateljem v 24 državah članicah ta možnost ni na voljo. To povzroča razdrobljenost enotnega trga in izkrivlja konkurenco med izdajatelji, ki imajo pravico do sklenitve pogodbe o zagotavljanju likvidnosti, in tistimi, ki te možnosti nimajo. Omejeno trgovanje bi lahko povzročilo, da bi imeli vlagatelji negativno predstavo o likvidnosti delnic, uvrščenih v trgovanje na zagonskih trgih MSP, kar bi lahko škodilo verodostojnosti in privlačnosti teh novo ustvarjenih mest trgovanja. Potrebno je ukrepanje na ravni EU, da se zagotovi ustrezna obravnava regulativnih pomanjkljivosti, ki izhajajo iz predpisov EU, in poveča likvidnost na teh trgih.

Treba je proučiti, ali bi se cilji bolje dosegli z ukrepanjem na evropski ravni (t. i. „preskus evropske dodane vrednosti“). Glede na svoj obseg bi ukrepanje EU lahko zmanjšalo upravno breme za izdajatelje MSP ter hkrati zagotovilo enake konkurenčne pogoje med izdajatelji. Tako bi se izognili izkrivljanju konkurence med zagonskimi trgi MSP ter zaščitili visoko raven zaščite vlagateljev in celovitost trga.

Kar zadeva regulativne ovire, ki ovirajo zagotavljanje likvidnosti, bi ukrepanje na nacionalni ravni povzročilo pravno razdrobljenost in bi lahko pripeljalo do izkrivljanja konkurence na zagonskih trgih MSP v državah članicah. Za zagotavljanje enotnosti in pravne varnosti je primernejše ukrepanje na evropski ravni. To bo pomagalo učinkovito doseči cilje direktive o trgih finančnih instrumentov II (zlasti oblikovanje zagonskih trgov MSP) in nadalje olajšalo čezmejne naložbe ter konkurenco med mesti trgovanja, obenem pa zaščitilo pravilno delovanje trgov.

• **Sorazmernost**

Predlagani ukrepi za zmanjšanje bremen za MSP, uvrščena v trgovanje, spoštujejo načelo sorazmernosti. Primerni so za doseganje zastavljenih ciljev in ne presegajo meje potrebnega. Kadar uredba o zlorabi trga določa možnost, da države članice zmanjšajo obremenitev izdajateljev (v skladu s členom 19(9) se pristojni nacionalni organi npr. lahko odločijo dvigniti prag, nad katerim se posli vodilnih delavcev razkrijejo javnosti, s 5 000 EUR na 20 000 EUR), se je Komisija odločila, da tega sama ne bo zakonsko urejala, da se državam članicam tako omogoči prožnost, da zahtevo prilagodijo lokalnim razmeram. Kjer ni prožnosti za prilagoditev uredbe o zlorabi trga lokalnim razmeram, je zakonodajno ukrepanje na ravni EU nujno potrebno, da se zmanjšajo upravna bremena za izdajatelje na zagonskih trgih MSP.

Ukrep, katerega cilj je izboljšanje likvidnosti (vzpostavitev 29. ureditve glede pogodb o zagotavljanju likvidnosti za izdajatelje na zagonskih trgih MSP – glej podrobno obrazložitev posameznih določb predloga v nadaljevanju), vzpostavlja ravnotežje med vzpostavitvijo vseevropskih standardov za pogodbe o zagotavljanju likvidnosti in puščanjem zadostnega manevrskega prostora državam članicam, da sprejmejo sprejeto tržno prakso za pogodbe o zagotavljanju likvidnosti (npr. razširitev področja uporabe pogodb o zagotavljanju likvidnosti na nelikvidne vrednostne papirje, ki niso delnice na zagonskih trgih MSP, ali prilagoditev takih pogodb lokalnim posebnostim).

- **Izbira instrumenta**

Cilj predlaganih zakonodajnih sprememb je predvsem zmanjšanje upravnega bremena in stroškov izpolnjevanja obveznosti, s katerimi se soočajo izdajatelji na zagonskih trgih MSP in ki izhajajo iz uporabe uredbe o zlorabi trga in uredbe o prospektu. Ta pobuda si prizadeva tudi spodbuditi likvidnost tako, da se vsakemu izdajatelju na zagonskem trgu MSP v EU omogoči sklenitev pogodbe o zagotavljanju likvidnosti.

V ta namen se bodo z zakonodajnimi ukrepi spremenile sedanje določbe uredbe o zlorabi trga in uredbe o prospektu. Glede na to, da bi bile številne potrebne spremembe manjše spremembe obstoječih pravnih besedil, jih je mogoče povzeti v omnibusni uredbi. Pravna podlaga za uredbo o zlorabi trga in uredbo o prospektu je člen 114(1) PDEU. Vsaka morebitna uredba o njuni spremembi ima zato enako pravno podlago.

3. REZULTATI NAKNADNIH OCEN, POSVETOVANJ Z ZAINTERESIRANIMI STRANMI IN OCEN UČINKA

- **Posvetovanja z zainteresiranimi stranmi**

- (a) Javno posvetovanje o „oblikovanju sorazmernejšega regulativnega okolja, ki bi spodbujalo uvrstitev MSP v trgovanje“.

Službe Komisije so 18. decembra 2017 začele javno posvetovanje o uvrščanju MSP v trgovanje. Osredotočeno je bilo na tri glavna področja: (1.) kako dopolniti koncept zagonskega trga MSP, ki ga je uvedla MiFID II; (2.) kako zmanjšati breme za podjetja, uvrščena v trgovanje na zagonskih trgih MSP; in (3.) kako spodbuditi ekosisteme, ki obdajajo lokalne borze, zlasti z namenom izboljšati likvidnost delnic, uvrščenih v trgovanje na teh mestih trgovanja. Komisija je prejela 71 odgovorov, ki so jih posredovali deležniki iz 18 držav članic¹⁹.

Mnogi deležniki so v odgovor na vprašanje, zakaj le redka MSP zaprosijo za uvrstitev v trgovanje na evropskih javnih trgih, navedli upravna bremena, ki jih MSP nalagajo pravila glede zlorabe trga, preglednosti in razkritja. Uredbo o zlorabi trga so opisali kot težko razumljivo, kar ovira skladnost delovanja MSP z evropsko zakonodajo.

Poleg tega je večina deležnikov ureditev glede poslov vodilnih delavcev opredelila kot zelo obremenjujočo in drago, pri čemer so zagovarjali podaljšanje roka za obvestilo o poslih, zvišanje praga, nad katerim je treba poročati o poslih, in preložitve odgovornosti za razkritje poslov vodilnih delavcev javnosti na njihov pristojni nacionalni organ. Kar zadeva pristop k seznamom oseb z dostopom do notranjih informacij, se je velika večina anketirancev strinjala, da je zahteva zapletena in obremenjujoča, čeprav je sicer potrebna. V povprečju so se zavzeli za to, da se od izdajateljev zahteva bodisi predložitev seznamov oseb z dostopom do notranjih informacij samo na zahtevo pristojnega nacionalnega organa bodisi samo vodenje seznama „oseb s stalnim dostopom do notranjih informacij“. Le redki so zagovarjali popolno izvzetje izdajateljev na zagonskih trgih MSP iz zahteve po vodenju seznamov oseb z dostopom do notranjih informacij. Izmed deležnikov, ki so izrazili mnenje o upravičenosti odložitve

¹⁹ 6 javnih organov (2 ministrstvi za finance, 4 pristojni nacionalni organi); 18 borz; 35 industrijskih združenj (6 za borzne posrednike, 14 za naložbene upravitelje/investicijske banke, 4 za zavarovalce, 3 za računovodstvo/revizijo, 2 za bonitetne agencije, 4 za izdajatelje, 1 za pokojnine), 2 nevladni organizaciji, 2 svetovalni službi/odvetniški pisarni, 2 spodbujevalni banki, 1 akademska institucija; Evropski organ za vrednostne papirje in trge in skupina za uporabnike finančnih storitev. Ti deležniki prihajajo iz 18 držav članic: AT, BE, CZ, DE, DK, EE, EL, ES, FI, FR, HR, IE, IT, LV, NL, PL, SE, UK.

sporočanja notranjih informacij, jih je večina podprla zahtevo, da bi morali izdajatelji obrazložitev predložiti samo na zahtevo pristojnega nacionalnega organa in bi bili izvzeti iz obveznosti vodenja evidence razkritij. Če zopet upoštevamo samo deležnike, ki so izrazili svoje mnenje, jih je jasna večina podprla izvzetje prodaje obveznic zaprtemu krogu vlagateljev na zagonskih trgih MSP iz pravil o sondiranju trga, kadar so vlagatelji udeleženi v pogajanjih o izdaji.

Med tistimi, ki so izrazili mnenje, je velika večina anketirancev menila, da bi moralo biti zmanjšanje zahtev na voljo vsem podjetjem, ki so uvrščena v trgovanje na zagonskih trgih MSP. Trdili so, da je potrebno načelo „en trg, enotna zbirka pravil“, da se zagotovi njihova jasnost in uporaba med vlagatelji, izdajatelji in finančnimi posredniki. Kljub temu je nekaj predstavnikov mest trgovanja in izdajateljev trdilo, da bi bilo treba zmanjšanje regulativnih zahtev zagotoviti vsem MSP, ne glede na to, ali so uvrščena v trgovanje v večstranskem sistemu trgovanja ali na reguliranem trgu.

Večina deležnikov je nasprotovala uvedbi pravil o obveznem prenosu izdajateljev z zagonskega trga MSP na regulirani trg in trdila, da bi moral biti prenos na regulirani trg vedno prepuščen odločitvi izdajatelja. Kljub temu pa so nekateri menili, da bi bilo treba prenos uvrstitve olajšati z ustreznimi regulativnimi spodbudami, katerih cilj bi bil zmanjšati upravno breme in stroške uvrstitve v trgovanje na reguliranem trgu. Različni deležniki so omenili, da bi bila takšna vzpodbuda lahko v obliki izvzetja iz obveznosti priprave prospekta ali v obliki priprave preprostejšega prospekta, če se izdajatelj preseli z zagonskega trga MSP na regulirani trg. Kar zadeva ukrepe za povečanje likvidnosti, so udeleženci na trgu na splošno potrdili koristnost pogodb o zagotavljanju likvidnosti. Med deležniki, ki so izrazili mnenje, so se mnogi strinjali, da bi bilo smiselno vzpostaviti okvir EU, čeprav so številni vztrajali, da je treba ohraniti prožnost, ki bi omogočala prilagoditev takšnih pogodb lokalnim razmeram. Nekaj pristojnih nacionalnih organov je izrazilo bojazen, da bi takšne prakse lahko povzročile manipulativno oblikovanje cen. Vendar pa drugi pristojni nacionalni organi niso videli razloga za skrb, če bi bil okvir nastavljen tako, da bi preprečeval manipulativno vedenje, kot je to urejeno v obstoječih sprejetih tržnih praksah.

(b) Vmesni pregled unije kapitalskih trgov

Službe Komisije so 20. januarja 2017 začela javno posvetovanje o vmesnem pregledu unije kapitalskih trgov. Veliko vprašanih je pozvalo k sorazmernemu pregledu različnih obveznosti nefinančnih izdajateljev, zlasti MSP. Te obveznosti naj bi bile preveč obremenjujoče in naj bi te izdajatelje odvrčale od uvrstitve v trgovanje.

Kar zadeva pravni okvir, ki se uporablja za podjetja, uvrščena v trgovanje, so anketiranci kritizirali različne vidike uredbe o zlorabi trga. Pravila glede poslov vodilnih delavcev in seznamov oseb z dostopom do notranjih informacij so bila tako na primer deležna kritike, ker naj bi bila preveč obremenjujoča za podjetja, uvrščena v trgovanje v večstranskih sistemih trgovanja. Opredelitev notranjih informacij se je štela za preveč zapleteno in bi lahko povzročila tveganje pričakovanega in prezgodnjega razkritja informacij s strani izdajateljev, uvrščenih v trgovanje. Nekateri anketiranci so menili, da je področje uporabe pravil o „sondiranju trga“ v skladu z uredbo o zlorabi trga preširoko in da številni udeleženci na trgu ne bi bili naklonjeni preskusu v okviru sondiranja trga zaradi pravnih tveganj, ki jih to lahko prenese. Drugi anketiranci so menili, da je razširitev uporabe uredbe o zlorabi trga na podjetja, uvrščena v trgovanje v večstranskih sistemih trgovanja, podražila dostop do javnih trgov zaradi neposrednih stroškov spremljanja in razširjanja notranjih informacij.

(c) Poziv k predložitvi dokazov: regulativni okvir EU za finančne storitve

Službe Komisije so 30. septembra 2015 objavile poziv k predložitvi dokazov, namenjen izboljšanju kakovosti sedanjega regulativnega okvira za finančne storitve, vključno s tistimi, na katere bi neposredno vplivali ukrepi unije kapitalskih trgov. V pozivu k predložitvi dokazov so sodelujoči na splošno podprli reforme ureditve kapitalskih trgov, vendar so izrazili zaskrbljenost glede tega, kako zakonodaja na področju zlorabe trga, prospekta in trga vrednostnih papirjev vpliva na tržno financiranje za MSP.

Kar zadeva ureditev proti zlorabi trga in zagonske trge MSP, je nekaj vprašanih trdilo, da ureditev proti zlorabi trga nalaga veliko breme izdajateljem na zagonskih trgih MSP, kar bi lahko v končni fazi pomenilo tudi manjši obseg dejavnosti ter s tem zmanjšanje financiranja za MSP. Posebni pomisleki so bili povezani z razširitvijo področja uporabe dolžnosti izdajateljev v okviru sistema za podjetja, uvrščena v trgovanje v večstranskih sistemih trgovanja, kot je zagotavljanje seznamov oseb z dostopom do notranjih informacij in sporočanje poslov vodilnih delavcev.

• **Zbiranje in uporaba strokovnih mnenj**

Službe Komisije so 14. novembra 2017 organizirale tehnično delavnico s približno 25 predstavniki borz vrednostnih papirjev iz 27 držav članic. Cilj delavnice je bil razpravljati o tehničnih določbah in možnem zmanjšanju zahtev regulativnega okvira za dostop MSP do javnih trgov v okviru priprav javnega posvetovanja leta 2017 o „oblikovanju sorazmernejšega regulativnega okolja, ki bi spodbujalo uvrstitev MSP v trgovanje“.

Večina udeležencev je navedla, da so z uredbo o zlorabi trga nastale drage obveznosti za izdajatelje MSP in bile naložene stroge zahteve, čeprav ima pomembno vlogo pri vzpostavljanju zaupanja vlagateljev. Sodelujoči so kot razlog za to breme navedli naravo notranjih informacij in stopnjo podrobnosti, ki se zahteva za njihovo razkritje. Nekateri sodelujoči so kot problematično navedli težavnost pri ugotavljanju, kaj se nedvoumno šteje za notranjo informacijo. Nekaj drugih deležnikov je izrazilo kritiko, da sankcije, ki se uporabljajo na podlagi uredbe o zlorabi trga, niso sorazmerne v primeru podjetij, uvrščenih v trgovanje v večstranskih sistemih trgovanja, ki imajo tržno kapitalizacijo pogosto manjšo kot 10 milijonov EUR. Kar zadeva sezname oseb z dostopom do notranjih informacij, je nekaj sodelujočih poudarilo, da uvedba izvzetja za zagonske trge MSP ni smiselna, saj bi izdajatelji še vedno morali naknadno predložiti sezname oseb z dostopom do notranjih informacij in imeti vzpostavljene postopke za njihovo pripravo. Številni deležniki so se pritoževali nad strogimi roki, ki jih imajo vodilni delavci za prijavo svojih poslov, in zagovarjali, naj se tridnevni rok podaljša na pet dni ali pa dodatna dva dneva nameni izdajateljem za razkritje takšne informacije. Nekateri med njimi so tudi razložili, da bi bilo treba posle vodilnih delavcev sporočiti samo, kadar so znatni, tj. v vrednosti, ki je višja od sedanje mejne vrednosti (5 000 EUR). Tri mesta trgovanja so se tudi strinjala, da se pravila uredbe o zlorabi trga ne bi smela enako uporabljati za izdajatelje lastniških vrednostnih papirjev in tiste, ki izdajajo izključno dolžniške instrumente. Nazadnje, udeleženec je pojasnil, da bi glede na to, da se večina obveznic MSP proda zaprtemu krogu vlagateljev, izvzetje prodaje zaprtemu krogu vlagateljev iz pravil za sondiranje trga pomenilo resnično olajšanje.

Navedeno je bilo, da bi bili udeleženci na trgu veseli večje jasnosti glede pogodb o zagotavljanju likvidnosti, saj so pomembne tako za borzne posrednike kot za podjetja. Nekaj deležnikov je pojasnilo, da se sprejetih tržnih praks glede zagotavljanja likvidnosti ne bi smelo odpraviti in so se v zvezi s tem zavzemali za pravno varnost.

Službe Komisije so 28. novembra 2017 organizirale tudi tehnično delavnico, na kateri se je zbralo približno 30 predstavnikov izdajateljev, vlagateljev, borznih posrednikov in drugih finančnih posrednikov.

Velika večina deležnikov se je strinjala, da uporaba uredbe o zlorabi trga povzroča velike stroške za MSP. Nekateri od njih so predlagali popolno opustitev uporabe uredbe o zlorabi trga na trgih, namenjenih MSP, ali pa vrnitev zakonodaje na stanje iz prejšnje ureditve iz uredbe o zlorabi trga, saj nova ureditev pogosto privede do tega, da želijo podjetja svoje delnice umakniti s trga. Deležniki so pripomnili, da ima izvzetje iz obveznosti vodenja in posodabljanja seznama oseb z dostopom do notranjih informacij, ki ga določa uredba o zlorabi trga, le omejeno vrednost, saj bi pristojni nacionalni organ še vedno lahko zahteval, da podjetje predloži veliko količino informacij, kar je za manjše izdajatelje težko obvladljivo. Nekateri udeleženci so poudarili, da trgovanje z notranjimi informacijami pomeni veliko tveganje in lahko negativno vpliva na zaupanje vlagateljev. Zato bi se vodenje vsaj stalnega dela seznama oseb z dostopom do notranjih informacij lahko štelo za uravnotežen pristop. Glede poslov vodilnih delavcev so številni dejali, da podaljšanje tridnevnega roka, v katerem je treba obvestiti trg, ne bi ogrozilo zaščite vlagateljev. Nekaj deležnikov je navedlo, da bi bil znesek 20 000 EUR bolj sorazmeren prag za razkritje poslov vodilnih delavcev, čeprav bi ga bilo mogoče še dodatno zvišati, ne da bi s tem ogrozili celovitost trga. Drugi so trdili, da bi breme za izdajatelje zmanjšala zahteva, naj posel vodilnih delavcev objavi pristojni nacionalni organ. Nekateri udeleženci so zagovarjali stališče, da bi bilo treba prenose uvrstitev v trgovanje z zagonskega trga MSP na regulirani trg spodbujati s pomočjo manj zahtevnega prospekta.

• Ocena učinka

Temu predlogu je priložena ocena učinka, ki je bila predložena 19. marca 2018 in jo je Odbor za regulativni nadzor s pridržki odobril 22. aprila 2018.

Odbor za regulativni nadzor je zahteval spremembo osnutka ocene učinka, s katero bi se pojasnilo naslednje: (i) utemeljitev pobude z vidika subsidiarnosti; (ii) kako je bil določen obseg pobude (kar zadeva vključene ukrepe in kako so se ti ukrepi v oceni učinka združili v možnosti); (iii) kako bi prednostne možnosti vplivale na zaščito vlagateljev. Pripombe, ki jih je oblikoval odbor, so bila obravnavane in vključene v končno različico ocene učinka.

Ocena učinka vsebuje analizo več možnosti politike za dosego obeh ciljev, tj. zmanjšati upravno breme za izdajatelje na zagonskih trgih MSP in spodbuditi likvidnost lastniških instrumentov, uvrščenih v trgovanje na teh mestih trgovanja, ob hkratnem ohranjanju visoke ravni zaščite vlagateljev in celovitosti trga.

Komisija je opravila analizo težav, ki bi lahko ovirale ponudbo finančnih instrumentov na zagonskih trgih MSP in povpraševanje po takšnih instrumentih (zlasti likvidnostnih težav, ki lahko odvračajo vlagatelje od naložb na teh trgih). V oceni učinka so opisani trije dejavniki, ki pojasnjujejo naveden težave. To so: 1) regulativno breme za MSP, uvrščena v trgovanje, ki izhaja iz uporabe uredbe o zlorabi trga; 2) neustrezna opredelitev zagonskih trgov MSP; in 3) pomanjkanje mehanizmov za spodbujanje trgovanja in likvidnosti na zagonskih trgih MSP.

Opozoriti je treba, da so nekatere od navedenih težav posledica uporabe stopnje 2 MiFID II in se bodo obravnavale prek ločenih sprememb Delegirane uredbe Komisije 2017/565.

Spodnja preglednica vsebuje povzetek različnih zmanjšanj zahtev za izdajatelje na zagonskih trgih MSP (v skladu z uredbo o zlorabi trga in uredbo o prospektu) in ukrepov za spodbujanje likvidnosti delnic MSP ter njihovih učinkih na zadevne deležnike.

Prednostne možnosti politike	Vpliv na zadevne trge/sektorje
Prednostne možnosti v zvezi z uredbo o zlorabi trga	

Sprejetje novega roka za javno razkritje poslov vodilnih delavcev (dva dneva od datuma uradnega obvestila s strani vodilnih delavcev)	To bi zmanjšalo upravno breme za zagonske trge MSP, saj bi jim zagotovilo, da bi imeli dovolj časa za razkritje poslov vodilnih delavcev javnosti. Sprememba začetka štetja roka bi morala imeti le majhen, če sploh, vpliv na celovitost trga.
Obveznost vodenja seznama oseb s stalnim dostopom do notranjih informacij	To bi zmanjšalo breme za izdajatelje, saj bi odpravilo stroške za pripravo <i>ad hoc</i> seznama oseb z dostopom do notranjih informacij za vsako posamezno notranjo informacijo. Vpliv na zmožnost pristojnih nacionalnih organov za odkrivanje trgovanja z notranjimi informacijami bi bil zanemarljiv, saj se v praksi le redko zanašajo na sezname oseb z dostopom do notranjih informacij.
Obrazložitev odložitve objave notranje informacije le na zahtevo (in brez obveznosti vodenja evidence razkritij)	S tem bi se zmanjšalo upravno breme za izdajatelje na zagonskih trgih MSP, saj bi se jih izvzelo iz obveznosti vodenja dolgega seznama informacij (evidenca razkritij). Vpliv na celovitost trga bi bil minimalen, saj bi bili pristojni nacionalni organi še vedno obveščeni v primeru zamud in bi lahko zahtevali obrazložitev (ki bi jo izdajatelji pripravili naknadno).
Izvzetje izpogajane prodaje obveznic zaprtemu krogu institucionalnih vlagateljev iz ureditve sondiranja trga, kadar je vzpostavljen alternativni postopek zagotavljanja notranjih informacij (wall-crossing)	To bi zmanjšalo upravno breme za izdajatelje (in tiste, ki delujejo v njihovem imenu) in za vlagatelje ter bi olajšalo izdaje, namenjene prodaji zaprtemu krogu vlagateljev. Alternativni postopek zagotavljanja notranjih informacij (wall-crossing) bi zagotovil, da se vse strani zavedajo svojih obveznosti glede razkritja notranjih informacij.
Vzpostavitev evropske ureditve za pogodbe o zagotavljanju likvidnosti za izdajatelje lastniških vrednostnih papirjev na zagonskih trgih MSP ob hkratnem omogočanju, da pristojni nacionalni organi vzpostavijo sprejete tržne prakse	S tem bi se okrepila likvidnost in zmanjšala nestanovitnost delnic MSP, kar bi povečalo privlačnost zagonskih trgov MSP za vlagatelje, posrednike in borze.
Prednostne možnosti v zvezi z uredbo o prospektu	
Oblikovanje manj obsežnega „prospekta za prenos“ za izdajatelje na zagonskih trgih MSP, ki so vsaj tri leta uvrščeni v trgovanje in želijo narediti korak naprej z uvrstitvijo na regulirane trge	To bi podjetjem pomagalo napredovati z zagonskega trga MSP na regulirani trg, tako da se jim omogoči priprava poenostavljenega prospekta.

V oceni učinka je tudi navedeno, da bi moralo biti zmanjšanje zahtev v zvezi z uredbo o zlorabi trga zaradi doslednosti, enostavnosti in jasnosti tako za vlagatelje in izdajatelje na voljo vsem podjetjem, uvrščenim v trgovanje na zagonskih trgih MSP, in ne le MSP, ki so uvrščena v trgovanje na teh mestih trgovanja.

Sklep v oceni učinka je, da bo predlagani „sveženj“ ukrepov (v tem omnibusnem predlogu uredbe in predvidenih ciljno usmerjenih spremembah stopnje 2 MiFID II) prispeval k splošnemu cilju unije kapitalskih trgov, ki je olajšati dostop do kapitalskih trgov za manjša podjetja. Ta sveženj ukrepov bo podpiral podjetja, uvrščena v trgovanje na zagonskih trgih MSP, tako da bo zmanjšal njihovo upravno obremenitev in omogočil boljšo likvidnost. Vendar je v oceni učinka prav tako poudarjeno, da regulativni ukrepi, vključeni v to pobudo, ne bi imeli velikega vpliva na položaj malih podjetij, kar zadeva uvrstitev v trgovanje.

- **Ustreznost in poenostavitev ureditve**

Deloma je namen te pobude zmanjšati stroške izpolnjevanja obveznosti za izdajatelje na zagonskih trgih MSP. To velja za spremembe, predvidene v zvezi z uredbo o zlorabi trga, ki bi privedle do zmanjšanja stroškov, ki se ocenjuje na 4,03 milijona EUR do 9,32 milijona EUR letno. To bi za vsakega izdajatelja pomenilo 15 do 17,5–odstotno zmanjšanje stroškov, povezanih z uporabo uredbe o zlorabi trga. Vzpostavitev „prospekta za prenos“, ki bi izdajateljem omogočil prehod z zagonskega trga MSP na regulirani trg, bi pomenila prihranek pri stroških, ki bi po ocenah znašal med 4,8 in 7,2 milijona EUR letno. Tak „prospekt za prenos“ bi stroške njegove priprave zmanjšal za 25 do 28,5 %.

- **Temeljne pravice**

Prihodnji zakonodajni ukrepi morajo biti skladni z ustreznimi temeljnimi pravicami iz Listine EU o temeljnih pravicah. Ta predlog spoštuje temeljne pravice in načela, priznana v Listini, zlasti svobodo gospodarske pobude (člen 16) in pravico do varstva potrošnikov (člen 38). Glede na to, da je pobuda namenjena zmanjšanju upravnega bremena za male izdajatelje, bi prispevala k izboljšanju svobode gospodarske pobude. Predvidene spremembe uredbe o zlorabi trga in uredbe o prospektu ne bi smele vplivati na varstvo potrošnikov, saj so ciljno te usmerjene spremembe oblikovane tako, da se bo ohranila visoka raven celovitosti trga in zaščite vlagateljev.

4. PRORAČUNSKÉ POSLEDICE

Ta pobuda predvidoma ne bo imela omembe vrednih posledic za proračun EU.

5. DRUGI ELEMENTI

- **Načrti za izvedbo ter ureditev spremljanja, ocenjevanja in poročanja**

Spremljanje učinka nove uredbe bo izvajala Komisija. Glavni parametri za merjenje učinkovitosti uredbe pri doseganju navedenih ciljev (tj. zmanjšanja upravnega bremena in povečanja likvidnosti) bodo:

- (1) za učinke na izdajatelje na zagonskih trgih MSP in upravljavce trga:
 - (a) število registriranih zagonskih trgov MSP;
 - (b) število podjetij, uvrščenih v trgovanje, in tržnih kapitalizacij po vseh zagonskih trgih MSP;

- (c) število in velikost prvih javnih ponudb in prvih javnih ponudb obveznic na zagonskih trgih MSP;
- (d) število in velikost prvih javnih ponudb in prvih javnih ponudb obveznic evropskih MSP v tretjih državah;
- (e) razmerje med bančnim in tržnim zunanjim financiranjem MSP;
- (f) število in obseg prodaj v trgovanje uvrščenih obveznic zaprtemu krogu institucionalnih vlagateljev;
- (g) število „prospektov o prenosu“;
- (2) za učinke na likvidnost na zagonskih trgih MSP:
 - (a) število pogodb o zagotavljanju likvidnosti, ki so jih sklenili izdajatelji;
 - (b) obseg poslov (umerjen glede na število podjetij, uvrščenih v trgovanje na posameznem mestu trgovanja);
 - (c) povprečni obseg prostega obtoka;
 - (d) povprečni cenovni razpon med ponudbo in povpraševanjem za posamezne instrumente, uvrščene v trgovanje;
 - (e) povprečna likvidnost pri najvišji nakupni ceni in najnižji prodajni ceni;
 - (f) povprečna globina knjige naročil na trgu;
 - (g) povprečni čas, potreben za izvršitev naročil;
 - (h) povprečna dnevna nihanja.

Ta seznam kazalnikov ni izčrpen in ga je mogoče razširiti tako, da se omogoči spremljanje dodatnih učinkov. Dodatni kazalniki lahko na primer pomagajo meriti tudi učinkovitost drugih neregulativnih ukrepov, ki so del širšega svežnja za uvrščanje MSP v trgovanje. Treba je tudi poudariti, da za nobenega od kazalnikov na seznamu niso določeni nobeni konkretni količinski cilji. Glede na to, da na kazalnike močno vpliva vrsta različnih dejavnikov, ki jih ta pobuda ne obravnava, bi bilo treba učinkovitost pobude namesto tega meriti glede na spremembe smeri gibanja kazalnikov.

V zvezi z več kazalniki bi bila potrebna pomoč držav članic, pristojnih nacionalnih organov, Evropskega organa za vrednostne papirje in trge (ESMA) in upravljavcev trga, vsi navedeni pa bi morali tudi zagotoviti podatke. To še zlasti velja pri kazalnikih o likvidnosti.

- **Natančnejša pojasnitev posameznih določb predloga**

- (a) Spremembe uredbe o zlorabi trga

Izvetje prodaje obveznic zaprtemu krogu dobro poučenih vlagateljev iz ureditve sondiranja trga

Komisija za spodbuditev razvoja trgov za prodajo obveznic zaprtemu krogu vlagateljev predlaga spremembo ureditve sondiranja trga iz člena 11 uredbe o zlorabi trga. Prodaja obveznic zaprtemu krogu dobro poučenih vlagateljev (tj. javna ponudba obveznic, naslovljena izključno na dobro poučene vlagatelje, kot so opredeljeni v uredbi o prospektu) trenutno lahko spada v področje uporabe ureditve sondiranja trga. Takšna izdaja bi namreč lahko imela potencialen učinek na kreditno sposobnost izdajatelja, čigar vrednostni papirji (npr. delnice ali obveznice) so že uvrščeni v trgovanje na mestu trgovanja, in bi se zato lahko štela za notranjo informacijo.

Tehnična sprememba člena 11 uredbe o zlorabi trga bo namenjena pojasnitvi, da se za sporočanje informacij potencialnim dobro poučenim vlagateljem, s katerimi se v pogajanjih dogovorijo vsi pogoji posla z obveznicami v zaprtem krogu (vključno s pogodbenimi pogoji), ne uporablja ureditev sondiranja trga. To izvzetje bo na voljo, kadar (i) ima izdajatelj, ki želi prodati obveznice zaprtemu krogu vlagateljev, lastniške ali nelastniške finančne instrumente že uvrščene v trgovanje na zagonskem trgu MSP; in (ii) če je na voljo alternativni postopek zagotavljanja notranjih informacij (wall-crossing)²⁰, s katerim vsak potencialni dobro poučeni vlagatelj priznava regulativne dolžnosti, ki izhajajo iz dostopa do notranjih informacij. Ta alternativni postopek zagotavljanja notranjih informacij bi lahko imel obliko sporazuma o nerazkrivanju podatkov.

Pogodba o zagotavljanju likvidnosti za izdajatelje na zagonskih trgih MSP

V skladu s spremembami člena 13 uredbe o zlorabi trga bodo imeli izdajatelji na zagonskih trgih MSP možnost skleniti „pogodbo o zagotavljanju likvidnosti“ s finančnim posrednikom, ki bo zadolžen za okrepitev likvidnosti izdajateljevih delnic. To bo dovoljeno tudi, če pristojni nacionalni organ, kjer se nahaja zagonski trg MSP, ni vzpostavil sprejete tržne prakse glede pogodb o zagotavljanju likvidnosti v skladu s členom 13 uredbe o zlorabi trga.

Za to možnost bodo morali biti izpolnjeni trije pogoji: (i) pogodba o zagotavljanju likvidnosti bi morala izpolnjevati pogoje iz člena 13(2) in izvedbenih tehničnih standardov, ki jih pripravi Evropski organ za vrednostne papirje in trge; (ii) ponudnik likvidnosti bi moral biti investicijsko podjetje, ki je pridobilo dovoljenje v skladu z MiFID II in je član zagonskega trga MSP, na katerem so v trgovanje uvrščene izdajateljeve delnice; in (iii) upravljavec trga ali investicijsko podjetje, ki upravlja zagonski trg MSP, bi morala biti obveščena o sklenitvi pogodbe o zagotavljanju likvidnosti in se strinjati z njenimi pogoji. Ti pogoji bi morali biti stalno izpolnjeni in zadevni pristojni nacionalni organi lahko od izdajatelja ali od investicijskega podjetja, ki deluje kot ponudnik likvidnosti, zahtevajo kopijo pogodbe o zagotavljanju likvidnosti.

Evropski organ za vrednostne papirje in trge bo pooblaščen za razvoj izvedbenih tehničnih standardov, s katerimi bo zagotovil predlogo za pogodbo o zagotavljanju likvidnosti. Ti izvedbeni tehnični standardi bodo določili zahteve, ki jih morajo izpolnjevati take pogodbe o zagotavljanju likvidnosti, tako da bodo zakonite v vseh državah članicah.

Ta nova določba državam članicam ne bo onemogočila uvedbe sprejete tržne prakse v skladu s členom 13, namenjene prilagoditvi pogodb o zagotavljanju likvidnosti lokalnim pogojem ali razširitvi obsega uporabe pogodb o zagotavljanju likvidnosti onkraj izdajateljev na zagonskih trgih MSP (npr. na nelikvidne vrednostne papirje, uvrščene v trgovanje na reguliranih trgih).

Obrazložitev odložitve razkritja notranjih informacij

Namen te spremembe člena 17 uredbe o zlorabi trga je zmanjšati obveznosti, naložene izdajateljem na zagonskih trgih MSP, ko se odločijo odložiti objavo notranjih informacij.

V skladu s tem predlogom spremembe bodo izdajatelji na zagonskih trgih MSP o taki odločitvi še vedno dolžni obvestiti ustrezni pristojni nacionalni organ. Vendar pa bodo morali obrazložitev odločitve za odložitev predložiti le na zahtevo pristojnega nacionalnega organa (namesto vedno). Poleg tega bi bili izdajatelji na zagonskih trgih MSP izvzeti iz obveznosti vodenja stalnega seznama podrobnih informacij za obrazložitev odložitve (kot jo zdaj določa Izvedbena uredba Komisije (EU) 2016/1055). Obrazložitev se pripravi naknadno, če in ko izdajatelj prejme zahtevo od pristojnega nacionalnega organa.

²⁰ „Wall-crossing“ je dejanje, s katerim oseba postane „oseba z dostopom do notranjih informacij“, s tem ko se ji zagotovi notranje informacije.

Seznami oseb z dostopom do notranjih informacij za zagonske trge MSP

Izdajateljem na zagonskih trgih MSP v skladu z uredbo o zlorabi trga (člen 18(6)) ni treba sproti voditi seznamov oseb z dostopom do notranjih informacij, če (i) izdajatelj sprejme vse razumne ukrepe za zagotovitev, da katera koli oseba z dostopom do notranjih informacij prizna s tem povezane pravne in regulativne dolžnosti ter da se zaveda sankcij, ki se uporabljajo, in če (ii) izdajatelj lahko pristojnemu nacionalnemu organu na zahtevo predloži seznam oseb z dostopom do notranjih informacij.

S tem predlogom spremembe bi se sedanje zmanjšanje zahtev iz uredbe o zlorabi trga za izdajatelje na zagonskih trgih MSP zamenjala z manj obremenjujočim „seznamom oseb s stalnim dostopom do notranjih informacij“. Tak seznam bi MSP lažje pripravile, še vedno pa bi bil uporaben za preiskave pristojnih nacionalnih organov v zadevah glede trgovanja z notranjimi informacijami. Ta seznam „oseb s stalnim dostopom do notranjih informacij“ bi vključeval vse osebe, ki imajo redni dostop do notranjih informacij o zadevnem izdajatelju zaradi svoje funkcije pri izdajatelju (kot so člani upravnih, poslovnih in nadzornih organov) ali svojega položaja (vodilni delavci, ki lahko sprejemajo poslovodne odločitve, ki vplivajo na prihodnji razvoj in poslovne obete izdajatelja, in administrativno osebje, ki ima redni dostop do notranjih informacij). To zmanjšanje zahtev bo odobreno samo izdajateljem na zagonskih trgih MSP, brez poseganja v obveznosti oseb, ki delujejo v njihovem imenu ali za njihov račun (kot so računovodje, odvetniki, bonitetne agencije itd.), da na zahtevo pripravijo, posodobijo in pristojnemu nacionalnemu organu predložijo svoje sezname oseb z dostopom do notranjih informacij v skladu s členom 18(1) do (5).

Posli vodilnih delavcev s strani izdajateljev na zagonskih trgih MSP

Osebe, ki opravljajo poslovodne naloge, in osebe, ki so z njimi tesno povezane, morajo zdaj svoje posle prijaviti pristojnim nacionalnim organom in izdajatelju v treh dneh po izvedbi posla. Hkrati mora izdajatelj to informacijo razkriti trgu najpozneje v treh dneh po izvedbi posla. Udeleženci javnega posvetovanja so poudarili, da je tehnično nemogoče spoštovati tridnevni rok za obvestilo, če izdajatelj informacije od vodilnega delavca že prejme pozno, saj tridnevni rok velja tako za prijavo izdajatelju s strani oseb, ki opravljajo poslovodne naloge, in oseb, ki so z njimi tesno povezane, kot za razkritje s strani izdajatelja trgu.

V skladu s tem predlogom spremembe bi morale osebe, ki opravljajo poslovodne naloge, in osebe, ki so tesno povezane z izdajatelji na zagonskih trgih MSP, izdajatelja in pristojni nacionalni organ uradno obvestiti v treh delovnih dneh. Potem bi imel izdajatelj po uradnem obvestilu s strani oseb, ki opravljajo poslovodne naloge, in oseb, ki so z njimi tesno povezane, na voljo dodatna dva dneva, da informacije razkrije javnosti.

(b) Sprememba uredbe o prospektu

Prospekt o prenosu

Izdajatelji, ki so določeno obdobje uvrščeni v trgovanje na zagonskem trgu MSP, morajo pripraviti poln prospekt, če želijo napredovati na regulirani trg. Razlog za to je, da jim v takem primeru ni na voljo poenostavljen prospekt (kakršen je „prospekt EU za rast“ ali poenostavljeni prospekt za sekundarne izdaje). Ta predlog spremembe uredbe o prospektu bi uvedel poenostavljen „prospekt za prenos“ za družbe, ki so vsaj tri leta uvrščene v trgovanje na zagonskih trgih MSP in se želijo preseliti na regulirani trg. Za izdajatelje na zagonskih trgih MSP veljajo zahteve po stalnem razkrivanju informacij v skladu z uredbo o zlorabi trga in pravili o upravljavcu zagonskega trga MSP v skladu z zahtevami Direktive 2014/65/EU. V skladu s tem vlagatelj zagotavlja veliko informacij. Izdajateljem v takem položaju bi zato moral biti na voljo prospekt o prenosu (ki bi temeljil na poenostavljenem prospektu za sekundarne izdaje, ki ga predvideva uredba o prospektu). Ta prospekt bi bil na voljo, kadar

izdajatelji na zagonskih trgih MSP prosijo (i) za uvrstitev svojih vrednostnih papirjev v trgovanje na reguliranem trgu ali (ii) za uvrstitev v trgovanje in novo ponudbo vrednostnih papirjev na reguliranem trgu.

Predlog

UREDBA EVROPSKEGA PARLAMENTA IN SVETA

o spremembi uredb (EU) št. 596/2014 in (EU) 2017/1129 v zvezi s spodbujanjem uporabe zagonskih trgov MSP

(Besedilo velja za EGP)

EVROPSKI PARLAMENT IN SVET EVROPSKE UNIJE STA –

ob upoštevanju Pogodbe o delovanju Evropske unije in zlasti člena 114 Pogodbe,

ob upoštevanju predloga Evropske komisije,

po posredovanju osnutka zakonodajnega akta nacionalnim parlamentom,

ob upoštevanju mnenja Evropske centralne banke¹,

ob upoštevanju mnenja Evropskega ekonomsko-socialnega odbora²,

v skladu z rednim zakonodajnim postopkom³,

ob upoštevanju naslednjega:

- (1) Pobuda o uniji kapitalskih trgov si prizadeva zmanjšati odvisnost od bančnih posojil, povečati raznolikost tržnih virov financiranja za vsa mala in srednja podjetja (v nadaljnjem besedilu: MSP) ter spodbujati izdajo obveznic in delnic s strani MSP na javnih trgih. Podjetja s sedežem v Uniji, ki želijo zbirati kapital na mestih trgovanja, se soočajo z visokimi enkratnimi in rednimi stroški razkritij in izpolnjevanja obveznosti, ki jih lahko že sami po sebi odvrnejo od prošnje za uvrstitev v trgovanje na mestih trgovanja Unije. Poleg tega delnice, ki jih MSP izdajajo na mestih trgovanja Unije, pogosto zaznamujejo nižje ravni likvidnosti in večja nestanovitnost, kar povečuje stroške kapitala, zaradi česar je ta vir financiranja preveč obremenjujoč.
- (2) Direktiva 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta⁴ je ustvarila novo vrsto mest trgovanja, tj. zagonske trge MSP, ki so podskupina večstranskih sistemov trgovanja, da bi se olajšal dostop do kapitala za MSP in nadaljnji razvoj specializiranih trgov, prilagojenih potrebam izdajateljev, ki so MSP. V Direktivi 2014/65/EU je bilo tudi predvideno, da bi bilo treba „[p]ozornost [...] osredotočiti na to, kako naj bi ureditev v prihodnosti dodatno spodbujala in podpirala uporabo tega trga, da bi bil privlačen za vlagatelje, ter zagotavljala zmanjšanje upravnega bremena in dodatne spodbude za MSP, da bi na kapitalske trge dostopala prek zagonskih trgov MSP“.
- (3) Vendar pa je bilo ugotovljeno, da so izdajatelji, uvrščeni v trgovanje na zagonskem trgu MSP, deležni razmeroma maloštevilnih zmanjšanj regulativnih zahtev v

¹ UL C [...], [...], str. [...].

² UL C, , str. .

³ Stališče Evropskega parlamenta z dne ... (UL ...) in sklep Sveta z dne ...

⁴ Direktiva 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov ter spremembi Direktive 2002/92/ES in Direktive 2011/61/EU (UL L 173, 12.6.2014, str. 349).

primerjavi z izdajatelji, sprejetimi v trgovanje v večstranskih sistemih trgovanja ali na reguliranih trgih. Večina obveznosti iz Uredbe (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta⁵ se uporablja enako za vse izdajatelje, ne glede na njihovo velikost ali mesto trgovanja, na katerem so njihovi finančni instrumenti uvrščeni v trgovanje. To majhno razlikovanje med izdajatelji na zagonskih trgih MSP in v večstranskih sistemih trgovanja večstranske sisteme trgovanja odvrča od prošnje za registracijo kot zagonski trg MSP, kar se odraža v doslej skromni uporabi statusa zagonskega trga MSP. Zato je treba uvesti dodatna zmanjšanja zahtev za ustrezno spodbujanje uporabe zagonskih trgov MSP.

- (4) Privlačnost zagonskih trgov MSP bi bilo treba okrepiti z nadaljnjim zmanjševanjem stroškov za izpolnjevanje obveznosti in upravnih bremen, s katerimi se srečujejo izdajatelji na zagonskih trgih MSP. Za ohranitev najvišjih standardov izpolnjevanja obveznosti na reguliranih trgih bi morale biti zmanjšanje zahtev iz te uredbe omejeno na podjetja, uvrščena v trgovanje na zagonskih trgih MSP, ne glede na to, da vsa MSP niso uvrščena v trgovanje na zagonskih trgih MSP in da vsa podjetja, uvrščena v trgovanje na zagonskih trgih MSP, niso MSP. V skladu z Direktivo 2014/65/EU se lahko v trgovanje na zagonskih trgih MSP uvrsti do 50 % podjetij, ki niso MSP, da se ohrani donosnost poslovnega modela zagonskih trgov MSP, med drugim z likvidnostjo vrednostnih papirjev, ki jih izdajo izdajatelji, ki niso MSP. Glede na možna tveganja pri uporabi različnih sklopov pravil za izdajatelje, uvrščene v trgovanje v isti kategoriji mest trgovanja, spremembe iz te uredbe ne bi smele biti omejene le na izdajatelje, ki so MSP. Da se zagotovi doslednost za izdajatelje in jasnost za vlagatelje, bi morale zmanjšanje stroškov izpolnjevanja obveznosti in upravnih bremen veljati za vse izdajatelje na zagonskih trgih MSP, ne glede na njihovo tržno kapitalizacijo. Uporaba istih pravil za izdajatelje tudi zagotavlja, da podjetja niso kaznovana, če rastejo in nehalo biti MSP.
- (5) V skladu s členom 11 Uredbe (EU) št. 596/2014 sondiranje trga zajema posredovanje informacij, pred naznanitvijo posla, da bi se ugotovilo zanimanje potencialnih vlagateljev za morebitni posel in pogoje, povezane z njim, kot sta njegov možen obseg ali cena, enemu ali več potencialnim vlagateljem. Med fazo pogajanja za prodajo obveznic zaprtemu krogu vlagateljev izdajatelji na zagonskem trgu MSP začnejo razprave z omejenim številom potencialnih dobro poučenih vlagateljev (kot so opredeljeni v Uredbi (EU) 2017/1129 Evropskega parlamenta in Sveta⁶) ter s temi dobro poučenimi vlagatelji s pogajanjem dosežejo dogovor o vseh pogodbenih pogojih posla. V tej fazi pogajanj o prodaji obveznic zaprtemu krogu vlagateljev je sporočanje informacij namenjeno strukturiranju in dokončanju celotnega posla, ne merjenju zanimanja potencialnih vlagateljev za vnaprej opredeljen posel. Zahteva za sondiranje trga za prodaje obveznic zaprtemu krogu vlagateljev lahko zato predstavlja breme in tako izdajatelje kot vlagatelje odvrča od tega, da začnejo pogovore o takih poslih. Da bi povečali privlačnost prodaje obveznic zaprtemu krogu vlagateljev na zagonskih trgih MSP, bi morale biti te transakcije izključene iz obsega ureditve sondiranja trga, če je sklenjen ustrezen sporazum o nerazkrivanju informacij.

⁵ Uredba (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o zlorabi trga (uredba o zlorabi trga) ter razveljavitvi Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter direktiv Sveta in Komisije 2003/124/ES, 2003/125/ES in 2004/72/ES (UL L 173, 12.6.2014, str. 1).

⁶ Uredba (EU) 2017/1129 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2017 o prospektu, ki se objavi ob ponudbi vrednostnih papirjev javnosti ali njihovi uvrstitvi v trgovanje na reguliranem trgu, in razveljavitvi Direktive 2003/71/ES (UL L 168, 30.6.2017, str. 12).

- (6) Določeno stopnjo likvidnosti izdajateljevih delnic je mogoče doseči z likvidnostnimi mehanizmi, kot so ureditev za vzdrževanje trga ali pogodbe o zagotavljanju likvidnosti. Ureditev za vzdrževanje trga vključuje pogodbo med upravljavcem trga in tretjo osebo, ki se zaveže k ohranjanju likvidnosti nekaterih delnic in je v zameno deležen popusta pri pristojbinah za trgovanje. Pogodba o zagotavljanju likvidnosti pomeni pogodbo, ki jo skleneta izdajatelj in tretja oseba, ki se zaveže v izdajateljevem imenu zagotoviti likvidnost izdajateljevih delnic. Za zagotovitev polne ohranitve celovitosti trga bi morale biti pogodbe o zagotavljanju likvidnosti na voljo vsem izdajateljem na zagonskih trgih MSP v Uniji, in sicer ob upoštevanju določenih pogojev. Vsi pristojni organi še niso uvedli sprejetih tržnih praks v zvezi s pogodbami o zagotavljanju likvidnosti v skladu s členom 13 Uredbe (EU) št. 596/2014, kar pomeni, da vsi izdajatelji na zagonskih trgih MSP v Uniji trenutno nimajo dostopa do likvidnostnih shem. Ta odsotnost likvidnostnih shem bi lahko ovirala učinkovit razvoj zagonskih trgov MSP. Zato je nujno oblikovati okvir Unije, ki bo izdajateljem na zagonskih trgih MSP omogočil sklenitev pogodbe o zagotavljanju likvidnosti s ponudnikom likvidnosti v drugi državi članici, kadar na nacionalni ravni ni uvedena sprejeta tržna praksa. Vendar pa okvir Unije za pogodbe o zagotavljanju likvidnosti za zagonske trge MSP ne bi smel nadomestiti obstoječih ali prihodnjih sprejetih tržnih praks, ampak jih le dopolnjevati. Pristojni organi bi morali ohraniti možnost, da uvedejo sprejete tržne prakse za pogodbe o zagotavljanju likvidnosti in tako prilagodijo njihove pogoje glede na lokalne posebnosti ali takšne pogodbe razširijo na nelikvidne vrednostne papirje, ki niso delnice na zagonskih trgih MSP.
- (7) Da se zagotovi enotno uporabo okvira Unije za pogodbe o zagotavljanju likvidnosti iz uvodne izjave 6, bi bilo treba Uredbo (EU) št. 596/2014 spremeniti tako, da se Komisijo pooblasti za sprejetje izvedbenih tehničnih standardov, ki jih razvije Evropski organ za vrednostne papirje in trge, s čimer se določi predlogo, ki se uporablja za namene sklenitve takšnih pogodb. Komisija bi morala te izvedbene tehnične standarde sprejeti z izvedbenimi akti v skladu s členom 291 Pogodbe in členom 15 Uredbe (EU) št. 1095/2010 Evropskega parlamenta in Sveta⁷.
- (8) V skladu s členom 17(4) Uredbe (EU) št. 596/2014 se lahko izdajatelji odločijo odložiti razkritje notranjih informacij javnosti, če bi to najverjetneje ogrozilo njihove upravičene interese. Vendar morajo izdajatelji o tem obvestiti pristojni organ in podati obrazložitev svoje odločitve. Obveznost, da podajo pisno obrazložitev odločitve, da razkritje odložijo, je za izdajatelje na zagonskih trgih MSP lahko obremenjujoča. Šteje se, da manj stroga zahteva za izdajatelje na zagonskih trgih MSP, ki bi zajemala obveznost obrazložitve razlogov za odložitev le na zahtevo pristojnega organa, ne bi bistveno vplivala na zmožnost pristojnega organa, da spremlja razkritje notranjih informacij, obenem pa bi se tako znatno zmanjšalo upravno breme za izdajatelje na zagonskih trgih MSP, pri čemer bi bili pristojni organi še vedno obveščeni o odločitvi za odložitev in bi lahko začeli preiskavo, če bi imeli pomisleke o njej.
- (9) Trenutne manj stroge zahteve za izdajatelje na zagonskih trgih MSP, da v skladu s členom 18(6) Uredbe (EU) št. 596/2014 seznam oseb z dostopom do notranjih informacij pripravijo le na zahtevo pristojnega organa, ima v praksi omejen učinek, saj morajo ti izdajatelji še vedno redno spremljati osebe, ki štejejo za osebe z dostopom do notranjih informacij v okviru tekočih projektov. Obstoječe zmanjšanje zahtev bi bilo zato treba nadomestiti z možnostjo za izdajatelje na zagonskih trgih MSP, da

⁷ Uredba (EU) št. 1095/2010 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 24. novembra 2010 o ustanovitvi Evropskega nadzornega organa (Evropski organ za vrednostne papirje in trge) in o spremembi Sklepa št. 716/2009/ES ter razveljavitvi Sklepa Komisije 2009/77/ES (UL L 331, 15.12.2010, str. 84).

vodijo samo seznam oseb s stalnim dostopom do notranjih informacij, ki bi moral vključevati osebe, ki imajo reden dostop do notranjih informacij zaradi svoje funkcije ali položaja pri izdajatelju.

- (10) V skladu s členom 19(3) Uredbe (EU) št. 596/2014 morajo izdajatelji posle oseb, ki opravljajo poslovodne naloge, in oseb, ki so z njimi tesno povezane, javno objaviti v treh dneh po izvedbi posla. Isti rok velja za osebe, ki opravljajo poslovodne naloge, in osebe, ki so z njimi tesno povezane, tudi kar zadeva njihovo dolžnost, da o svojem poslu obvestijo izdajatelja. Če izdajatelje na zagonskih trgih MSP osebe, ki opravljajo poslovodne naloge, in osebe, ki so z njimi tesno povezane, pozno obvestijo o svojih poslih, je za zadevne izdajatelje na zagonskih trgih MSP spoštovanje tridnevnega roka tehnično težko izvedljivo, zaradi česar se lahko pojavijo vprašanja glede odgovornosti. Izdajateljem na zagonskih trgih MSP bi bilo zato treba dovoliti, da razkrijejo posle v dveh dneh po tem, ko jih o njih obvestijo osebe, ki opravljajo poslovodne naloge, ali osebe, ki so z njimi tesno povezane.
- (11) Zagonskih trgov MSP ne bi smeli razumeti kot zadnjega koraka pri širitvi izdajateljev. Ti trgi bi morali uspešnim podjetjem omogočiti, da rastejo in se nekega dne preselijo na regulirane trge, kjer lahko izkoristijo prednosti večje likvidnosti in širšega nabora vlagateljev. Za olajšanje prehoda z zagonskega trga MSP na regulirani trg bi bilo treba rastočim podjetjem omogočiti uporabo poenostavljene ureditve glede razkritja informacij za uvrstitev na regulirani trg, kot je določena v členu 14 Uredbe (EU) 2017/1129 Evropskega parlamenta in Sveta, pod pogojem, da so ta podjetja v trgovanje na zagonskem trgu MSP uvrščena že vsaj tri leta. To obdobje bi moralo izdajateljem omogočiti pridobitev zadostnih izkušenj in zagotovitev informacij trgu o njihovi finančni uspešnosti in zahtevah glede poročanja v skladu s pravili Direktive 2014/65/EU.
- (12) V skladu z Uredbo (ES) št. 1606/2002 Evropskega parlamenta in Sveta⁸ izdajatelji na zagonskem trgu MSP niso dolžni objaviti svojih računovodskih izkazov v mednarodnih standardih računovodskega poročanja. Da pa bi se izognili odstopanju od standardov reguliranih trgov, bi morali izdajatelji na zagonskih trgih MSP, ki bi želeli za prehod na regulirani trg uporabiti poenostavljeno ureditev glede razkritja, pripraviti svoje najnovejše računovodske izkaze, vključno s primerjalnimi informacijami za preteklo leto, v skladu z navedeno uredbo.
- (13) Uredbi (EU) št. 596/2014 in (EU) št. 2017/1129 bi bilo zato treba ustrezno spremeniti.
- (14) Spremembe, določene v tej uredbi, bi se morale začeti uporabljati šest mesecev po začetku veljavnosti te uredbe, da bi zagotovili dovolj časa za obstoječe upravljavce zagonskih trgov MSP, da prilagodijo svoje pravilnike –

SPREJELA NASLEDNJO UREDBO:

Člen 1

Spremembe Uredbe (EU) št. 596/2014

Uredba (EU) št. 596/2014 se spremeni:

1. v členu 11 se doda naslednji odstavek 1a:

⁸ Uredba (ES) št. 1606/2002 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 19. julija 2002 o uporabi mednarodnih računovodskih standardov (UL L 243, 11.9.2002, str. 1).

„1.a Kadar je ponudba vrednostnih papirjev naslovljena samo na dobro poučene vlagatelje, kot so opredeljeni v členu 2(e) Uredbe (EU) 2017/1129 Evropskega parlamenta in Sveta*, se sporočanje informacij tem dobro poučenim vlagateljem za namene pogajanj o pogodbenih pogojih njihovega sodelovanja pri izdaji obveznic s strani izdajatelja, ki ima finančne instrumente, uvrščene v trgovanje na zagonskem trgu MSP, ne šteje za sondiranje trga in ne pomeni nezakonitega razkritja notranjih informacij. Ta izdajatelj zagotovi, da so dobro poučeni vlagatelji, ki prejmejo informacije, seznanjeni s pravnimi in regulativnimi dolžnostmi, ki so s tem povezane, in to tudi pisno potrdijo, ter da se zavedajo sankcij, ki se uporabljajo za trgovanje z notranjimi informacijami in nezakonito razkritje notranjih informacij.

* Uredba (EU) 2017/1129 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2017 o prospektu, ki se objavi ob ponudbi vrednostnih papirjev javnosti ali njihovi uvrstitvi v trgovanje na reguliranem trgu, in razveljavitvi Direktive 2003/71/ES (UL L 168, 30.6.2017, str. 12).“;

2. v členu 13 se vstavi naslednja odstavka 12 in 13:

„12. Izdajatelj, katerega finančni instrumenti so uvrščeni v trgovanje na zagonskem trgu MSP, lahko sklene pogodbo o zagotavljanju likvidnosti za svoje delnice, če so izpolnjeni vsi naslednji pogoji:

- (a) pogoji v pogodbi o zagotavljanju likvidnosti so skladni z merili iz člena 13(2) te uredbe in Delegirane uredbe Komisije (EU) 2016/908**;
- (b) pogodba o zagotavljanju likvidnosti je sestavljena v skladu s predlogo iz odstavka 13;
- (c) ponudnik likvidnosti ima ustrezno pooblastilo pristojnega organa v skladu z Direktivo 2014/65/EU in je registriran kot član trga pri upravljavcu trga ali investicijskem podjetju, ki upravlja zagonski trg MSP;
- (d) upravljavec trga ali investicijsko podjetje, ki upravlja zagonski trg MSP, izdajatelju pisno potrdi prejem kopije pogodbe o zagotavljanju likvidnosti in svoje soglasje z njenimi pogodbenimi pogoji.

Izdajatelj iz prvega pododstavka tega odstavka lahko kadar koli dokaže, da so pogoji, pod katerimi je bila pogodba sklenjena, stalno izpolnjeni. Ta izdajatelj in investicijsko podjetje, ki upravlja zagonski trg MSP, zadevnim pristojnim organom na njihovo zahtevo predložita kopijo pogodbe o zagotavljanju likvidnosti.

13. Za zagotovitev enotnih pogojev uporabe odstavka 12 ESMA pripravi osnutke izvedbenih tehničnih standardov, ki določajo predlogo pogodbe, ki se uporabi za namene sklenitve pogodbe o zagotavljanju likvidnosti, da se zagotovi skladnost s pogoji iz člena 13. ESMA te osnutke izvedbenih tehničnih standardov Komisiji predloži do [...]. Na Komisijo se prenese pooblastilo za sprejetje izvedbenih tehničnih standardov iz prvega pododstavka v skladu s členom 15 Uredbe (EU) št. 1095/2010.

** Delegirana uredba Komisije (EU) 2016/908 z dne 26. februarja 2016 o dopolnitvi Uredbe (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta, ki določa regulativne tehnične standarde o merilih, postopkih in zahtevah za odobritev sprejete tržne prakse ter zahtevah za ohranitev ali prenehanje prakse ali za spremembo pogojev za njeno odobritev (UL L 153, 10.6.2016, str. 3)“;

3. v členu 17(4) se doda naslednji pododstavek:

„Izdajatelj, čigar finančni instrumenti so uvrščeni v trgovanje na zagonskem trgu MSP in ki se odloči odložiti razkritje notranjih informacij javnosti, o tej odločitvi obvesti pristojni organ. Obrazložitev odločitve za odložitev se predloži samo na zahtevo pristojnega organa, določenega v skladu z odstavkom 3. Ta pristojni organ od izdajatelja ne zahteva vodenja evidence o tej obrazložitvi.“;

4. v členu 18 se odstavek 6 nadomesti z naslednjim:

„6. Izdajateljem, katerih finančni instrumenti so uvrščeni v trgovanje na zagonskem trgu MSP, se dovoli, da na svoje sezname oseb z dostopom do notranjih informacij vključijo samo osebe, ki imajo redni dostop do notranjih informacij zaradi narave svojih nalog ali položaja pri izdajatelju. Za vsako osebo, ki deluje v imenu ali za račun izdajatelja, uvrščenega v trgovanje na zagonskem trgu MSP, še vedno veljajo zahteve iz odstavkov 1 do 5.

Ta seznam se pristojnemu organu predloži na njegovo zahtevo.“;

5. v prvem pododstavku člena 19(3) se doda stavek:

„Izdajatelji, katerih finančni instrumenti so uvrščeni v trgovanje na zagonskem trgu MSP, v dveh delovnih dneh po prejemu obvestila iz odstavka 1 objavijo informacije iz tega obvestila.“

Člen 2

Spremembe Uredbe (EU) 2017/1129

Člen 14 Uredbe (EU) 2017/1129 se spremeni:

1. v prvem pododstavku odstavka 1 se doda naslednja točka d:

„(d) izdajatelji, ki so že vsaj tri leta uvrščeni v trgovanje na zagonskem trgu MSP in prosijo za uvrstitev obstoječih ali novih vrednostnih papirjev v trgovanje na reguliranem trgu.“;

2. v drugem pododstavku odstavka 2 se doda naslednji stavek:

„Za izdajatelje iz točke (d) prvega pododstavka odstavka 1 se najnovejši računovodski izkazi, ki vsebujejo primerjalne informacije za preteklo leto, vključene v poenostavljeni prospekt, pripravijo v skladu z mednarodnimi standardi računovodskega poročanja, kot jih je potrdila Unija na podlagi Uredbe (ES) št. 1606/2002***.

*** Uredba (ES) št. 1606/2002 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 19. julija 2002 o uporabi mednarodnih računovodskih standardov (UL L 243, 11.9.2002, str. 1).“

Člen 3

Začetek veljavnosti in uporaba

Ta uredba začne veljati dvajseti dan po objavi v *Uradnem listu Evropske unije*.

Uporabljati se začne 6 mesecev po začetku veljavnosti.

Ta uredba je v celoti zavezujoča in se neposredno uporablja v vseh državah članicah.
V Bruslju,

Za Evropski parlament
Predsednik

Za Svet
Predsednik