



## UNIA EUROPEJSKA

PARLAMENT EUROPEJSKI

RADA

Bruksela, 25 września 2024 r.  
(OR. en)

2022/0405(COD)

PE-CONS 39/24

EF 67  
ECOFIN 195  
DRS 27  
COMPET 180  
CODEC 509

### AKTY USTAWODAWCZE I INNE INSTRUMENTY

|          |                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|----------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Dotyczy: | DYREKTYWA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY w sprawie zmiany dyrektywy 2014/65/UE w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w Unii dla spółek i ułatwienia małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału oraz uchylenia dyrektywy 2001/34/WE |
|----------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

**DYREKTYWA  
PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY (UE) 2024/...**

**z dnia ...**

**w sprawie zmiany dyrektywy 2014/65/UE  
w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w Unii dla spółek  
i ułatwienia małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału  
oraz uchylecia dyrektywy 2001/34/WE**

**(Tekst mający znaczenie dla EOG)**

PARLAMENT EUROPEJSKI I RADA UNII EUROPEJSKIEJ,

uwzględniając Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, w szczególności jego art. 50, art. 53  
ust. 1 i art. 114,

uwzględniając wniosek Komisji Europejskiej,

po przekazaniu projektu aktu ustawodawczego parlamentom narodowym,

uwzględniając opinię Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego<sup>1</sup>,

stanowiąc zgodnie ze zwykłą procedurą ustawodawczą<sup>2</sup>,

---

<sup>1</sup> Dz.U. C 184 z 25.5.2023, s. 103.

<sup>2</sup> Stanowisko Parlamentu Europejskiego z dnia 24 kwietnia 2024 r. (dotychczas nieopublikowane w Dz.U.) oraz decyzja Rady z dnia ....

a także mając na uwadze, co następuje:

- (1) Dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE<sup>3</sup> zmieniono rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2115<sup>4</sup>, którym wprowadzono proporcjonalne złagodzenie wymogów w celu zwiększenia wykorzystania rynków rozwoju MŚP oraz zmniejszenia nadmiernych wymogów regulacyjnych dla emitentów ubiegających się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynkach rozwoju MŚP, jednocześnie zachowując odpowiedni poziom ochrony inwestorów i integralności rynku. Aby jednak usprawnić proces dopuszczania do obrotu giełdowego oraz sprawić, aby traktowanie spółek pod względem regulacyjnym było bardziej elastyczne i proporcjonalne do ich wielkości, konieczne są dalsze zmiany w dyrektywie 2014/65/UE.
- (2) W dyrektywie 2014/65/UE i dyrektywie delegowanej Komisji (UE) 2017/593<sup>5</sup> określono warunki, na jakich przeprowadzanie badań inwestycyjnych przez osoby trzecie na rzecz firm inwestycyjnych świadczących usługi w zakresie zarządzania portfelem lub inne usługi inwestycyjne lub dodatkowe nie jest uznawane za zachętę. Aby zachęcić do przeprowadzania większej liczby badań inwestycyjnych dotyczących spółek w Unii, w szczególności spółek o małej i średniej kapitalizacji, oraz zapewnić tym spółkom większą widoczność i większe szanse na przyciągnięcie potencjalnych inwestorów, konieczne jest wprowadzenie zmian w dyrektywie 2014/65/UE.

---

<sup>3</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 349).

<sup>4</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2115 z dnia 27 listopada 2019 r. zmieniające dyrektywę 2014/65/UE oraz rozporządzenia (UE) nr 596/2014 i (UE) 2017/1129 w odniesieniu do promowania korzystania z rynków rozwoju MŚP (Dz.U. L 320 z 11.12.2019, s. 1).

<sup>5</sup> Dyrektywa delegowana Komisji (UE) 2017/593 z dnia 7 kwietnia 2016 r. uzupełniająca dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do zabezpieczenia instrumentów finansowych i środków pieniężnych należących do klientów, zobowiązań w zakresie zarządzania produktami oraz zasad mających zastosowanie do oferowania lub przyjmowania wynagrodzeń, prowizji bądź innych korzyści pieniężnych lub niepieniężnych (Dz.U. L 87 z 31.3.2017, s. 500).

- (3) W zawartych w dyrektywie 2014/65/UE przepisach dotyczących badań (zwanych dalej „zasadami rozdziału w odniesieniu do badań”) na firmy inwestycyjne nałożono wymóg, by oddzielały płatności, które otrzymują w formie prowizji maklerskich, od wynagrodzenia otrzymywanego w zamian za przeprowadzanie badań inwestycyjnych lub by płaciły za badania inwestycyjne z własnych środków i dokonywały oceny jakości nabywanych badań w oparciu o szczegółowe kryteria jakości oraz fakt, czy badania te mogą się przyczynić do podejmowania lepszych decyzji inwestycyjnych. W 2021 r. przepisy te zmieniono dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2021/338<sup>6</sup>, aby dopuścić płatności łączone za wykonanie usług w zakresie realizacji transakcji i za badania w przypadku emitentów, których kapitalizacja rynkowa w okresie 36 miesięcy poprzedzających przeprowadzenie badań, nie przekroczyła 1 mld EUR. Spadek liczby badań inwestycyjnych nie uległ jednak spowolnieniu.
- (4) W celu ożywienia rynku badań inwestycyjnych oraz zapewnienia, by spółki, w szczególności spółki o małej i średniej kapitalizacji, zostały w wystarczającym stopniu objęte badaniami, konieczne jest dalsze dostosowanie zasad rozdziału w odniesieniu do badań, tak by zapewnić firmom inwestycyjnym większą elastyczność w doborze sposobu, w jaki chcą one organizować płatności za usługi w zakresie realizacji transakcji i za badania, a tym samym by ograniczyć sytuacje, w których oddzielne płatności mogą być zbyt kłopotliwe. W związku z tym należy usunąć próg kapitalizacji rynkowej spółek, poniżej którego możliwe byłoby ponowne łączenie opłat za usługi w zakresie realizacji transakcji i za badania, tak by firmy inwestycyjne mogły postępować w sposób, który uznają za najwłaściwszy z punktu widzenia płatności za usługi w zakresie realizacji transakcji i za badania.

---

<sup>6</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2021/338 z dnia 16 lutego 2021 r. zmieniająca dyrektywę 2014/65/UE w zakresie wymogów informacyjnych, zarządzania produktami i limitów pozycji oraz dyrektywy 2013/36/UE i (UE) 2019/878 w zakresie ich zastosowania do firm inwestycyjnych w celu wsparcia odbudowy w następstwie kryzysu związanego z COVID-19 (Dz.U. L 68 z 26.2.2021, s. 14).

Takie rozwiązanie wymagałoby jednak przejrzystości względem klientów co do wyboru metody płatności. Firmy inwestycyjne powinny więc informować swoich klientów o tym, czy stosują oddzielną czy łączną płatność za usługi w zakresie realizacji transakcji oraz za badania przeprowadzone przez osoby trzecie. Decyzja firmy inwestycyjnej co do tego, czy stosować oddzielne czy łączne płatności za usługi w zakresie realizacji transakcji i za badania, powinna być zgodna z polityką firmy inwestycyjnej. Polityka ta powinna zostać przedstawiona klientom i powinna wskazywać, w zależności od metody płatności wybranej przez firmę, rodzaj informacji o kosztach, które można przypisać badaniom przeprowadzanym przez osoby trzecie. W przypadku łącznych płatności usługi w zakresie realizacji transakcji i za badania klienci powinni być uprawnieni do otrzymania – na żądanie i co roku – informacji na temat całkowitych kosztów, które można przypisać badaniom przeprowadzanym przez osoby trzecie na rzecz firmy inwestycyjnej, jeśli koszty te są jej znane. Polityka firmy inwestycyjnej co do oddzielnych lub łącznych płatności powinna też obejmować informacje o środkach, które mają zapobiegać konfliktom interesów wynikającym z korzystania z badań przeprowadzanych przez osoby trzecie lub dostarczania takich badań klientom a jednocześnie świadczenia usług inwestycyjnych na rzecz tych klientów, oraz o środkach służących zarządzaniu takimi konfliktami interesów. Niezależnie od wybranej metody płatności firma inwestycyjna powinna również przeprowadzać ocenę jakości, przydatności i wartości badań, z których korzysta, w celu zapewnienia, by takie badania przyczyniały się do poprawy procesu podejmowania decyzji inwestycyjnych przez klientów firmy, w przypadku gdy badania te są im udostępniane bezpośrednio lub gdy są wykorzystywane w ramach świadczonych przez firmę usług w zakresie zarządzania portfelem. Komentarz na temat sprzedaży i handlu obejmuje analizy warunków rynkowych, pomysły dotyczące handlu i realizacji transakcji, narzędzia zarządzania realizacją transakcji oraz inne analizy na zamówienie, związane z realizacją transakcji na instrumentach finansowych. Taki komentarz na temat sprzedaży i handlu jest związany z realizowaniem transakcji na instrumentach finansowych, gdyż umożliwia firmom inwestycyjnym oferującym takie usługi wykazanie jakości w zakresie realizacji transakcji oferowanej swoim klientom. Z tego względu komentarza na temat sprzedaży i handlu nie można oddzielać od usług w zakresie realizacji transakcji i nie należy go uznawać za badania inwestycyjne.

- (5) Samo dostosowanie zasad rozdziału nie wystarczy, aby ożywić rynek badań inwestycyjnych i rozwiązać od dawna istniejący problem nieobejmowania badaniami spółek o małej i średniej kapitalizacji. Należy wprowadzić dodatkowe środki, by badania częściej obejmowały spółki o małej i średniej kapitalizacji.

Wprowadzenie rozwiązań organizacyjnych zapewniających, by badania sponsorowane przez emitenta były przygotowywane zgodnie z unijnym kodeksem postępowania dotyczącym badań sponsorowanych przez emitenta, powinno zwiększyć zaufanie do takich badań i ich wykorzystanie. Unijny kodeks postępowania dotyczący badań sponsorowanych przez emitenta powinien powstać na podstawie regulacyjnych standardów technicznych, które opracuje Europejski Urząd Nadzoru (Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych) (EUNGiPW) ustanowiony rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010<sup>7</sup>.

Innym środkiem pozwalającym częściej obejmować badaniami spółki o małej i średniej kapitalizacji powinno być zezwolenie emitentom płacącym za badania sponsorowane przez emitenta na szersze wyeksponowanie tych badań wobec odbiorców poprzez umożliwienie tym emitentom przedkładania takich badań odpowiedniemu organowi zbierającemu dane, zdefiniowanemu w art. 2 pkt 2 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/2859<sup>8</sup>, pod warunkiem, że badania te będą opatrzone niezbędnymi metadanymi. Takie środki nie powinny oznaczać, że państwa członkowskie lub EUNGiPW nie będą mogły rozważyć i analizować dodatkowych środków w oparciu o inicjatywy publiczne lub prywatne, takich jak ustanowienie specjalnych platform dotyczących badań, czerpiąc inspirację z udanych inicjatyw podjętych w ostatnich latach w kilku centrach finansowych z myślą o ożywieniu badań dotyczących spółek o małej i średniej kapitalizacji i zwiększeniu ich widoczności.

---

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

<sup>8</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/2859 z dnia 13 grudnia 2023 r. w sprawie ustanowienia europejskiego pojedynczego punktu dostępu zapewniającego scentralizowany dostęp do publicznie dostępnych informacji mających znaczenie dla usług finansowych, rynków kapitałowych i zrównoważonego rozwoju (Dz.U. L, 2023/2859, 20.12.2023, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2023/2859/oj>).

- (6) Aby zwiększyć uznawanie badań sponsorowanych przez emitenta przygotowanych zgodnie z unijnym kodeksem postępowania dotyczącym badań sponsorowanych przez emitenta i aby uniknąć mylenia takich badań z innymi rodzajami rekomendacji, które nie są zgodne z tym unijnym kodeksem postępowania, tylko badania sponsorowane przez emitenta przygotowane zgodnie z tym unijnym kodeksem powinny móc być oznaczane jako „badania sponsorowane przez emitenta”. Rodzaje rekomendacji objęte art. 3 ust. 1 pkt 5 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014<sup>9</sup>, które nie spełniają warunków wymaganych dla badań sponsorowanych przez emitenta, powinny być traktowane jako publikacje handlowe na potrzeby dyrektywy 2014/65/UE i oznaczane jako takie.
- (7) W celu zapewnienia, by badania sponsorowane przez emitenta i oznaczone jako takie były przygotowywane zgodnie z unijnym kodeksem postępowania dotyczącym badań sponsorowanych przez emitenta, właściwym organom należy powierzyć uprawnienia nadzorcze do sprawdzania, czy firmy inwestycyjne, które przygotowują lub udostępniają takie badania, dysponują rozwiązaniami organizacyjnymi zapewniającymi taką zgodność. Jeśli firmy te nie spełniają wymogów tego unijnego kodeksu postępowania, właściwe organy powinny być uprawnione do zawieszenia udostępniania takich badań i ostrzeżenia ich odbiorców, że mimo oznaczenia „badania sponsorowane przez emitenta” dane badania nie zostały przygotowane zgodnie z unijnym kodeksem postępowania dotyczącym badań sponsorowanych przez emitenta. Te uprawnienia nadzorcze nie powinny naruszać ogólnych uprawnień nadzorczych i uprawnień do nakładania kar.

---

<sup>9</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 1).

- (8) W dyrektywie 2014/65/UE wprowadzono nową kategorię rynku – rynek rozwoju MŚP, aby poprawić widoczność i status rynków specjalizujących się w obrocie papierami wartościowymi MŚP oraz wspierać opracowywanie wspólnych standardów regulacyjnych w Unii dotyczących rynków specjalizujących się w MŚP. Rynki rozwoju MŚP odgrywają kluczową rolę w ułatwianiu mniejszym emitentom dostępu do kapitału dzięki zaspokajaniu ich potrzeb. W celu wspierania rozwoju takich wyspecjalizowanych rynków oraz zmniejszenia obciążeń organizacyjnych dla firm inwestycyjnych lub operatorów rynku prowadzących wielostronne platformy obrotu (MTF) należy zezwolić, aby segment danej platformy mógł ubiegać się o status rynku rozwoju MŚP, pod warunkiem że taki segment jest wyraźnie oddzielony od pozostałej części platformy.
- (9) Aby ograniczyć ryzyko fragmentacji płynności w przypadku akcji MŚP, biorąc pod uwagę mniejszą płynność tych instrumentów, w art. 33 ust. 7 dyrektywy 2014/65/UE zawarto wymóg, by w przypadku dopuszczenia instrumentu finansowego do obrotu na jednym rynku rozwoju MŚP instrument ten mógł być przedmiotem obrotu również na innym rynku rozwoju MŚP, tylko jeżeli emitent tego instrumentu został poinformowany i nie zgłosił sprzeciwu. Artykuł ten nie przewiduje jednak obecnie podobnego wymogu dotyczącego braku sprzeciwu emitenta w przypadku, gdy ten drugi system obrotu jest innym rodzajem systemu obrotu niż rynek rozwoju MŚP. W związku z tym, wymogiem dotyczącym braku sprzeciwu emitenta wobec dopuszczenia do obrotu na danym rynku rozwoju MŚP jego instrumentów już dopuszczonych do obrotu na innym rynku rozwoju MŚP należy objąć także inne rodzaje systemów obrotu, tak by w większym stopniu ograniczyć ryzyko fragmentacji płynności w przypadku tych instrumentów. Jeżeli instrument finansowy dopuszczony do obrotu na rynku rozwoju MŚP jest przedmiotem obrotu także w innego rodzaju systemie obrotu, emitent powinien wywiązywać się z wszelkich obowiązków dotyczących ładu korporacyjnego lub początkowych, bieżących lub doraźnych obowiązków informacyjnych w stosunku do tego innego systemu obrotu.

- (10) W dyrektywie 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady<sup>10</sup> ustanowiono przepisy dotyczące dopuszczania do obrotu giełdowego na rynkach unijnych. Dyrektywa ta ma na celu koordynację przepisów dotyczących dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz przepisów dotyczących informacji, które należy publikować na temat tych papierów wartościowych, aby zapewnić jednakową ochronę inwestorów na poziomie Unii. W dyrektywie tej ustanowiono również przepisy dotyczące ram regulacyjnych i nadzorczych dla unijnych rynków pierwotnych. Dyrektywa 2001/34/WE była kilkakrotnie gruntownie zmieniana. Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady<sup>11</sup> oraz dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady<sup>12</sup> zastąpiły większość przepisów harmonizujących warunki przekazywania informacji dotyczących wniosków o dopuszczenie papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu, a także sprawiły, że spore fragmenty dyrektywy 2001/34/WE stały się zbędne. W związku z tymi zmianami, a także w świetle faktu, że dyrektywa 2001/34/WE, będąca dyrektywą przewidującą minimalną harmonizację, zapewnia państwom członkowskim dość dużą swobodę w zakresie odstępowania od przepisów w niej określonych, dyrektywę 2001/34/WE należy uchylić, by na poziomie Unii powstał jednolity zbiór przepisów.

---

<sup>10</sup> Dyrektywa 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 maja 2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji (Dz.U. L 184 z 6.7.2001, s. 1).

<sup>11</sup> Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz.U. L 345 z 31.12.2003, s. 64).

<sup>12</sup> Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz.U. L 390 z 31.12.2004, s. 38).

- (11) W dyrektywie 2014/65/UE, podobnie jak w dyrektywie 2001/34/WE, przewidziano uregulowanie rynków instrumentów finansowych i wzmocniono ochronę inwestorów w Unii. W dyrektywie tej ustanowiono również przepisy dotyczące dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu. Rozszerzenie zakresu dyrektywy 2014/65/UE o przepisy szczegółowe zawarte w dyrektywie 2001/34/WE zapewni zachowanie wszystkich odpowiednich przepisów dyrektywy 2001/34/WE. Szereg przepisów dyrektywy 2001/34/WE, w tym nadal obowiązujące wymogi dotyczące akcji w wolnym obrocie i kapitalizacji rynkowej, jest wprowadzanych w życie przez właściwe organy i uznawanych za przepisy istotne w kontekście ubiegania się przez uczestników rynku o dopuszczenie akcji do obrotu na rynkach regulowanych w Unii. Konieczne jest zatem przeniesienie tych przepisów do dyrektywy 2014/65/UE w celu określenia w nowym przepisie tej dyrektywy szczególnych minimalnych warunków dopuszczania akcji do obrotu na rynkach regulowanych. Stosowanie tego nowego przepisu powinno uzupełniać przepisy ogólne dotyczące dopuszczania instrumentu finansowego do obrotu zawarte w dyrektywie 2014/65/UE.

- (12) Uznaje się, że wymóg, by co najmniej 25% akcji znajdowało się w wolnym obrocie, przewidziany w dyrektywie 2001/34/WE, jest nadmierny i już nieodpowiedni. Aby zapewnić emitentom większą elastyczność i zwiększyć konkurencyjność unijnych rynków kapitałowych, należy obniżyć wymóg dotyczący minimalnej liczby akcji w wolnym obrocie do poziomu 10 %, co stanowi próg zapewniający wystarczający poziom płynności na rynku. Aby jednak lepiej uwzględnić cechy i wielkość ofert akcji, państwa członkowskie powinny móc umożliwić alternatywne sposoby mierzenia, czy inwestorom została przydzielona dostateczna liczba akcji. Zgodność z wymogiem dotyczącym progu wynoszącego 10% lub z alternatywnymi wymogami przewidzianymi na poziomie krajowym w celu zapewnienia minimalnej liczby akcji w wolnym obrocie należy ocenić w momencie dopuszczania do obrotu. Nie należy utrzymywać określonego w dyrektywie 2001/34/WE wymogu dotyczącego akcji w wolnym obrocie, zgodnie z którym wystarczająca liczba akcji musi być przydzielona inwestorom w jednym państwie członkowskim lub większej ich liczbie, ponieważ w dyrektywie 2014/65/UE nie przewidziano takiego geograficznego ograniczenia w odniesieniu do instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu.

Niektóre wymogi ustanowione w dyrektywie 2001/34/WE zostały już uwzględnione w przepisach określonych w innych obowiązujących unijnych aktach ustawodawczych lub się zdezaktualizowały. Dlatego nie należy ich przenosić do dyrektywy 2014/65/UE. Na przykład wymóg, by spółka opublikowała lub złożyła roczne sprawozdanie finansowe za konkretny okres, zawarto już w rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129<sup>13</sup>. Z kolei w dyrektywie 2014/65/UE ustanowiono już przepisy dotyczące wyznaczania właściwych organów. Ponadto wymóg dotyczący minimalnej kwoty pożyczki w przypadku dłużnych papierów wartościowych nie odzwierciedla już praktyki rynkowej. Dlatego przepisów tych nie należy przenosić do dyrektywy 2014/65/UE.

---

<sup>13</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz.U. L 168 z 30.6.2017, s. 12).

- (13) Koncepcja „dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego” przewidziana w dyrektywie 2001/34/WE nie jest już najczęściej stosowana ze względu na zmiany na rynku, ponieważ w dyrektywie 2014/65/UE przewidziano już koncepcję „dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym”. O ile koncepcje „dopuszczenia do publicznego obrotu” i „dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym” są stosowane zamiennie w niektórych państwach członkowskich, o tyle w innych koncepcja „dopuszczenia do publicznego obrotu” nadal odgrywa ważną rolę obok koncepcji „dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym”, w szczególności będąc alternatywą dla emitentów papierów wartościowych, zwłaszcza dłużnych papierów wartościowych, którzy chcą zyskać większą widoczność, ale dla których dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym nie jest odpowiednim lub opłacalnym wyborem. Uchylenie dyrektywy 2001/34/WE powinno pozostawać bez uszczerbku dla ważności i kontynuacji systemów dopuszczania do publicznego obrotu giełdowego w tych państwach członkowskich, które chciałyby nadal korzystać z tego systemu. Państwa członkowskie powinny w każdym razie zachować możliwość przewidzenia i regulowania takich systemów na mocy przepisów krajowych<sup>14</sup>.

---

<sup>14</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku) (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 179).

- (14) Aby zwiększyć widoczność spółek giełdowych, w szczególności spółek o małej i średniej kapitalizacji, oraz dostosować warunki dotyczące dopuszczania do obrotu giełdowego w celu poprawy wymogów dla emitentów, Komisji należy przekazać uprawnienie do przyjmowania aktów zgodnie z art. 290 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej w odniesieniu do zmiany dyrektywy 2014/65/UE. Aby przyjęcie przepisów dotyczących dopuszczania do obrotu giełdowego w Unii było skuteczne i wspierało konkurencję, powinno również odzwierciedlać praktykę rynkową. Szczególnie ważne jest, aby w czasie prac przygotowawczych Komisja prowadziła stosowne konsultacje, w tym na poziomie ekspertów, oraz aby konsultacje te prowadzone były zgodnie z zasadami określonymi w Porozumieniu międzyinstytucjonalnym z dnia 13 kwietnia 2016 r. w sprawie lepszego stanowienia prawa<sup>15</sup>. W szczególności, aby zapewnić Parlamentowi Europejskiemu i Radzie udział na równych zasadach w przygotowaniu aktów delegowanych, instytucje te otrzymują wszelkie dokumenty w tym samym czasie co eksperci państw członkowskich, a eksperci tych instytucji mogą systematycznie brać udział w posiedzeniach grup eksperckich Komisji zajmujących się przygotowaniem aktów delegowanych.
- (15) Ponieważ cele niniejszej dyrektywy, a mianowicie ułatwienie unijnym spółkom o małej i średniej kapitalizacji dostępu do rynków kapitałowych oraz zwiększenie spójności unijnych przepisów dotyczących dopuszczania do obrotu giełdowego, nie mogą zostać osiągnięte w sposób wystarczający przez państwa członkowskie, natomiast ze względu na pożądane usprawnienia i skutki działań możliwe jest ich lepsze osiągnięcie na poziomie Unii, może ona podjąć działania zgodnie z zasadą pomocniczości określoną w art. 5 Traktatu o Unii Europejskiej. Zgodnie z zasadą proporcjonalności określoną w tym artykule niniejsza dyrektywa nie wykracza poza to, co jest konieczne do osiągnięcia tych celów.

---

<sup>15</sup> Dz.U. L 123 z 12.5.2016, s. 1.

(16) Należy zatem odpowiednio zmienić dyrektywę 2014/65/UE,

PRZYJMUJĄ NINIEJSZĄ DYREKTYWĘ:

*Artykuł 1*  
*Zmiany w dyrektywie 2014/65/UE*

W dyrektywie 2014/65/UE wprowadza się następujące zmiany:

1) art. 4 ust. 1 pkt 12 otrzymuje brzmienie:

„12) »rynek rozwoju MŚP« oznacza MTF lub segment MTF, którą to MTF lub który to segment MTF zarejestrowano jako rynek rozwoju MŚP zgodnie z art. 33;”;

2) w art. 24 wprowadza się następujące zmiany:

a) dodaje się ustępy w brzmieniu:

„3a. Badania przygotowane przez firmy inwestycyjne lub osoby trzecie i wykorzystywane przez te firmy inwestycyjne, ich klientów lub potencjalnych klientów lub udostępniane firmom inwestycyjnym, ich klientom lub potencjalnym klientom muszą być rzetelne, jasne i nie mogą wprowadzać w błąd. Badania muszą być wyraźnie oznaczone jako takie lub przy użyciu podobnego sformułowania, pod warunkiem że spełnione są wszystkie warunki określone w rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) 2017/565\* mające zastosowanie do badań.

3b. Firmy inwestycyjne świadczące usługi w zakresie zarządzania portfelem lub inne usługi inwestycyjne lub dodatkowe zapewniają, by badania, które udostępniają one klientom lub potencjalnym klientom i które w całości lub w części zostały opłacone przez emitenta, były oznaczane jako »badania sponsorowane przez emitenta«, tylko jeżeli zostały przygotowane zgodnie z unijnym kodeksem postępowania dotyczącym badań sponsorowanych przez emitenta, o którym mowa w ust. 3c.

- 3c. EUNGiPW opracowuje projekty regulacyjnych standardów technicznych w celu ustanowienia unijnego kodeksu postępowania dotyczącego badań sponsorowanych przez emitenta. W kodeksie postępowania określa się standardy niezależności i obiektywizmu oraz procedury i środki skutecznej identyfikacji konfliktów interesów, zapobiegania im i ich ujawniania.

Przy opracowywaniu tych regulacyjnych standardów technicznych dotyczących unijnego kodeksu postępowania dotyczącego badań sponsorowanych przez emitenta EUNGiPW bierze pod uwagę treść i kryteria kodeksów postępowania dotyczących badań sponsorowanych przez emitenta, ustanowionych na poziomie krajowym przed datą rozpoczęcia stosowania tych regulacyjnych standardów technicznych, zwłaszcza w przypadku gdy takie kodeksy są powszechnie akceptowane i stosowane. W stosownych przypadkach EUNGiPW bierze również pod uwagę odpowiednie zobowiązania i standardy dotyczące rekomendacji inwestycyjnych określone w art. 20 rozporządzenia (UE) nr 596/2014.

EUNGiPW przedkłada Komisji te projekty regulacyjnych standardów technicznych do dnia ... [12 miesięcy od dnia wejścia w życie niniejszej dyrektywy zmieniającej] r.

Komisja jest uprawniona do uzupełniania niniejszej dyrektywy poprzez przyjmowanie regulacyjnych standardów technicznych, o których mowa w akapicie pierwszym niniejszego ustępu, zgodnie z art. 10–14 rozporządzenia (UE) nr 1095/2010.

Unijny kodeks postępowania dotyczący badań sponsorowanych przez emitenta udostępnia się publicznie na stronie internetowej EUNGiPW.

Po przyjęciu regulacyjnych standardów technicznych, o których mowa w akapicie pierwszym niniejszego ustępu, EUNGiPW ocenia, co najmniej raz na pięć lat, czy unijny kodeks postępowania dotyczący badań sponsorowanych przez emitenta wymaga zmiany – w takim przypadku EUNGiPW przedkłada Komisji projekt regulacyjnych standardów technicznych.

Państwa członkowskie przewidują w swoich przepisach, że firmy inwestycyjne, które przygotowują lub udostępniają badania sponsorowane przez emitenta, muszą dysponować rozwiązaniami organizacyjnymi w celu zapewnienia, by takie badania były przygotowywane zgodnie z unijnym kodeksem postępowania dotyczącym badań sponsorowanych przez emitenta i były zgodne z ust. 3a, 3b i 3e.

- 3d. Państwa członkowskie zapewniają, aby emitent mógł przedstawić sponsorowane przez siebie badania, o których mowa w ust. 3b niniejszego artykułu, odpowiedniemu organowi zbierającemu dane zdefiniowanemu w art. 2 pkt 2 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/2859\*\*.

Przedstawiając takie badania organowi zbierającemu dane, emitent zapewnia, aby towarzyszyły im metadane precyzujące, że informacje te są zgodne z unijnym kodeksem postępowania dotyczącym badań sponsorowanych przez emitenta. Badania takie nie są uznawane za informacje regulowane w rozumieniu dyrektywy 2004/109/WE ani za badania inwestycyjne w rozumieniu niniejszej dyrektywy, a zatem nie podlegają takiemu samemu poziomowi kontroli regulacyjnej jak takie informacje regulowane lub badania inwestycyjne.

- 3e. Na pierwszej stronie badania oznaczonego jako »badanie sponsorowane przez emitenta« wskazuje się w klarowny i widoczny sposób, że przygotowano je zgodnie z unijnym kodeksem postępowania dotyczącym badań sponsorowanych przez emitenta. Wszelkie inne materiały badawcze, które zostały opłacone w całości lub w części przez emitenta, lecz których nie przygotowano zgodnie z unijnym kodeksem postępowania dotyczącym badań sponsorowanych przez emitenta oznacza się jako publikacje handlowe.

---

\* Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy (Dz.U. L 87 z 31.3.2017, s. 1).

\*\* Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/2859 z dnia 13 grudnia 2023 r. w sprawie ustanowienia europejskiego pojedynczego punktu dostępu zapewniającego scentralizowany dostęp do publicznie dostępnych informacji mających znaczenie dla usług finansowych, rynków kapitałowych i zrównoważonego rozwoju (Dz.U. L, 2023/2859, 20.12.2023, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2023/2859/oj>).”;

b) w ust. 9a wprowadza się następujące zmiany:

(i) akapit pierwszy otrzymuje brzmienie:

„Przeprowadzanie badań przez osoby trzecie na rzecz firm inwestycyjnych świadczących usługi w zakresie zarządzania portfelem lub inne usługi inwestycyjne lub dodatkowe na rzecz klientów jest traktowane jako spełniające warunki określone w ust. 1, jeżeli:

- a) między firmą inwestycyjną a osobą trzecią świadczącą usługi w zakresie realizacji transakcji i badań zawarta została umowa określająca metodę obliczenia wynagrodzenia, w tym sposób, w jaki całkowity koszt badań jest ogólnie brany pod uwagę przy ustalaniu całkowitych opłat za usługi inwestycyjne;
- b) firma inwestycyjna informuje swoich klientów o tym, czy postanowiła płacić łącznie czy oddzielnie za usługi w zakresie realizacji transakcji i za badania, oraz udostępnia im swoją politykę dotyczącą płatności za usługi w zakresie realizacji transakcji i za badania, w tym o rodzaju informacji, jakie mogą być podawane w zależności od dokonanego przez firmę wyboru metody płatności oraz, w stosownych przypadkach, o sposobie, w jaki firma inwestycyjna zapobiega konfliktom interesów lub zarządza nimi zgodnie z art. 23, gdy stosuje metodę łącznych płatności za usługi w zakresie realizacji transakcji i za badania;

- c) firma inwestycyjna corocznie przeprowadza ocenę jakości, przydatności i wartości badań, z których korzysta, a także ich zdolności do przyczynienia się do trafniejszych decyzji inwestycyjnych; EUNGiPW może opracować wytyczne dla firm inwestycyjnych na potrzeby przeprowadzania tych ocen;
  - d) w przypadku gdy firma inwestycyjna postanawia płacić oddzielnie za usługi w zakresie realizacji transakcji i za badania przeprowadzane przez osoby trzecie, przeprowadzanie badań przez osoby trzecie na rzecz tej firmy inwestycyjnej odbywa się w zamian za:
    - (i) płatności bezpośrednie dokonane przez firmę inwestycyjną z jej własnych środków; albo
    - (ii) płatności z oddzielnego rachunku płatniczego na potrzeby badań kontrolowanego przez tę firmę inwestycyjną.”;
- (ii) dodaje się akapity w brzmieniu:

„Na potrzeby niniejszego artykułu nie uznaje się za badania komentarza na temat handlu ani innych usług doradczych w zakresie handlu wykonywanych na zamówienie, nierozzerwalnie związanych z realizacją transakcji na instrumentach finansowych.

W przypadku gdy firma inwestycyjna otrzymuje badania od podmiotu przeprowadzającego badania, który nie jest zaangażowany w wykonywanie usług w zakresie realizacji transakcji i nie jest częścią grupy świadczącej usługi finansowe obejmującej firmę inwestycyjną, która oferuje usługi w zakresie realizacji transakcji lub usługi brokerskie, przeprowadzanie takich badań na rzecz tej firmy inwestycyjnej uznaje się za spełniające obowiązki określone w ust. 1. W takich przypadkach firma inwestycyjna musi spełniać wymóg określony w akapicie pierwszym lit. c) niniejszego ustępu.

Firmy inwestycyjne prowadzą rejestr całkowitych kosztów, które można przypisać dostarczonym im przez osoby trzecie badaniom, jeśli koszty te są im znane. Na żądanie informacje takie są raz w roku udostępniane klientom firmy inwestycyjnej.

Do dnia ... [4 lata od daty wejścia w życie niniejszej dyrektywy zmieniającej] r. EUNGiPW przygotowuje sprawozdanie zawierające kompleksową ocenę rozwoju sytuacji rynkowej w zakresie badań w rozumieniu niniejszego artykułu. Ocenie podlega co najmniej zakres badań obejmujących spółki giełdowe, ewolucja kosztów i jakość tych badań, wpływ łącznych płatności na jakość realizacji transakcji, udział oddzielnych i łącznych płatności dokonywanych przez firmy inwestycyjne na rzecz osób trzecich świadczących usługi w zakresie realizacji transakcji i za badania oraz poziom zaspokojenia zapotrzebowania inwestorów i innych nabywców na badania.

Na podstawie tego sprawozdania Komisja może, w stosownych przypadkach, przedłożyć Parlamentowi Europejskiemu i Radzie wniosek ustawodawczy dotyczący zmian w zasadach określonych w niniejszej dyrektywie w odniesieniu do badań.”;

3) art. 33 otrzymuje brzmienie:

a) ust. 1 i 2 otrzymują brzmienie:

- „1. Państwa członkowskie zapewniają możliwość występowania przez operatora MTF do jego macierzystego właściwego organu z wnioskiem o rejestrację MTF lub jej segmentu jako rynku rozwoju MŚP.
2. Państwa członkowskie zapewniają możliwość zarejestrowania MTF lub jej segmentu przez macierzysty właściwy organ jako rynku rozwoju MŚP, w przypadku gdy właściwy organ otrzyma wniosek, o którym mowa w ust. 1, oraz upewni się, że w odniesieniu do danej MTF spełnione są kryteria określone w ust. 3 lub że w odniesieniu do segmentu tej MTF spełnione są kryteria określone w ust. 3a.”;

b) dodaje się ustęp w brzmieniu:

„3a. Państwa członkowskie zapewniają, aby odpowiedni segment MTF podlegał skutecznym zasadom, systemom i procedurom zapewniającym spełnienie kryteriów określonych w ust. 3 oraz wszystkich następujących kryteriów:

- a) segment MTF zarejestrowany jako »rynek rozwoju MŚP« jest wyraźnie oddzielony od pozostałych segmentów rynku prowadzonych przez firmę inwestycyjną lub operatora rynku prowadzącego MTF, na co wskazuje między innymi inna nazwa, inny zbiór przepisów, inna strategia marketingowa i inne działania promocyjne, a także przypisanie konkretnego kodu identyfikacyjnego rynku do segmentu zarejestrowanego jako rynek rozwoju MŚP;
- b) transakcje dokonywane w danym segmencie zarejestrowanym jako rynek rozwoju MŚP są wyraźnie odróżniane od innej działalności rynkowej prowadzonej w pozostałych segmentach MTF;
- c) MTF przekazuje, na wniosek właściwego organu w jej macierzystym państwie członkowskim, wyczerpujący wykaz instrumentów notowanych w danym segmencie zarejestrowanym jako rynek rozwoju MŚP, a także informacje na temat funkcjonowania segmentu zarejestrowanego jako rynek rozwoju MŚP, których może zażądać właściwy organ.”;

c) ust. 4–8 otrzymują brzmienie:

- „4. Spełnienie przez firmę inwestycyjną lub operatora rynku prowadzących MTF lub jej segment kryteriów określonych w ust. 3 i 3a pozostaje bez uszczerbku dla konieczności spełnienia przez tę firmę inwestycyjną lub tego operatora rynku innych obowiązków wynikających z niniejszej dyrektywy związanych z prowadzeniem MTF. Bez uszczerbku dla ust. 7 firma inwestycyjna lub operator rynku prowadzący MTF lub jej segment mogą nakładać dodatkowe kryteria.
5. Państwa członkowskie zapewniają właściwemu organowi w macierzystym państwie członkowskim możliwość wyrejestrowania MTF lub jej segmentu jako rynku rozwoju MŚP w którymkolwiek z poniższych przypadków:
- a) firma inwestycyjna lub operator rynku prowadzący MTF lub jej segment wystąpili z wnioskiem o ich wyrejestrowanie;
  - b) kryteria określone w ust. 3 nie są już spełnione w odniesieniu do danej MTF lub kryteria określone w ust. 3a nie są już spełnione w odniesieniu do danego segmentu MTF.
6. Państwa członkowskie wymagają, aby w przypadku gdy właściwy organ w macierzystym państwie członkowskim zarejestruje lub wyrejestruje MTF lub jej segment jako rynek rozwoju MŚP na podstawie niniejszego artykułu, organ ten jak najszybciej powiadomił o tym EUNGiPW. EUNGiPW publikuje na swojej stronie internetowej oraz aktualizuje wykaz rynków rozwoju MŚP.

7. Państwa członkowskie wymagają, aby w przypadku dopuszczenia instrumentu finansowego emitenta do obrotu na jednym rynku rozwoju MŚP, ten instrument finansowy mógł być również przedmiotem obrotu w innym systemie obrotu, tylko jeżeli emitent został poinformowany i nie zgłosił sprzeciwu. W przypadku gdy ten inny system obrotu jest innym rynkiem rozwoju MŚP lub segmentem rynku rozwoju MŚP, emitent nie podlega jakimkolwiek obowiązkom w zakresie ładu korporacyjnego ani początkowym, bieżącym lub doraźnym obowiązkom informacyjnym w stosunku do tego innego rynku rozwoju MŚP. W przypadku gdy ten inny system obrotu nie jest innym rynkiem rozwoju MŚP, emitent jest informowany o wszelkim obowiązkach w zakresie ładu korporacyjnego lub początkowych, bieżących lub doraźnych obowiązkach informacyjnych w stosunku do tego innego systemu obrotu, którym podlega. Do dnia ... [18 miesięcy od daty wejścia w życie niniejszej dyrektywy zmieniającej] EUNGiPW opracuje wytyczne dotyczące procedur informowania emitentów oraz procesu wnoszenia sprzeciwów, a także odpowiednich terminów.
8. Komisja jest uprawniona do przyjmowania aktów delegowanych zgodnie z art. 89 w celu uzupełnienia niniejszej dyrektywy poprzez doprecyzowanie kryteriów określonych w ust. 3 i 3a niniejszego artykułu. Kryteria te uwzględniają konieczność utrzymania wysokiego poziomu ochrony inwestorów w celu budowy zaufania inwestorów do tych rynków, przy jednoczesnym ograniczeniu obciążeń administracyjnych po stronie emitentów na rynku. Kryteria te uwzględniają również fakt, że powodem wyrejestrowania lub odmowy rejestracji nie może być jedynie tymczasowe niedopełnienie kryterium określonego w ust. 3 lit. a) niniejszego artykułu.”;

- 4) dodaje się artykuł w brzmieniu:

*„Artykuł 51a*

*Szczegółowe warunki dopuszczenia akcji do obrotu*

1. Państwa członkowskie zapewniają, aby rynki regulowane wymagały, aby przewidywana kapitalizacja rynkowa spółki, której akcji dotyczy wniosek o dopuszczenie do obrotu, lub, jeżeli nie można jej ocenić, kapitał i rezerwy tej spółki, z uwzględnieniem zysków i strat za ostatni rok obrotowy, wynosiły co najmniej 1 000 000 EUR lub równowartość tej kwoty w walucie krajowej innej niż euro.
2. Ust. 1 nie stosuje się do dopuszczenia do obrotu akcji tożsamyh z akcjami już dopuszczonymi do obrotu.
3. Jeżeli w wyniku dostosowania równowartości kwoty w walucie krajowej innej niż euro kapitalizacja rynkowa wyrażona w walucie krajowej pozostaje przez okres roku na poziomie o co najmniej 10% wyższym lub co najmniej 10% niższym niż 1 000 000 EUR, dane państwo członkowskie w ciągu 12 miesięcy od zakończenia tego okresu dostosowuje swoje przepisy ustawowe, wykonawcze i administracyjne, aby zachować zgodność z ust. 1.
4. Państwa członkowskie zapewniają, aby rynki regulowane wymagały, aby co najmniej 10% kapitału subskrybowanego reprezentowanego przez rodzaj akcji, których dotyczy wniosek o dopuszczenie do obrotu, w momencie dopuszczenia do obrotu pozostawało w posiadaniu inwestorów.

5. Na zasadzie odstępstwa od ust. 4 państwa członkowskie mogą wymagać, by rynki regulowane ustanowiły w odniesieniu do wniosku o dopuszczenie akcji do obrotu co najmniej jeden z poniższych wymogów w momencie dopuszczenia:
- a) wystarczająca liczba akcji znajduje się w posiadaniu inwestorów;
  - b) akcje znajdują się w posiadaniu wystarczającej liczby akcjonariuszy;
  - c) wartość rynkowa akcji znajdujących się w posiadaniu inwestorów reprezentuje dostateczny poziom kapitału subskrybowanego w danym rodzaju odnośnych akcji.
6. W przypadku gdy złożono wniosek o dopuszczenie do obrotu akcji tożsamyh z akcjami już dopuszczonymi do obrotu, rynki regulowane oceniają – w celu spełnienia wymogu określonego w ust. 4 – czy inwestorom przydzielono wystarczającą liczbę akcji, biorąc pod uwagę wszystkie wyemitowane akcje, a nie tylko akcje tożsame z akcjami już dopuszczonymi do obrotu.
7. Komisja jest uprawniona do przyjmowania aktów delegowanych zgodnie z art. 89 w celu zmiany niniejszej dyrektywy poprzez modyfikację progów, o których mowa w ust. 1 i 3 niniejszego artykułu, lub progu, o którym mowa w ust. 4 niniejszego artykułu, lub we wszystkich tych ustępach, jeżeli obowiązujące progi zagrażają płynności na rynkach publicznych, biorąc pod uwagę rozwój sytuacji finansowej.”;

5) w art. 69 ust. 2 akapit pierwszy dodaje się litery w brzmieniu:

- „v) przyjmowanie wszelkich niezbędnych środków w celu sprawdzenia, czy firmy inwestycyjne dysponują rozwiązaniami organizacyjnymi pozwalającymi zapewnić, by przygotowywane lub udostępniane przez nie badania sponsorowane przez emitenta były zgodne z unijnym kodeksem postępowania dotyczącym badań sponsorowanych przez emitenta;
- w) zawieszanie udostępniania przez firmy inwestycyjne badań sponsorowanych przez emitenta, które nie zostały przygotowane zgodnie z unijnym kodeksem postępowania dotyczącym badań sponsorowanych przez emitenta;
- x) w przypadku gdy badanie oznaczone jako „badanie sponsorowane przez emitenta” i udostępniane przez firmę inwestycyjną nie zostało przygotowane zgodnie z unijnym kodeksem postępowania dotyczącym badań sponsorowanych przez emitenta – wydawanie ostrzeżeń w celu poinformowania inwestorów, że badanie to nie zostało przygotowane zgodnie z unijnym kodeksem postępowania dotyczącym badań sponsorowanych przez emitenta.”;

6) w art. 89 wprowadza się następujące zmiany:

a) ust. 2 i 3 otrzymują brzmienie:

„2. Uprawnienia, o których mowa w art. 2 ust. 3 i 4, art. 4 ust. 1 pkt 2 akapit drugi, art. 4 ust. 2, art. 13 ust. 1, art. 16 ust. 12, art. 23 ust. 4, art. 24 ust. 13, art. 25 ust. 8, art. 27 ust. 9, art. 28 ust. 3, art. 30 ust. 5, art. 31 ust. 4, art. 32 ust. 4, art. 33 ust. 8, art. 51a ust. 7, art. 52 ust. 4, art. 54 ust. 4, art. 58 ust. 6, art. 64 ust. 7, art. 65 ust. 7 i art. 79 ust. 8, powierza się Komisji na czas nieokreślony.

3. Przekazanie uprawnień, o którym mowa w art. 2 ust. 3 i 4, art. 4 ust. 1 pkt 2 akapit drugi, art. 4 ust. 2, art. 13 ust. 1, art. 16 ust. 12, art. 23 ust. 4, art. 24 ust. 13, art. 25 ust. 8, art. 27 ust. 9, art. 28 ust. 3, art. 30 ust. 5, art. 31 ust. 4, art. 32 ust. 4, art. 33 ust. 8, art. 51a ust. 7, art. 52 ust. 4, art. 54 ust. 4, art. 58 ust. 6, art. 64 ust. 7, art. 65 ust. 7 i art. 79 ust. 8, może zostać w dowolnym momencie odwołane przez Parlament Europejski lub przez Radę. Decyzja o odwołaniu kończy przekazanie określonych w niej uprawnień. Decyzja o odwołaniu staje się skuteczna następnego dnia po jej opublikowaniu w *Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej* lub w późniejszym terminie określonym w tej decyzji. Nie wpływa ona na ważność już obowiązujących aktów delegowanych.”;

b) ust. 5 otrzymuje brzmienie:

„5. Akt delegowany przyjęty na podstawie art. 2 ust. 3 lub 4, art. 4 ust. 1 pkt 2 akapit drugi, art. 4 ust. 2, art. 13 ust. 1, art. 16 ust. 12, art. 23 ust. 4, art. 24 ust. 13, art. 25 ust. 8, art. 27 ust. 9, art. 28 ust. 3, art. 30 ust. 5, art. 31 ust. 4, art. 32 ust. 4, art. 33 ust. 8, art. 51a ust. 7, art. 52 ust. 4, art. 54 ust. 4, art. 58 ust. 6, art. 64 ust. 7, art. 65 ust. 7 lub art. 79 ust. 8 wchodzi w życie tylko wówczas, gdy ani Parlament Europejski, ani Rada nie wyraziły sprzeciwu w terminie trzech miesięcy od przekazania tego aktu Parlamentowi Europejskiemu i Radzie, lub gdy, przed upływem tego terminu, zarówno Parlament Europejski, jak i Rada poinformowały Komisję, że nie wniosą sprzeciwu. Termin ten przedłuża się o trzy miesiące z inicjatywy Parlamentu Europejskiego lub Rady.”;

7) w art. 90 dodaje się ustęp w brzmieniu:

„6. Do dnia ... [cztery lata po wejściu w życie niniejszej dyrektywy zmieniającej] Komisja dokona przeglądu i oceny wpływu przepisu o braku sprzeciwu zawartego w art. 33 ust. 7 na konkurencję między systemami obrotu, w szczególności rynkami rozwoju MŚP, i jego wpływu na dostęp MŚP do kapitału.”;

*Artykuł 2*  
*Uchylenie dyrektywy 2001/34/WE*

Dyrektywa 2001/34/WE traci moc ze skutkiem od dnia ... [24 miesiące od dnia wejścia w życie niniejszej dyrektywy zmieniającej].

*Artykuł 3*  
*Transpozycja i stosowanie*

1. Państwa członkowskie wprowadzają w życie przepisy ustawowe, wykonawcze i administracyjne niezbędne do wykonania niniejszej dyrektywy w terminie do dnia ... [18 miesięcy od dnia wejścia w życie niniejszej dyrektywy zmieniającej]. Niezwłocznie przekazują one Komisji tekst tych przepisów.

Państwa członkowskie stosują te przepisy od dnia ... [18 miesięcy + 1 dzień od dnia wejścia w życie niniejszej dyrektywy zmieniającej].

Przepisy przyjęte przez państwa członkowskie zawierają odniesienie do niniejszej dyrektywy lub odniesienie takie towarzyszy ich urzędowej publikacji. Przepisy te zawierają także wskazanie, że w istniejących przepisach ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odniesienia do dyrektywy uchylonej niniejszą dyrektywą odczytuje się jako odniesienia do niniejszej dyrektywy. Sposób dokonywania takiego odniesienia i formułowania takiego wskazania określany jest przez państwa członkowskie.

2. Państwa członkowskie przekazują Komisji teksty najważniejszych przepisów prawa krajowego w dziedzinie objętej zakresem niniejszej dyrektywy.

*Artykuł 4*

*Wejście w życie*

Niniejsza dyrektywa wchodzi w życie dwudziestego dnia po jej opublikowaniu w *Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej*.

*Artykuł 5*

*Adresaci*

Niniejsza dyrektywa skierowana jest do państw członkowskich.

Sporządzono w ...

*W imieniu Parlamentu Europejskiego*

*Przewodnicząca*

*W imieniu Rady*

*Przewodniczący / Przewodnicząca*