

Brusel 8. prosince 2022
(OR. en)

15834/22

**Interinstitucionální spis:
2022/0405(COD)**

EF 369
ECOFIN 1299
CODEC 1970

PRŮVODNÍ POZNÁMKA

Odesílatel:	Martine DEPREZOVÁ, ředitelka, za generální tajemnici Evropské komise
Datum přijetí:	8. prosince 2022
Příjemce:	Thérèse BLANCHETOVÁ, generální tajemnice Rady Evropské unie
Č. dok. Komise:	COM(2022) 760 final
Předmět:	Návrh SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY, kterou se mění směrnice 2014/65/EU za účelem zvýšení atraktivity veřejných kapitálových trhů v Unii pro společnosti a usnadnění přístupu malých a středních podniků ke kapitálu a kterou se zrušuje směrnice 2001/34/ES

Delegace naleznou v příloze dokument COM(2022) 760 final.

Příloha: COM(2022) 760 final



EVROPSKÁ
KOMISE

V Bruselu dne 7.12.2022

COM(2022) 760 final

2022/0405 (COD)

Návrh

SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY,

kterou se mění směrnice 2014/65/EU za účelem zvýšení atraktivity veřejných kapitálových trhů v Unii pro společnosti a usnadnění přístupu malých a středních podniků ke kapitálu a kterou se zrušuje směrnice 2001/34/ES

(Text s významem pro EHP)

{SEC(2022) 760 final} - {SWD(2022) 762 final} - {SWD(2022) 763 final}

DŮVODOVÁ ZPRÁVA

1. SOUVISLOSTI NÁVRHU

• Odůvodnění a cíle návrhu

Politické souvislosti

Tento návrh je součástí balíčku týkajícího se nařízení o kotování, souboru opatření, která mají zvýšit atraktivitu veřejných trhů pro společnosti v EU a usnadnit přístup malých a středních podniků ke kapitálu. Je v souladu s hlavním cílem unie kapitálových trhů (UKT), kterým je zlepšit přístup společností v EU, a to i menších společností, k tržním zdrojům financování v každé fázi jejich rozvoje. Kotované společnosti, včetně společností kotovaných nedávno, růstem ročních příjmů a tvorbou pracovních míst často předstihují soukromé společnosti¹. Kotováním na veřejných trzích mohou společnosti diverzifikovat svou investorskou základnu, snížit svou závislost na bankovním financování, získat snadnější a levnější přístup k dodatečnému vlastnímu kapitálu a dluhovému financování (prostřednictvím sekundárních nabídek), zviditelnit se na veřejnosti a zvýšit známost značky.

Od zveřejnění prvního akčního plánu pro unii kapitálových trhů v roce 2015 zajišťování snadnějšího a levnějšího přístupu společností, zejména malých a středních podniků, na veřejné trhy pokročilo. V lednu 2018 byla směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU (MiFID II)² zavedena nová kategorie mnohostranných obchodních systémů, tzv. trhy pro růst malých a středních podniků³, jejichž úkolem je podnítit přístup malých a středních podniků na kapitálové trhy. V roce 2019 byla prostřednictvím nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/2115⁴ (nařízení o kotování malých a středních podniků) předložena nová pravidla EU, která omezují byrokracii a regulační zátěž pro společnosti kotované na trzích pro růst malých a středních podniků a zároveň zachovávají vysokou úroveň ochrany investorů a integrity trhu. Navzdory tomuto pokroku však zúčastněné strany tvrdí, že je třeba přijmout další regulační opatření, aby se proces kotace zefektivnil a byl pro emitenty flexibilnější.

¹ *Empowering EU capital markets for SMEs – Making listing cool again*, závěrečná zpráva skupiny technických odborníků z řad zúčastněných stran (TESG) pro malé a střední podniky, květen 2021. Oxera Consulting LPP, *Primary and secondary equity markets in the EU, Final report*, listopad 2020, [Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf](#)

² Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU (přepřacované znění) (Úř. věst. L 173, 12.6.2014, s. 349).

³ Aby se mnohostranný obchodní systém mohl kvalifikovat jako trh pro růst malých a středních podniků, musí být alespoň 50 % emitentů, jejichž finanční nástroje se v mnohostranném obchodním systému obchodují, malými a středními podniky, které jsou podle směrnice MiFID II definovány jako společnosti s průměrnou tržní kapitalizací nižší než 200 milionů EUR. Aby byla zajištěna odpovídající úroveň ochrany investorů, musí pravidla kotování na trzích pro růst malých a středních podniků splňovat také určité standardy kvality, včetně nutnosti vypracovat náležitý přijímací dokument (není-li vyžadován prospekt), a pravidelně podávat finanční zprávy. Rámec pro trhy pro růst malých a středních podniků byl vytvořen s cílem dále zohlednit zvláštní potřeby malých a středních podniků, které poprvé vstupují na trhy s akciemi a dluhopisy.

⁴ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/2115 ze dne 27. listopadu 2019, kterým se mění směrnice 2014/65/EU a nařízení (EU) č. 596/2014 a (EU) 2017/1129, pokud jde o podporu využívání trhů pro růst malých a středních podniků (Úř. věst. L 320, 11.12.2019, s. 1).

V novém akčním plánu pro unii kapitálových trhů přijatém v září 2020 bylo oznámeno, že „Komise bude usilovat o zjednodušení pravidel pro kotování na veřejných trzích, aby podpořila a diverzifikovala přístup malých a inovativních podniků k financování“. V návaznosti na to a na základě nařízení o kotování malých a středních podniků z roku 2019 zřídila Komise skupinu technických odborníků z řad zúčastněných stran (TESG) pro malé a střední podniky, která potvrdila tvrzení zúčastněných stran, že na podporu kotování společností, a zejména malých a středních podniků, je třeba přijmout další legislativní opatření. Ve své závěrečné zprávě⁵ z května 2021 vydala skupina TESG dvanáct doporučení ke změně rámce pro kotování jak na regulovaných trzích, tak na trzích pro růst malých a středních podniků.

Dne 15. září 2021 oznámila předsedkyně Komise von der Leyenová ve svém prohlášení o záměru⁶ adresovaném Parlamentu a předsednictví Rady legislativní návrh na usnadnění přístupu malých a středních podniků ke kapitálu, který byl zařazen do pracovního programu Komise na rok 2022⁷.

Rozhodnutí společnosti o tom, zda své akcie kotovat, je složité a je ovlivněno mnoha faktory, z nichž mnohé jsou mimo dosah regulačních orgánů, a proto je nelze řešit přímo právními předpisy. Vliv na rozhodnutí o tom, zda a kdy se společnost stane kotovanou společností v EU a zda jí zůstane, měly (a budou mít) například faktory, které určují náklady na kotovací služby, a obecněji geopolitická nestabilita, brexit, COVID-19 a inflace. Důležitým faktorem při rozhodování společnosti o tom, zda se stane a zda zůstane kotovanou společností, jsou však také regulační požadavky a s nimi spojené náklady a zátěž. Balíček týkající se nařízení o kotování představuje cílený soubor opatření, jež mají: i) snížit regulační zátěž tam, kde je považována za nadměrnou (tj. tam, kde by regulace mohla přispět k ochraně investorů / integrity trhu nákladově efektivnějším způsobem pro zúčastněné strany), a ii) zvýšit flexibilitu, kterou právo obchodních společností přiznává zakladatelům nebo ovládajícím akcionářům, pokud jde o volbu způsobu rozdělení hlasovacích práv po přijetí akcií k obchodování.

Regulační rámec, který se vztahuje na proces kotace, má mnoho aspektů. Společnosti musí splňovat regulační požadavky před primární veřejnou nabídkou akcií (IPO), během ní i posléze. Navrhovaná směrnice je doprovázena dvěma dalšími legislativními návrhy, které jsou součástí balíčku týkajícího se nařízení o kotování: i) návrhem nařízení, kterým se mění nařízení o prospektu a nařízení o zneužívání trhu, jež má zefektivnit a objasnit požadavky na kotování platné na primárních a sekundárních trzích a zároveň zachovat odpovídající úroveň ochrany investorů a integrity trhu, a ii) návrhem směrnice o strukturách zahrnujících akcie s násobným hlasovacím právem, jehož cílem je odstranit regulační překážky, které vznikají ve fázi před IPO, a zejména nerovné možnosti společností v EU zvolit si při kotaci vhodné řídicí struktury.

⁵ Závěrečná zpráva skupiny technických odborníků (TESG) pro malé a střední podniky – *Empowering EU capital markets – Making listing cool again* (europa.eu).

⁶ Viz s. 4: *state_of_the_union_2021_letter_of_intent_en.pdf* (europa.eu)

⁷ Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů – Pracovní program Komise na rok 2022 – Společně za silnější Evropu (COM(2021) 645 final), *cwp2022_en.pdf* (europa.eu).

Odůvodnění návrhu

Kotované společnosti, zejména malé a střední podniky, se musí dostat do povědomí případných investorů: současná nízká úroveň investičního výzkumu týkajícího se těchto emitentů, která je způsobena mnoha podkladovými faktory, vede k jejich nízké viditelnosti a malému zájmu investorů, což dále omezuje likviditu již kotovaných společností.

Podle směrnice MiFID II a směrnice Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/593⁸ není investiční výzkum v případě, kdy je investičním podnikům poskytován třetími stranami ve spojení se službami provádění transakcí / makléřskými službami, považován za pobídku, pokud je protiplněn za: i) přímou platbu investičním podnikem z jeho vlastních zdrojů, nebo ii) platbou ze samostatného platebního účtu pro výzkum, který je kontrolován investičním podnikem, s výhradou řady podmínek (tzv. „pravidla pro oddělení“). Po několika letech uplatňování je úspěch pravidel pro oddělení sporný.

Zdá se, že pravidla pro oddělení splnila některé cíle, včetně lepšího řízení střetů zájmů, omezení nadměrné tvorby výzkumu u velmi likvidních akcií a zlepšení transparentnosti nákladů spojených s poskytováním výzkumu. Tato pravidla však nepřispěla k růstu počtu nezávislých poskytovatelů investičního výzkumu. Naopak, po zavedení pravidel pro oddělení se nezávislý výzkum stal neudržitelným kvůli nízkým cenám účtovaným některými většími poskytovateli výzkumu.

Z důkazů rovněž vyplývá, že pravidla pro oddělení mohla zhoršit celkovou dostupnost výzkumu, zejména pro společnosti s malou a střední kapitalizací, a vedla k omezení infrastruktury pro výzkum trhu, což poškozuje konkurenční a diverzifikovaný trh analytiků. Makléři v EU, kteří v minulosti poskytovali výzkum pro malé a střední podniky v rámci svých „balíčků“ investičních služeb, omezili kapacity pro malé a střední podniky poté, co se rozhodli nepřenášet náklady na výzkum na své zákazníky. Obzvláště postižen byl segment kotovaných společností s malou a střední kapitalizací, neboť sdružené platby umožňovaly, aby platby za výzkum velkých společností byly použity na výzkum společností s malou a střední kapitalizací. Z řady průzkumů celkově vyplývá, že se pokrytí malých a středních podniků v letech po vstupu pravidel o oddělení v platnost výrazně snížilo či dokonce zcela zaniklo. Důsledkem byla další koncentrace na „odděleném“ trhu výzkumu a snížení rozmanitosti a širší nabízeného výzkumu.

Ačkoli pravidla pro oddělení byla navržena tak, aby přerušila vazbu mezi makléřskými provizemi a investičním výzkumem a aby vytvořila „cenu“ investičního výzkumu, oddělení ve skutečnosti neumožnilo stanovit cenu výzkumu nezávisle a také neotevřelo tento trh nezávislým poskytovatelům (tj. nikoli z řad makléřů). Nejdůležitější je, že pravidla pro oddělení nezabránila negativnímu trendu v pokrytí společností s malou a střední kapitalizací výzkumem a nevedla ke vzniku nezávislých poskytovatelů výzkumu zaměřených na malé a střední podniky.

⁸ Směrnice Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/593 ze dne 7. dubna 2016, kterou se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU, pokud jde o ochranu finančních nástrojů a peněžních prostředků patřících zákazníkům, povinnosti při řízení produktů a pravidla vztahující se na poskytování nebo přijímání poplatků, provizí nebo jiných peněžních či nepeněžních výhod (Úř. věst. L 87, 31.3.2017, s. 500).

V roce 2021 byla pravidla pro oddělení poprvé změněna v rámci obecnějšího úsilí na základě balíčku týkajícího se oživení kapitálových trhů⁹, jenž měl pomoci překonat krizi COVID-19, která donutila společnosti více spoléhat na dluh, což oslabilo jejich struktury financování. V situaci, kdy společnosti potřebovaly naléhavě rekapitalizaci, byla potřeba většího zviditelnění společností v EU, zejména společností s malou a střední kapitalizací, považována za zásadní a implicitní náklady plynoucí z nepokrytí výzkumem za ještě vyšší. V této souvislosti se balíček týkající se oživení kapitálových trhů, platný ode dne 28. února 2022, snažil zlepšit pokrytí společností s malou a střední kapitalizací výzkumem¹⁰ tím, že stanovil výjimku z pravidel pro oddělení investičního výzkumu, která se vztahuje na emitenty, jejichž tržní kapitalizace nepřesahuje 1 miliardu EUR, a to po dobu 36 měsíců předcházejících poskytnutí výzkumu, což tudíž v takových případech umožnilo společnou platbu za provedení obchodu a výzkum. Přestože bylo toto opatření všeobecně uvítáno, neřešilo dostatečně daný problém. Vzhledem k tomu, že mnoho investičních podniků a makléřů nabízí služby společnostem různé velikosti (a s různou kapitalizací), včetně těch, jejichž kapitalizace je vyšší než 1 miliarda EUR, jak bylo stanoveno v balíčku týkajícím se oživení kapitálových trhů, rozhodly se tyto investiční podniky a makléři nezavádět dva souběžné systémy fakturace za výzkum a zachovat u všech zákazníků oddělený přístup. Změna v balíčku týkajícím se oživení kapitálových trhů tudíž nedosáhla plně svého cíle podpořit tvorbu výzkumu týkajícího se společností s malou a střední kapitalizací a v této souvislosti by byl nutný další legislativní přezkum.

Kromě změn režimu oddělení výzkumu zavádí návrh omezený počet změn legislativního rámce, kterým se řídí trh pro růst malých a středních podniků, což je kategorie mnohostranných obchodních systémů vytvořená podle směrnice MiFID II s cílem přispět k zviditelnění a známosti malých a středních podniků a napomoci vypracování společných regulačních norem v EU pro trhy specializované na malé a střední podniky¹¹.

V neposlední řadě návrh usiluje také o zrušení směrnice o kotování. Směrnice o kotování neboli směrnice o minimální harmonizaci, přijatá v roce 2001, představovala základ pro kotování na trzích EU, než byly přijaty směrnice o prospektu¹² a směrnice o

⁹ Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2021/338 ze dne 16. února 2021, kterou se mění směrnice 2014/65/EU, pokud jde o požadavky na informace, řízení produktů a limity pozic, a směrnice 2013/36/EU a (EU) 2019/878, pokud jde o použití těchto směrnic v případě investičních podniků, s cílem napomoci oživení po krizi způsobené onemocněním COVID-19.

¹⁰ V 8. bodě odůvodnění balíčku týkajícího se oživení kapitálových trhů (směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2021/338 ze dne 16. února 2021, kterou se mění směrnice 2014/65/EU, pokud jde o požadavky na informace, řízení produktů a limity pozic, a směrnice 2013/36/EU a (EU) 2019/878, pokud jde o použití těchto směrnic v případě investičních podniků, s cílem napomoci oživení po krizi způsobené onemocněním COVID-19) se uvádí: „Bezprostředně po pandemii COVID-19 musí být emitenti, a zejména společnosti s malou a střední tržní kapitalizací, podporováni silnými kapitálovými trhy. Výzkum týkající se emitentů s malou a střední tržní kapitalizací má zásadní význam pro to, aby se emitenti mohli spojit s investory. Tento výzkum zvyšuje viditelnost emitentů, a tím zajišťuje dostatečnou úroveň investic a likvidity. Za předpokladu, že jsou splněny určité podmínky, by investiční podniky měly mít možnost platit společně za provádění výzkumu a za poskytování služeb provádění transakcí.“

¹¹ V dubnu 2021 zveřejnil orgán ESMA závěrečnou zprávu o fungování režimu pro trhy pro růst malých a středních podniků, v níž dospěl k závěru, že tento nový režim byl poměrně úspěšný a v době zveřejnění zprávy bylo jako trhy pro růst malých a středních podniků registrováno sedmáct mnohostranných obchodních systémů. Zpráva je k dispozici na adrese: [final_report_on_sme_gms_-_mifid_ii.pdf](#) (europa.eu).

¹² Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES (Úř. věst. L 345, 31.12.2003, s. 64).

transparentnosti¹³, které následně nahradily většinu ustanovení harmonizujících podmínky pro poskytování informací týkajících se žádostí o přijetí cenných papírů ke kotování a informací o cenných papírech přijatých k obchodování. Směrnice MiFID zavedla pojem „přijetí finančních nástrojů k obchodování na regulovaném trhu“. Analýza Stálého výboru orgánu ESMA pro trhy s cennými papíry týkající se provedení směrnice o kotování zjistila, že mnoho členských států již ve vnitrostátním právu pojmy použité ve směrnici o kotování neuplatňuje¹⁴. Členské státy, které tyto pojmy ve vnitrostátním právu dosud uplatňují, mají navíc poměrně širokou možnost odchýlit se od pravidel stanovených ve směrnici o kotování, aby zohlednily specifické podmínky místního trhu. V současné době se v některých členských státech pojmy „přijetí ke kotování“ a „přijetí k obchodování na regulovaném trhu“ často zaměňují. Dvojí režim přijetí k obchodování na straně jedné a přijetí ke kotování na straně druhé by mohl na úrovni EU vést k právní nejistotě, zejména vzhledem k tomu, že požadavky na transparentnost a zneužívání trhu, jejichž cílem je ochrana investorů a zajištění integrity trhu, se v současné době nevztahují na nástroje přijaté ke kotování, zatímco pro nástroje přijaté k obchodování na regulovaném trhu tyto požadavky neplatí.

Cíle návrhu

Celkovým cílem tohoto návrhu je zavést cílené úpravy souboru pravidel EU, aby se zlepšila viditelnost kotovaných společností, zejména malých a středních podniků, a zefektivnil proces kotace za účelem zvýšení právní jasnosti.

Navrhované cílené změny směrnice MiFID II mají usnadnit rozvoj a poskytování investičního výzkumu týkajícího se společností, zejména společností s malou a střední kapitalizací, a dále zvýšit atraktivitu režimu trhů pro růst malých a středních podniků, aby se v konečném důsledku usnadnil přístup společností s malou a střední kapitalizací na kapitálové trhy. Tento návrh zvyšuje prahovou hodnotu tržní kapitalizace pro společnosti s malou a střední kapitalizací, pod níž by bylo možné opětovně spojit poplatky za provedení obchodů a poplatky za výzkum. Zvýšení současné prahové hodnoty ve výši 1 miliardy EUR na 10 miliard EUR má zachytit širší okruh společností s malou a střední kapitalizací, a zejména více středních společností, které by mohly mít prospěch z režimu opětovného spojení, což zejména umožní, aby platby za výzkum velkých společností mohly být použity i v případě výzkumu týkajícího se malých společností. Vynětí z režimu oddělení odstraní překážku pro vstup většího počtu výzkumů týkajících se společností s malou a střední kapitalizací a celkově se očekává, že oživí trh investičního výzkumu. Čím více výzkumů týkajících se společností s malou a střední kapitalizací je potenciálním investorům zpřístupněno, tím větší šanci budou mít tyto společnosti na získání finančních prostředků. Více investičních výzkumů týkajících se těchto společností jim zajistí větší viditelnost a větší šanci přilákat potenciální investory. Vzhledem k vysokému počtu společností s malou a střední kapitalizací v EU je pro hospodářství EU zásadní, aby tyto společnosti měly přístup k diverzifikovaným zdrojům financování, a to i prostřednictvím kapitálových trhů.

¹³ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES (Úř. věst. L 390, 31.12.2004, s. 38).

¹⁴ Pouze sedm příslušných vnitrostátních orgánů zaznamenalo, že směrnice o kotování je v jejich jurisdikci stále platná, nebo částečně platná. Podrobnější analýza je uvedena v příloze 7 posouzení dopadů, které je připojeno k tomuto návrhu.

Cílem tohoto návrhu je dále poskytnout rámec pro rozvoj zvláštního typu výzkumu, který je hrazen emitentem („výzkum sponzorovaný emitentem“). Veřejná konzultace, výměny názorů se zúčastněnými stranami a různé analýzy¹⁵ ukázaly, že tento typ výzkumu se rozvinul zejména po zavedení směrnice MiFID II, aby nahradil nedostatečné pokrytí společností s malou a střední kapitalizací výzkumem. Vzhledem ke střetu zájmů, který je s takovým výzkumem spojen, se zdá být nezbytné regulovat jeho tvorbu, aby byly zaručeny korektní a přesné informace pro spotřebitele. Na podporu transparentnějšího a nezávislejšího výzkumu tento návrh nařizuje, aby se takový výzkum prováděl podle kodexu chování, který vypracoval nebo schválil organizátor trhu nebo příslušný orgán v EU.

Aby byl investiční výzkum označený jako výzkum sponzorovaný emitentem snáze přístupný veřejnosti a aby se podpořilo zviditelnění společností s malou a střední kapitalizací u potenciálních investorů, návrh uvádí, že členské státy zajistí, aby emitenti mohli předkládat svůj výzkum sponzorovaný emitentem orgánu shromažďujícímu informace, jak je definován v [čl. 2 bodě 2 návrhu nařízení o jednotném evropském přístupovém místě¹⁶].

Jakmile bude zřízeno jednotné evropské přístupové místo, které Komise navrhla dne 25. listopadu 2021¹⁷ a které je v současné době předmětem interinstitucionálních jednání se spolunormotvůrci EU, bude nabízet jednotné místo přístupu k veřejným finančním informacím o společnostech v EU, včetně malých a středních podniků, a o investičních produktech EU. Jednotné přístupové místo má společností v EU, zejména malým a středním podnikům, zajistit větší zviditelnění u investorů a mohlo by být využito ke shromažďování a šíření výzkumu sponzorovaného emitentem. V budoucnu může být jednotné přístupové místo využíváno ke zveřejňování oznámení emitentů týkajících se výzkumu sponzorovaného emitentem a obsahu takového výzkumu.

Cílené změny směrnice MiFID II se mimoto snaží objasnit, že provozovatel mnohostranného obchodního systému může požádat o registraci určitého segmentu mnohostranného obchodního systému jako trhu pro růst malých a středních podniků, pokud jsou s ohledem na tento segment splněny určité požadavky.

Tento návrh usiluje rovněž o zvýšení harmonizace a soudržnosti pravidel kotování v EU, tak aby regulační rámec plnil svůj účel. Návrh zejména harmonizuje a konsoliduje pravidla kotování tím, že ruší směrnici o kotování a převádí její příslušná ustanovení do směrnice MiFID II, aby se v EU snížila právní nejistota a riziko regulatorní arbitráže.

Daná ustanovení se týkají: i) požadavku na minimální volně obchodovaný objem, který určuje, jaká část základního kapitálu společnosti je v rukou veřejných investorů, na rozdíl od vedoucích pracovníků, ředitelů nebo akcionářů společnosti, kteří drží kontrolní podíl; ii) předpokládané tržní kapitalizace akcií, o jejichž přijetí ke kotování se žádá, nebo, pokud ji nelze posoudit, kapitálu a rezerv společnosti včetně zisku nebo ztráty z posledního účetního období. Návrh také snižuje požadavek na minimální volně obchodovaný objem z 25 % na

¹⁵ Zpráva nazvaná „*Reviving research in the wake of Directive 2014/65/EU: Observations, issues and recommendations*“, k dispozici na adrese: 20200124-rapport-mission-recherche-projet-va-pm.pdf (amf-france.org).

¹⁶ Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady, kterým se zřizuje jednotné evropské přístupové místo poskytující centralizovaný přístup k veřejně dostupným informacím o finančních službách, kapitálových trzích a udržitelnosti. 2021/0378(COD).

¹⁷ Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady, kterým se zřizuje jednotné evropské přístupové místo poskytující centralizovaný přístup k veřejně dostupným informacím o finančních službách, kapitálových trzích a udržitelnosti. 2021/0378 (COD).

10 %, aby umožnil větší flexibilitu emitentům, kteří si chtějí ponechat ve společnosti velký podíl. Nová minimální prahová hodnota pro volně obchodovaný objem ve výši 10 % navíc nebude omezena jen na veřejnost v EU/EHP. Geografické omezení požadavku na volně obchodovaný objem na území EU/EHP nebude zachováno, neboť směrnice MiFID II takové omezení pro finanční nástroje přijaté k obchodování nestanoví.

- **Soulad s platnými předpisy v této oblasti politiky**

Změny směrnice MiFID II a zrušení směrnice o kotování jsou v souladu s hlavními cíli směrnice MiFID II, kterými jsou zvýšení transparentnosti a posílení ochrany investorů. Tento návrh rovněž navazuje na změny, které v režimu investičního výzkumu přinesl balíček týkající se oživení kapitálových trhů, a tyto změny dále rozšiřuje.

Cílené změny směrnice MiFID II jsou plně v souladu s cíli stávajícího režimu trhů pro růst malých a středních podniků podle směrnice MiFID II, a to „usnadnit přístup ke kapitálu menším a středním podnikům“, a s potřebou zaměřit pozornost na to, „jak by mělo být používání tohoto trhu podpořeno a prosazováno v budoucí právní úpravě, aby byl tento trh atraktivní pro investory, aby byla snížena administrativní zátěž a aby byly poskytnuty další pobídky pro přístup společností s malou a střední kapitalizací na kapitálové trhy prostřednictvím trhů pro růst malých a středních podniků“¹⁸.

- **Soulad s ostatními politikami Unie**

Návrh je plně v souladu s hlavním cílem unie kapitálových trhů, kterým je více zpřístupnit financování podnikům v EU, a zejména malým a středním podnikům. Je v souladu s řadou legislativních i nelegislativních opatření, která Komise přijala v rámci akčního plánu pro unii kapitálových trhů z roku 2015¹⁹, hodnocení akčního plánu pro unii kapitálových trhů v polovině období v roce 2017²⁰ a akčního plánu pro unii kapitálových trhů z roku 2020.

Usnadnění přístupu společností k financování, zejména v případě malých a středních podniků, bylo od počátku klíčovým cílem unie kapitálových trhů, aby se podpořila zaměstnanost a růst v EU. Od zveřejnění akčního plánu pro unii kapitálových trhů v roce 2015 byla přijata určitá cílená opatření k rozvoji vhodných zdrojů financování pro malé a střední podniky ve všech fázích jejich rozvoje. Ve svém hodnocení akčního plánu pro unii kapitálových trhů v polovině období, které bylo zveřejněno v červnu 2017, se Komise rozhodla zvýšit své ambice a zaměřila se více na přístup malých a středních podniků na veřejné trhy. V květnu 2018 zveřejnila Komise návrh nařízení o kotování malých a středních podniků²¹, jenž má snížit administrativní zátěž a vysoké náklady na dodržování předpisů, kterým čelí emitenti na trzích pro růst malých a středních podniků, a zároveň zajistit vysokou úroveň integrity trhu a ochrany investorů; podpořit likviditu veřejně kotovaných akcií malých a středních podniků,

¹⁸ Směrnice MiFID II, 132. bod odůvodnění.

¹⁹ Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů, Akční plán pro vytváření unie kapitálových trhů (COM(2015) 468 final).

²⁰ Sdělení Komise o hodnocení akčního plánu pro unii kapitálových trhů v polovině období ({SWD(2017) 224 final} a {SWD(2017) 225 final} – 8. června 2017), https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf

²¹ Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady, kterým se mění nařízení (EU) č. 596/2014 a (EU) 2017/1129, pokud jde o podporu využívání trhů pro růst malých a středních podniků (COM(2018) 331 final).

aby se tyto trhy staly atraktivnějšími pro investory, emitenty a zprostředkovatele, a usnadnit registraci mnohostranných obchodních systémů jako trhů pro růst malých a středních podniků. Nařízení o kotování malých a středních podniků bylo přijato v listopadu 2019.

V návaznosti na krizi COVID-19 zveřejnila Komise balíček týkající se oživení kapitálových trhů, který zahrnoval cílené změny v oblasti regulace kapitálových trhů a bank a jehož hlavním cílem bylo usnadnit kapitálovým trhům podporu podniků v EU při překonávání krize COVID-19. Cílem navrhovaných změn pravidel kapitálových trhů bylo zejména snížit regulační zátěž a složitost pro investiční podniky a emitenty.

Tento návrh navazuje na akční plán pro unii kapitálových trhů z roku 2020 a jeho cíl zpřístupnit financování podnikům v EU (opatření č. 2 „podpora přístupu na veřejné trhy“). Návrh se zaměřuje na zmírnění regulačních požadavků, které mohou společnost odradit od rozhodnutí stát se kotovanou společností či jí zůstat. Dalšími faktory, které mohou emitenty odrazovat od kotace, jako je například úzká investorská základna a příznivější daňové zacházení s dluhovými cennými papíry oproti akciím, se zabývají jiné probíhající a připravované iniciativy v rámci unie kapitálových trhů, které doplňují změny předložené v tomto návrhu a měly by být analyzovány společně s touto iniciativou. Tyto iniciativy se týkají například i) vytvoření jednotného evropského přístupového místa, jež bude řešit nedostatek dostupných a srovnatelných údajů pro investory, čímž se společnosti více zviditelní pro investory; ii) centralizace obchodních informací EU v konsolidovaném souboru pro efektivnější obchodování na veřejném trhu a zjišťování cen a iii) zavedení úlevy ke snížení zvýhodnění dluhu oproti vlastnímu kapitálu (DEBRA)²², aby se financování vlastním kapitálem stalo pro společnosti atraktivnější (a méně nákladné).

Řada iniciativ Komise mimoto dále posílí investorskou základnu pro kotované akcie. Fond EU pro primární veřejnou nabídku akcií malých a středních podniků bude hrát roli kotevního investora, který přiláká více soukromých investic do veřejného kapitálu malých a středních podniků prostřednictvím partnerství s institucionálními investory a investic do fondů zaměřených na emitenty z řad malých a středních podniků. Revize nařízení o kapitálových požadavcích a směrnice Solventnost II rozšíří investorskou základnu pro emitenty tím, že usnadní investice bank a pojišťoven do veřejného (dlouhodobého) vlastního kapitálu.

Tento návrh je rovněž v souladu s novým evropským programem inovací²³ zveřejněným v roce 2022.

Návrh zohledňuje rovněž podklady pro stanovisko platformy Fit pro budoucnost týkající se usnadnění přístupu malých a středních podniků ke kapitálu, a zejména zjednodušení postupů pro přijímání cenných papírů malých a středních podniků k obchodování a dalších povinností při kotování.

V neposlední řadě pomůže tento návrh zejména malým a středním podnikům v EU využít k přístupu na kapitálové trhy jasnější a jednodušší legislativní režim. To je také v souladu s

²² Návrh směrnice Rady o stanovení pravidel týkajících se úlevy ke snížení zvýhodnění dluhu oproti vlastnímu kapitálu a o omezení odpočitatelnosti úroků pro účely daně z příjmu právnických osob (COM(2022) 216 final).

²³ Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů – Nový evropský program inovací (COM(2022) 332 final).

cílem balíčku úlev pro malé a střední podniky, který oznámila předsedkyně Komise Ursula von der Leyenová v projevu o stavu Evropské unie dne 19. září 2022²⁴.

2. PRÁVNÍ ZÁKLAD, SUBSIDIARITA A PROPORCIONALITA

• Právní základ

Návrh vychází z článku 50, čl. 53 odst. 1 a článku 114 Smlouvy o fungování Evropské unie (SFEU)²⁵.

Ustanovení čl. 50 odst. 1 SFEU, a zejména čl. 50 odst. 2 písm. g) stanoví pravomoc EU jednat za účelem dosažení svobody usazování v určité oblasti činnosti, konkrétně „v míře nezbytné k dosažení jejich rovnocennosti koordinovat záruky, které jsou pro ochranu zájmů společníků i třetích osob vyžadovány v členských státech od společností ve smyslu čl. 54 druhého pododstavce“. Článek 50 SFEU pověřuje Parlament a Radu, aby jednaly prostřednictvím směrnic.

Článek 114 SFEU stanoví možnost přijímat opatření ke sbližování ustanovení právních a správních předpisů členských států, jejichž účelem je vytvoření a fungování vnitřního trhu. Unijní normotvůrce se může odvolat na článek 114 SFEU zejména v případech, kdy rozdíly mezi vnitrostátními právními předpisy brání výkonu základních svobod nebo narušují hospodářskou soutěž, a mají tudíž přímý dopad na fungování vnitřního trhu.

Právním základem pro změny směrnice MiFID II je čl. 53 odst. 1 SFEU. Článek 53 SFEU svěřuje spolunormotvůrcům pravomoc vydávat směrnice, jejichž cílem je usnadnit osobám přístup k obchodním činnostem a jejich výkon v celé EU.

• Subsidiarita (v případě nevýlučné pravomoci)

Podle článku 4 SFEU musí být opatření EU k dokončení vnitřního trhu posuzováno podle zásady subsidiarity stanovené v čl. 5 odst. 3 Smlouvy o Evropské Unii (SEU). Je třeba posoudit, zda by cílů návrhu: i) nemohly dosáhnout členské státy samy a ii) mohlo být lépe dosaženo na úrovni EU z důvodu jejich rozsahu a účinku. Je také třeba zvážit, zda by cílů nebylo lépe dosaženo opatřením na úrovni EU (tzv. „test evropské přidané hodnoty“).

Cílem navrhovaného opatření je zajistit lepší pokrytí výzkumem v EU, zejména u společností s malou a střední kapitalizací. Jelikož se opatření dotýká pravidel pro pobídky, která jsou upravena směrnicí MiFID II, platila by revidovaná pravidla i na úrovni EU.

Pokud jde o kodex chování pro výzkum sponzorovaný emitentem, vzhledem k tomu, že takový výzkum může být šířen přeshraničně, navrhované opatření EU by zajistilo, že se na všechny výzkumy sponzorované emitentem bude vztahovat stejná nebo podobná úroveň požadavků. Tím by se v celé EU harmonizovaným způsobem zvýšila kvalita výzkumu sponzorovaného emitentem. Zlepšil by se proto přístup k možnostem financování prostřednictvím veřejných trhů EU.

²⁴ Evropská komise – Prohlášení, *A „Relief Package“ to give our SMEs a lifeline in troubled waters*, blog komisaře Thierryho Bretona; Brusel, 19. září 2022.

²⁵ Úř. věst. C 326, 26.10.2012, s. 47.

Pokud jde o požadavky na kotování stanovené ve směrnici o kotování, rozdílné přístupy členských států a jejich rozdílné výklady pravidel ztěžují zmírnění roztříštěnosti právních předpisů v EU. Jelikož se směrnice MiFID II nyní vztahuje na pravidla přijímání finančních nástrojů k obchodování a usiluje o maximální harmonizaci vnitrostátních pravidel, jeví se začlenění zbývajících příslušných ustanovení směrnice o kotování do směrnice MiFID II jako nejvhodnější způsob, jak rozdílné uplatňování pravidel kotování v EU omezit.

- **Proporcionalita**

Pokud jde o zásadu proporcionality, návrh nepřekračuje rámec toho, co je nezbytně nutné k dosažení jeho cílů. Je v souladu se zásadou proporcionality a zohledňuje náležitou rovnováhu mezi dotčenými zájmy účastníků trhu a nákladovou efektivností opatření.

Pokud jde o investiční výzkum, navrhovaná změna právních předpisů sníží zátěž investičních podniků a následně zajistí, že více společností s malou a střední kapitalizací bude pokryto výzkumem a bude mít prospěch z lepšího zviditelnění na trhu.

Pokud jde o směrnici o kotování, návrh na její zrušení a začlenění příslušných ustanovení do směrnice MiFID II ukazuje vývoj legislativního prostředí.

- **Volba nástroje**

Tento návrh mění směrnici Evropského parlamentu a Rady přijatou na základě čl. 53 odst. 1 SFEU. Je proto nutné předložit návrh směrnice, která by výše uvedenou směrnicí změnila.

Směrnice o kotování vychází z článku 50 a článku 114 SFEU. Směrnice o kotování bude zrušena a příslušná ustanovení o kotování budou začleněna do směrnice MiFID II. To členským státům umožní změnit v současnosti platné právní předpisy v rozsahu potřebném k zajištění souladu s příslušnými ustanoveními směrnice MiFID II.

3. VÝSLEDKY HODNOCENÍ *EX POST*, KONZULTACÍ SE ZÚČASTNĚNÝMI STRANAMI A POSOUZENÍ DOPADŮ

- **Hodnocení *ex post* / kontroly účelnosti platných právních předpisů**

Tato iniciativa se zaměřuje na snížení regulační zátěže, která emitentům vzniká během procesu kotace a posléze během kotování. Zabývá se proto pouze těmi aspekty právních předpisů EU, které podle názoru zúčastněných stran brání společnostem v přístupu na veřejné trhy a v jejich schopnosti na těchto trzích setrvat.

Pro účely této iniciativy shromáždily útvary Komise značné množství údajů přímo od obchodních míst a emitentů (včetně sdružení malých a středních podniků). Skupina TESG (činná od října 2020 do května 2021) poskytla kromě informací získaných od účastníků trhu také některé podklady. Komise si také v listopadu 2020 objednala u společnosti Oxera studii týkající se primárních a sekundárních kapitálových trhů v EU, která obsahuje velmi podrobný přehled kapitálových trhů v EU. Dalšími použitými zdroji byla rozsáhlá akademická literatura a výzkum.

Více informací o problémech identifikovaných v návrhu je uvedeno v posouzení dopadů nařízení o kotování, které je připojeno k tomuto návrhu. Příloha 7 podává přehled o tom, jak byla směrnice o kotování provedena v členských státech, a uvádí možné další kroky. Příloha 9 analyzuje pravidla týkající se investičního výzkumu a dosavadní změny regulačního prostředí v EU. Stanovuje také možný další postup.

- **Konzultace se zúčastněnými stranami**

Dne 19. listopadu 2021 zahájila Komise čtrnáctitýdenní veřejnou a cílenou konzultaci, v jejímž rámci se snažila získat názory zúčastněných stran na to, jak zvýšit celkovou atraktivitu kotování na veřejných trzích v EU, včetně případných nedostatků v regulačním rámci, které společnosti od získávání finančních prostředků prostřednictvím kapitálových trhů odrazují. V rámci konzultace byly předloženy konkrétní otázky týkající se nařízení (EU) 2017/1129, nařízení (EU) č. 596/2014 a též směrnice 2001/34/ES a směrnice 2014/65/EU a obecně oblastí, které by bylo dobré zlepšit.

Celkem bylo obdrženo 108 odpovědí, které zaslaly zúčastněné strany z 22 členských států, USA, Spojeného království a Švýcarska.

Většina respondentů (60 %) považovala za vhodné zahrnout do první úrovně podmínky, za nichž může provozovatel mnohostranného obchodního systému zaregistrovat určitý segment mnohostranného obchodního systému jako trh pro růst malých a středních podniků. Tito respondenti zdůraznili, že by to zvýšilo právní jasnost. Dodali, že by taková změna mohla také motivovat více mnohostranných obchodních systémů k registraci segmentů jako trhů pro růst malých a středních podniků.

Malá většina respondentů (51 %) považuje nový režim výzkumu zavedený balíčkem týkajícím se oživení kapitálových trhů za pozitivní přínos podpoře přístupu malých a středních podniků na kapitálové trhy. Většina těchto respondentů poukázala na skutečnost, že dopad zmíněného balíčku je však velmi omezený. Někteří zdůraznili, že pokrytí malých a středních podniků výzkumem je pro správce aktiv a poskytovatele výzkumu považováno za neekonomické a že se to jeví jako dlouhodobý trend. Nicméně zejména hospodářská sdružení a příslušné vnitrostátní orgány podotkly, že je ještě příliš brzy na to, aby bylo možné říci, jaký je celkový dopad nového režimu. Převážná většina respondentů (72,9 %) by spatřovala přínos v dalším zmírnění režimu výzkumu podle směrnice MiFID II. Zatímco někteří respondenti navrhovali zvýšit prahovou hodnotu pro výjimku, aby byl plně pokryt segment společností s malou a střední kapitalizací, několik hospodářských sdružení se domnívalo, že návrat k plně spojeným platbám za provádění transakcí a za výzkum společností je jediným řešením, jež podpoří výzkum u malých a středních podniků (který klesl na téměř nulovou úroveň). Někteří se také domnívali, že režim výzkumu podle směrnice MiFID II nebyl vhodně navržen pro společnosti jakékoli velikosti. Tvrdili, že se režim podle směrnice MiFID II nepřímou stal pobídkou k tomu, aby byla větší část hodnoty služeb výzkumu přidělena několika velkým hráčům (tj. vedla ke konsolidaci v odvětví).

Většina respondentů doporučila, aby byl z pravidla pro oddělení zcela vyjmut výzkum týkající se pevných výnosů, neboť reforma neměla žádný dopad na rozpětí ani nevedla k většímu počtu výzkumů prováděných nezávislými poskytovateli. Několik respondentů se však také důrazně postavilo proti úplnému opětovnému spojení s tím, že by to vytvořilo nepřijatelné nerovné podmínky mezi výzkumem poskytovaným investičními podniky a ostatními tvůrci výzkumu – výzkum musí být nezávislý bez ohledu na to, že subjekt, který jej vydává, může vykonávat jiné činnosti nebo může patřit do skupiny. Mnoho respondentů navrhovalo podporovat výzkum sponzorovaný emitenty a tvrdilo, že to je jediný způsob, jak rozvíjet výzkum týkající se malých a středních podniků (jak kapitálových produktů, tak produktů s pevným výnosem). Navrhli však ochranná opatření, která by zvýšila jeho přijatelnost pro investory, například jeho podřízení pravidlům kodexu chování a jasné označení jako výzkumu sponzorovaného emitentem (a nikoli jako propagačního sdělení). Velká většina respondentů (58,5 %) se domnívala, že směrnici o kotování v její současné podobě je třeba změnit. Respondenti se rozcházel v názorech na to, zda by směrnice o kotování měla být začleněna do jiného právního předpisu, pozměněna jako směrnice nebo pozměněna a přeměněna na

nařízení, či zrušena. Více než 33 % respondentů se domnívalo, že definice uvedené v článku 1 směrnice o kotování jsou zastaralé. Téměř 47 % z nich nebylo schopno odpovědět. Jen velmi málo respondentů (20 %) si myslelo, že definice zastaralé nejsou. Většina respondentů (54 %) se domnívala, že velká flexibilita, kterou směrnice o kotování ponechává členským státům a příslušným vnitrostátním orgánům, pokud jde o uplatňování pravidel pro přijetí akcií a dluhových cenných papírů ke kotování, je s ohledem na místní tržní podmínky vhodná. Většina respondentů, kteří vyjádřili svůj názor, považovala předpokládanou tržní kapitalizaci (čl. 43 odst. 1 směrnice o kotování), zveřejnění informací před podáním žádosti o kotování (článek 44 směrnice o kotování) a požadavek na volně obchodovaný objem (čl. 48 odst. 5 směrnice o kotování) za velmi nebo spíše relevantní (67 %, 68 % a 72 %). Zatímco někteří respondenti dodali, že flexibilita je zapotřebí, aby bylo možné upravit požadavky podle velikosti trhu nebo emitenta (možnost snížit prahovou hodnotu pro volně obchodovaný objem), jiní argumentovali, že prostor pro uvážení na vnitrostátní úrovni nebude nutný, bude-li vhodná minimální prahová hodnota stanovena na úrovni EU.

- **Sběr a využití výsledků odborných konzultací**

V posledních letech se Komise věnuje průběžnému hodnocení přístupu společností, zejména malých a středních podniků, na veřejné trhy. Otázky regulační zátěže společností spojené s přístupem na veřejné trhy byly nadneseny v rámci skupiny TESG a akčního plánu pro unii kapitálových trhů z roku 2020. Komise vzala v úvahu také rozsáhlý výzkum na toto téma provedený ve studii společnosti Oxera.

V dubnu 2022 uspořádala Komise rovněž dvě technické schůzky / pracovní setkání se zúčastněnými stranami z odvětví s cílem dále upřesnit zvažované možnosti politiky.

Komise představila cíl návrhu také skupině odborníků Evropského výboru pro cenné papíry a koordinátorům Hospodářského a měnového výboru (ECON) Evropského parlamentu.

Doporučení skupiny odborníků

V říjnu 2020 zahájila Evropská komise činnost skupiny TESG. Skupina byla pověřena sledováním a hodnocením fungování trhů pro růst malých a středních podniků a poskytováním odborných znalostí a možných příspěvků v dalších relevantních oblastech týkajících se přístupu malých a středních podniků na veřejné trhy. Skupina TESG potvrdila tvrzení zúčastněných stran, že na podporu kotování společností, a zejména malých a středních podniků je třeba přijmout další legislativní opatření. Ve své závěrečné zprávě, zveřejněné v květnu 2021, zformulovala skupina TESG dvanáct doporučení, včetně výzvy členským státům, aby zavedly opatření na podporu výzkumu v oblasti vlastního kapitálu zahrnujícího všechny kotované malé a střední společnosti.

Schůzky se zúčastněnými stranami

V dubnu 2022 uspořádaly útvary Komise rovněž dvě technické schůzky / pracovní setkání se zúčastněnými stranami z odvětví s cílem dále upřesnit možnosti politiky, které Komise zvažovala. Schůzka s burzami se konala dne 5. dubna 2022. Většina burz se vyslovila pro zrušení směrnice o kotování, pokud budou některé prvky (volně obchodovaný objem a minimální předpokládaná tržní kapitalizace) začleněny do režimu směrnice MiFID II. Některé burzy se vyslovily rovněž pro snížení minimálního volně obchodovaného objemu na 10 %. Jedna burza vyjádřila názor, že pojem „přijetí ke kotování“ je důležitý a měl by být zachován. Tato burza se z tohoto důvodu postavila proti zrušení směrnice. Schůzka s emitenty a investory se uskutečnila dne 8. dubna 2022. Pokud jde o směrnici o kotování, zúčastněné strany, které vyjádřily svůj názor, považovaly za vhodné zrušit ustanovení o volně obchodovaném objemu.

Schůzky s odborníky z členských států

Komise představila cíl návrhu rovněž na schůzi skupiny odborníků Evropského výboru pro cenné papíry (EGESC), a to dne 15. října 2021 a 17. a 30. května 2022. Delegace účastníci se diskuse podpořily cíl Komise zvýšit atraktivitu veřejných trhů EU a zároveň zajistit ochranu investorů a integritu trhu.

Schůzky s koordinátory výboru ECON v Evropském parlamentu

Koordinátoři z řad poslanců Evropského parlamentu, kteří se zúčastnili diskuse, uvítali návrh Komise na další postup v souvislosti s nařízením o kotování a uznali problém týkající se veřejných trhů v EU. Zdůraznili, že Komise musí najít náležitou rovnováhu, aby zajistila přístup všech společností, zejména malých a středních podniků, na veřejné trhy pro financování a zároveň zajistila odpovídající ochranu investorů.

• Posouzení dopadů

Posouzení dopadů bylo předloženo Výboru pro kontrolu regulace dne 10. června 2022 a výbor je schválil – s výhradami – dne 8. července 2022. Výbor pro kontrolu regulace požádal o změnu návrhu posouzení dopadů s cílem objasnit: i) propojení a soudržnost iniciativy týkající se nařízení o kotování s dalšími souvisejícími iniciativami v oblasti kapitálových trhů; ii) rizika a omezení analýzy; iii) rozdílné názory různých kategorií zúčastněných stran na definici problému, jednotlivé možnosti a dopady možností. Přípomínky výboru byly zohledněny a začleněny do konečného znění posouzení dopadů.

Posouzení dopadů se zaměřuje na určení a odstranění konkrétních regulačních překážek v každé fázi procesu kotace. Zabývá se překážkami ve fázi před IPO, které vyplývají z práva obchodních společností, zejména ze skutečnosti, že v některých členských státech není kotování založené na struktuře akcí s násobným hlasovacím právem možné. Poté se zaměřuje na překážky ve fázi IPO, které vyplývají z nařízení o prospektu, zejména z vysokých nákladů na sestavení prospektu. V neposlední řadě se zabývá překážkami, které se objevují ve fázi po IPO a které vyplývají z nařízení o zneužívání trhu, zejména náklady vyplývajícími z právní nejistoty, pokud jde o povinnost emitentů zpřístupnit vnitřní informace. Pro každou fázi procesu kotace uvádí posouzení dopadů dvě alternativní možnosti politiky, a to poté, co byly analyzovány dostupné empirické důkazy a zohledněny názory zúčastněných stran.

Posouzení dopadů analyzuje možnosti z hlediska tří cílů, tj. zda: i) snižují regulační náklady a náklady na dodržování předpisů pro společnosti, které se chtějí kotovat, nebo ty, které jsou již kotovány; ii) zajišťují dostatečnou úroveň ochrany investorů a integrity trhu a iii) poskytují emitentům více pobídek ke kotování. Upřednostňovaná možnost (pro každou fázi procesu kotace) by proto měla být k řešení zjištěné překážky a současně zajištění dostatečně vysoké úrovně ochrany investorů a integrity trhu nákladově efektivní a účinná. Při určování a posuzování jednotlivých možností byla zvažována přiměřenost opatření pro menší společnosti.

Regulační změny uvedené v těchto možnostech sice samy o sobě nemohou vyřešit všechny výzvy, kterým veřejné trhy v EU čelí, spolu s dalšími opatřeními zvažovanými v rámci širšího plánu na zlepšení přístupu společností na veřejné kapitálové trhy se však snaží přispět ke zvrácení současného negativního trendu na veřejných trzích v EU. Bez těchto regulačních zlepšení by se veřejné trhy v EU nadále spoléhaly na neoptimální regulační rámec pro kotování, což by snížilo atraktivitu veřejných trhů a vedlo k ekonomickým nákladům pro emitenty v EU, investory a hospodářství EU jako celek. Základní scénář tudíž nepředpokládá žádné změny legislativního rámce upravujícího pravidla pro kotování a již kotované společnosti.

Pokud jde o směrnici o kotování, posouzení dopadů doporučuje zrušit směrnici o kotování a převést příslušná ustanovení směrnice o kotování do směrnice MiFID II.

Co se týká směrnice MiFID, posouzení dopadů doporučuje přezkoumat opatření, která by mohla být přijata k oživení trhu s investičním výzkumem, jako je zvýšení prahové hodnoty tržní kapitalizace emitentů/společností, pod kterou se použije výjimka, tak, aby zahrnovala širší okruh malých a středních podniků. Dalším opatřením, jež by pomohlo podpořit více výzkumu sponzorovaného emitentem, by bylo vytvoření „kodexu chování“, který by takový výzkum upravoval.

Pokud jde o sociální, hospodářské a environmentální dopady, ověření zásady soudržnosti v oblasti klimatu a zásady „významně nepoškozovat“, tento návrh přispěje k agendě unie kapitálových trhů a jejím cílům zajistit rozvoj a další integraci kapitálových trhů v EU. Očekává se, že regulační opatření navrhovaná v této iniciativě budou mít dopad na všechny společnosti v EU, zejména však na malé a střední podniky, které jsou (nadměrné) regulační zátěží vystaveny více než větší společnosti s vyšším potenciálem absorpce nákladů. Tento návrh by přispěl také k rozvoji otevřenějších a konkurenčnějších kapitálových trhů, z čehož by měly prospěch zejména rychleji rostoucí společnosti v inovativních odvětvích a odvětvích náročných na výzkum, která mají obvykle vyšší kapitálové potřeby.

Neočekává se, že by iniciativa měla přímý sociální dopad. Může však mít pozitivní nepřímý dopad na zaměstnanost. Ačkoli (nepřímý) sociální dopad nelze vyčíslit, je pravděpodobné, že bude pozitivní. Pokud návrh dosáhne svého cíle, kterým je usnadnění přístupu podniků EU na veřejné trhy, budou tyto podniky moci využívat diverzifikovanější a větší zdroje financování, což jim umožní inovovat, růst a zaměstnávat více lidí.

Neočekává se, že by provedení tohoto návrhu mělo přímé dopady na životní prostředí a způsobilo významné přímé nebo nepřímé škody. Značný počet společností kotovaných na veřejných trzích se však může zapojit do procesu vývoje a inovací nových technologií šetrných k životnímu prostředí. Lepší přístup k financování umožní těmto společnostem rychleji růst a vyčlenit více finančních prostředků na programy výzkumu a vývoje, které mohou přispět k dosažení cílů Zelené dohody pro Evropu.

Tento návrh je v souladu s cílem udržitelného rozvoje č. 8²⁶ – důstojná práce a ekonomický růst, neboť přispívá k růstu malých a středních podniků tím, že jim umožňuje snadnější přístup k financování prostřednictvím veřejných trhů. Nově kotované společnosti jsou významnou hnací silou nových investic a tvorby pracovních míst. Snadnější přístup na veřejné trhy motivuje podnikatele k diverzifikaci v době hospodářských otřesů, což vede k větší odolnosti ekonomiky. Přispívá také přímo k cíli 8.3 „podporovat politiky orientované na rozvoj, které podporují produktivní činnosti, vytváření důstojných pracovních míst, podnikání, kreativitu a inovace, a podporují vznik a růst mikropodniků, malých a středních podniků, mimo jiné prostřednictvím zpřístupňování finančních služeb“, a k cíli 8.10 „posílit kapacitu domácích finančních institucí na podporu a rozšíření přístupu k bankovníctví,

²⁶ Mezi cíli udržitelného rozvoje Organizace spojených národů je i cíl č. 8, který se týká „důstojné práce a ekonomického růstu“. Očekává se, že nařízení o kotování přispěje k růstu malých a středních podniků tím, že jim umožní snadnější přístup k financování prostřednictvím veřejných trhů. Nově kotované společnosti jsou významnou hnací silou nových investic a tvorby pracovních míst. Snadnější přístup na veřejné trhy motivuje podnikatele k diverzifikaci v době hospodářských otřesů, což vede k větší odolnosti ekonomiky.

pojišťovnictví a finančním službám pro všechny“, jakož i nepřímo k cíli 8.2 „dosáhnout vyšší úrovně ekonomické produktivity pomocí diverzifikace, technologického rozvoje a inovací“.

Je rovněž v souladu s cílem udržitelného rozvoje č. 9 – průmysl, inovace a infrastruktura, neboť snazší přístup na veřejné trhy by zvýšil přístup menších (průmyslových) podniků k novým možnostem financování. To by jim poskytlo alternativní zdroje financování a zajistilo jejich schopnost růst a inovovat, a to i v oblastech, které mají pro EU klíčový strategický význam. Nepřímo přispívá k cíli 9.3 „zlepšit přístup malých průmyslových a jiných podniků – zejména v rozvojových zemích – k finančním službám, včetně dostupných úvěrů, a jejich začleňování do hodnotových řetězců a trhů“.

Neočekává se, že by tento návrh měl celkově nějaký dopad na digitalizaci.

- **Účelnost právních předpisů a zjednodušení**

Celkový balíček týkající se nařízení o kotování podle očekávání přinese emitentům, včetně malých a středních podniků, roční úspory administrativních nákladů ve výši přibližně 167 milionů EUR. Předpokládá se, že příslušné vnitrostátní orgány budou schopny snížit své náklady, jelikož jednodušší a jasnější požadavky jim umožní vykonávat činnosti v oblasti dohledu účinněji. Vzhledem k tomu, že se význam a přidaná hodnota směrnice o kotování v důsledku nedávno přijatých právních předpisů snížily, navrhuje se v balíčku týkajícím se nařízení o kotování rovněž zrušení směrnice o kotování. Očekává se, že emitentům a příslušným vnitrostátním orgánům vzniknou v souvislosti s prováděním návrhu pouze malé náklady na úpravy.

- **Základní práva**

Návrh respektuje základní práva a dodržuje zásady uznané Listinou, zejména svobodu podnikání (článek 16) a ochranu spotřebitele (článek 38). Jelikož cílem iniciativy je snížit administrativní zátěž emitentů, bylo by jedním z jejích přínosů zlepšení práva na svobodné podnikání.

4. ROZPOČTOVÉ DŮSLEDKY

Neočekává se, že by iniciativa měla jakýkoli vliv na rozpočet EU.

5. OSTATNÍ PRVKY

- **Plány provádění a způsoby monitorování, hodnocení a podávání zpráv**

Hodnocení se předpokládá pět let po zavedení opatření a podle pokynů Komise pro zlepšování právní úpravy. Cílem hodnocení bude mimo jiné posoudit, nakolik byla směrnice účinná a účelná při dosahování cílů politiky, a rozhodnout, zda jsou zapotřebí nová opatření nebo změny.

- **Podrobné vysvětlení konkrétních ustanovení návrhu**

Změny směrnice 2014/65/EU

Článek 1 návrhu mění směrnici 2014/65/EU níže popsáním způsobem.

- V čl. 1 bodě 1 návrhu se mění ustanovení čl. 4 odst. 1 bodu 12 směrnice 2014/65/EU, jež definuje „trhy pro růst malých a středních podniků“, tak, aby byl do této definice zahrnut i segment mnohostranných obchodních systémů.

- V čl. 1 bodě 2 písm. a) návrhu se vkládá nový odstavec 3a týkající se vlastností investičního výzkumu. Tento odstavec stanoví, že výzkum poskytovaný třetími stranami musí být korektní, jasný a neklamavý.
- V čl. 1 bodě 2 písm. a) návrhu se rovněž vkládá nový odstavec 3b týkající se podmínek pro označení výzkumu jako „výzkumu sponzorovaného emitentem“. Mezi tyto podmínky patří požadavek, aby byl výzkum v souladu s kodexem chování, a také požadavky na obsah, zveřejnění a přezkum takového kodexu chování. Tento článek rovněž objasňuje, že emitenti mohou předkládat svůj výzkum sponzorovaný emitentem orgánu shromažďujícímu informace podle návrhu týkajícího se evropského jednotného přístupového místa. Nakonec je doplněno upřesnění, že jakýkoli výzkumný materiál zaplacený emitentem, který však nebyl vytvořen v souladu s tímto kodexem chování, musí být označen jako propagační sdělení.
- V čl. 1 bodě 2 písm. a) návrhu se vkládá nový odstavec 3d. U výzkumu označeného jako výzkum sponzorovaný emitentem musí být na titulní straně výzkumu jasně uvedeno, že byl vypracován v souladu s kodexem chování.
- V čl. 1 bodě 2 písm. b) návrhu se zvyšuje prahová hodnota tržní kapitalizace společností na 10 miliard EUR, pod kterou se pravidla pro oddělení neuplatní.
- V čl. 1 bodě 3 písm. a) až c) se upřesňuje, že segment mnohostranného obchodního systému může být zaregistrován jako trh pro růst malých a středních podniků, a stanoví se podmínky a požadavky pro jeho registraci nebo zrušení registrace.
- V čl. 1 bodě 4 návrhu se zavádí nový článek 51a, který se týká zvláštních podmínek pro přijetí akcií k obchodování na regulovaném trhu. Mezi tyto podmínky patří požadavek na minimální tržní kapitalizaci ve výši 1 milionu EUR pro společnosti, které žádají o kotování svých akcií na regulovaném trhu, a také požadavek na minimální volně obchodovaný objem ve výši 10 %. Komisi je svěřena pravomoc přijímat akty v přenesené pravomoci, kterými tyto prahové hodnoty změní, pokud brání likviditě na veřejných trzích, přičemž zohlední finanční vývoj.

Změny směrnice 2001/34/ES

Článek 2 návrhu ruší směrnici o kotování.

Článek 3 stanoví požadavky a lhůty pro provedení této směrnice.

Článek 4 stanoví datum vstupu této směrnice v platnost.

Článek 5 stanoví, komu je tato směrnice určena.

Návrh

SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY,

kterou se mění směrnice 2014/65/EU za účelem zvýšení atraktivity veřejných kapitálových trhů v Unii pro společnosti a usnadnění přístupu malých a středních podniků ke kapitálu a kterou se zrušuje směrnice 2001/34/ES

(Text s významem pro EHP)

EVROPSKÝ PARLAMENT A RADA EVROPSKÉ UNIE,

s ohledem na Smlouvu o fungování Evropské unie, a zejména na článek 50, čl. 53 odst. 1 a článek 114 této smlouvy,

s ohledem na návrh Evropské komise,

po předání návrhu legislativního aktu vnitrostátním parlamentům,

s ohledem na stanovisko Evropského hospodářského a sociálního výboru²⁷,

v souladu s řádným legislativním postupem,

vzhledem k těmto důvodům:

- (1) Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU²⁸ byla změněna nařízením Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/2115²⁹, které zavedlo přiměřené úlevy s cílem posílit využívání trhů pro růst malých a středních podniků a snížit nadměrné regulační požadavky na emitenty, kteří usilují o přijetí cenných papírů na trhy pro růst malých a středních podniků, a zároveň zachovat přiměřenou úroveň ochrany investorů a integrity trhu. Pro zefektivnění procesu kotace a flexibilnější zacházení se společnostmi úměrně jejich velikosti jsou však nezbytné další změny směrnice 2014/65/EU.
- (2) Směrnice 2014/65/EU a směrnice Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/593³⁰ stanoví podmínky, za nichž se poskytování investičního výzkumu třetími stranami investičním podnikům poskytujícím správu portfolia nebo jiné investiční či doplňkové služby nepovažuje za pobídku. Aby se podpořil větší investiční výzkum společností v Unii, zejména u společností s malou a střední kapitalizací, a aby se tyto společnosti

²⁷ Úř. věst. C , , s. .

²⁸ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU (Úř. věst. L 173, 12.6.2014, s. 349).

²⁹ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/2115 ze dne 27. listopadu 2019, kterým se mění směrnice 2014/65/EU a nařízení (EU) č. 596/2014 a (EU) 2017/1129, pokud jde o podporu využívání trhů pro růst malých a středních podniků (Úř. věst. L 320, 11.12.2019, s. 1).

³⁰ Směrnice Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/593 ze dne 7. dubna 2016, kterou se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU, pokud jde o ochranu finančních nástrojů a peněžních prostředků patřících zákazníkům, povinnosti při řízení produktů a pravidla vztahující se na poskytování nebo přijímání poplatků, provizí nebo jiných peněžních či nepeněžních výhod (Úř. věst. L 87, 31.3.2017, s. 500).

více zviditelnily a měly větší šanci přilákat potenciální investory, je nutné zavést některé změny uvedené směrnice.

- (3) Ustanovení týkající se výzkumu obsažená ve směrnici 2014/65/EU vyžadují, aby investiční podniky oddělily platby, které dostávají jako makléřské provize, od náhrady považované za odměnu za poskytnutí investičního výzkumu (dále jen „pravidla pro oddělení výzkumu“), nebo aby hradily investiční výzkum z vlastních zdrojů a posuzovaly kvalitu výzkumu, který pořizují, na základě spolehlivých kritérií kvality a schopnosti takového výzkumu přispět k lepším investičním rozhodnutím. V roce 2021 byla tato pravidla změněna směrnicí Evropského parlamentu a Rady (EU) 2021/338³¹, aby se umožnily sdružené platby za služby provádění transakcí a výzkum u společností s malou a střední kapitalizací s tržní kapitalizací nižší než 1 miliarda EUR. Pokles investičního výzkumu se však nezpomalil.
- (4) Pro oživení trhu investičního výzkumu a zajištění dostatečného pokrytí společností, zejména společností s malou a střední kapitalizací, výzkumem je nezbytné další zmírnění pravidel pro oddělení výzkumu. Zvýšením prahové hodnoty tržní kapitalizace společností z 1 miliardy EUR na 10 miliard EUR, pod kterou se pravidla pro oddělení neuplatňují, bude mít více společností s malou a střední kapitalizací, a zejména více společností se střední kapitalizací, prospěch z většího pokrytí výzkumem, což těmto společnostem zajistí větší viditelnost u potenciálních investorů, čímž se zvýší jejich schopnost získávat finanční prostředky na trzích.
- (5) Za účelem další podpory pokrytí společností s malou a střední kapitalizací investičním výzkumem by navíc měly být výzkumné materiály plně nebo částečně hrazené emitenty označeny jako „výzkum sponzorovaný emitentem“. Aby byla zajištěna odpovídající úroveň objektivity a nezávislosti těchto výzkumných materiálů, měly by být tyto materiály vyhotoveny v souladu s kodexem chování, který vypracoval nebo schválil organizátor trhu registrovaný v členském státě nebo příslušný orgán. Na podporu většího zviditelnění výzkumu sponzorovaného emitentem by měli mít emitenti možnost předložit svůj výzkum sponzorovaný emitentem příslušnému orgánu shromažďujícímu informace, jak je definován³² v [čl. 2 bodě 2 návrhu nařízení³³ o evropském jednotném přístupovém místě].
- (6) Směrnice 2014/65/EU zavedla kategorii trhů pro růst malých a středních podniků s cílem zlepšit viditelnost a profil trhů specializovaných na malé a střední podniky a podpořit rozvoj společných regulačních norem v Unii pro trhy zaměřené na malé a střední podniky. Trhy pro růst malých a středních podniků plní klíčovou funkci při usnadňování přístupu těchto menších emitentů ke kapitálu tím, že uspokojují jejich potřeby. Aby se podpořil rozvoj takovýchto specializovaných trhů a omezila organizační zátěž provozovatelů mnohostranných obchodních systémů, je třeba umožnit, aby mohl určitý segment mnohostranného obchodního systému požádat o to, aby se stal trhem pro růst malých a středních podniků, je-li tento segment jasně oddělen od zbývajících částí mnohostranného obchodního systému.

³¹ Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2021/338 ze dne 16. února 2021, kterou se mění směrnice 2014/65/EU, pokud jde o požadavky na informace, řízení produktů a limity pozic, a směrnice 2013/36/EU a (EU) 2019/878, pokud jde o použití těchto směrnic v případě investičních podniků, s cílem napomoci oživení po krizi způsobené onemocněním COVID-19 (Úř. věst. L 68, 26.2.2021, s. 14).

³² Viz čl. 2 bod 2 návrhu nařízení [2021.78.COD].

³³ Návrh nařízení [2021/03.78.COD].

- (7) Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES³⁴ stanoví pravidla pro kotování na trzích Unie. Zmíněná směrnice má koordinovat pravidla pro přijímání cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů a pro zveřejňování informací o těchto cenných papírech, aby byla na úrovni Unie zajištěna rovnocenná ochrana investorů. Uvedená směrnice stanoví rovněž pravidla regulačního a dohledového rámce pro primární trhy Unie. V průběhu let byla směrnice 2001/34/ES několikrát významně změněna. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES³⁵ a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES³⁶ nahradily většinu ustanovení harmonizujících podmínky pro poskytování informací týkajících se žádostí o přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů a informací o cenných papírech přijatých k obchodování a učinily velké části směrnice 2001/34/ES nadbytečnými. Směrnice 2001/34/ES jako směrnice o minimální harmonizaci dává členským státům poměrně širokou možnost odchýlit se od pravidel v ní stanovených, což vedlo k roztržitosti trhu v Unii. Za účelem harmonizace trhu na úrovni Unie a vytvoření jednotného souboru pravidel by směrnice 2001/34/ES měla být zrušena.
- (8) Směrnice 2014/65/EU, stejně jako směrnice 2001/34/ES, stanoví regulaci trhů s finančními nástroji a posiluje ochranu investorů v Unii. Směrnice 2014/65/EU stanoví také pravidla pro přijímání finančních nástrojů k obchodování. Rozšířením oblasti působnosti směrnice 2014/65/EU tak, aby zahrnovala konkrétní ustanovení směrnice 2001/34/ES, se zajistí, že všechna příslušná ustanovení směrnice 2001/34/ES budou zachována. Řada ustanovení směrnice 2001/34/ES, včetně požadavků na volně obchodovaný objem a tržní kapitalizaci, které se dosud uplatňují, je příslušnými orgány prosazována a je považována za důležitá pravidla, jimiž se mají účastníci trhu žádající o přijetí akcií k obchodování na regulovaných trzích v Unii řídit. Je proto nezbytné převést tato pravidla do směrnice 2014/65/EU a v novém ustanovení uvedené směrnice stanovit zvláštní minimální podmínky pro přijetí akcií k obchodování na regulovaných trzích. Uplatňování tohoto nového ustanovení by mělo doplňovat obecná ustanovení o přijetí finančního nástroje k obchodování stanovená ve směrnici 2014/65/EU.
- (9) Aby se emitentům umožnila větší flexibilita a zvýšila se konkurenceschopnost kapitálových trhů v Unii, měl by být požadavek na minimální volně obchodovaný objem snížen na 10 %, což je prahová hodnota, která zajišťuje dostatečnou úroveň likvidity na trhu. Požadavek na volně obchodovaný objem stanovený ve směrnici 2001/34/ES, který zajišťuje, aby byl veřejnosti v jednom nebo více členských státech distribuován dostatečný počet akcií, se týká veřejnosti v rámci Unie a Evropského hospodářského prostoru (EU/EHP). Geografické omezení požadavku na volně obchodovaný objem na území EU/EHP by nemělo být zachováno, neboť směrnice 2014/65/EU takové omezení pro finanční nástroje přijaté k obchodování nestanoví. Požadavek, aby společnost zveřejnila nebo předložila svou roční účetní závěrku za určité období, by neměl být do směrnice 2014/65/EU převeden, neboť ustanovení v

³⁴ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES ze dne 28. května 2001 o přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny (Úř. věst. L 184, 6.7.2001, s. 1).

³⁵ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES (Úř. věst. L 345, 31.12.2003, s. 64).

³⁶ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES (Úř. věst. L 390, 31.12.2004, s. 38).

tomto smyslu obsahuje již nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129³⁷. Směrnice 2014/65/EU již obsahuje ustanovení o určení příslušných orgánů. Ustanovení směrnice 2001/34/ES týkající se jmenování jednoho nebo více příslušných orgánů jsou tudíž nadbytečná. Požadavek na dluhové cenné papíry, aby výše úvěru nebyla menší než 200 000 EUR, se s ohledem na současnou tržní praxi považuje za zastaralý.

- (10) Pojem „přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů“ stanovený ve směrnici 2001/34/ES se vzhledem k vývoji trhu již často nepoužívá, neboť směrnice 2014/65/EU stanoví pojem „přijetí finančních nástrojů k obchodování na regulovaném trhu“. Oba pojmy, tj. „přijetí ke kotování“ a „přijetí k obchodování na regulovaném trhu“ se v některých členských státech často zaměňují. To znamená, že v některých členských státech se mezi těmito dvěma pojmy nerozlišuje. Dvojitý režim přijetí k obchodování na straně jedné a přijetí ke kotování na straně druhé by navíc mohl na úrovni EU vést k právní nejistotě, zejména vzhledem k tomu, že se požadavky stanovené ve směrnici 2003/71/ES, směrnici 2004/109/ES a směrnici Evropského parlamentu a Rady 2014/57/EU³⁸ nevztahují na nástroje přijaté ke kotování, zatímco pro nástroje přijaté k obchodování na regulovaném trhu tyto požadavky platí.
- (11) Za účelem většího zviditelnění kotovaných společností, zejména malých a středních podniků, a přizpůsobení podmínek kotování s cílem zlepšit požadavky na emitenty by Komise měla být svěřena pravomoc přijímat akty v souladu s článkem 290 Smlouvy o fungování Evropské unie, pokud jde o změnu směrnice 2014/65/EU. Prahová hodnota tržní kapitalizace pro společnosti, u nichž by bylo možné opětovně spojit poplatky za provádění obchodů a za výzkum, by měla být upravena, aby byly zachyceny společnosti s malou a střední kapitalizací a poskytnut rámec pro rozvoj zvláštní formy výzkumu, za který emitent platí. Úprava pravidel pro kotování v Unii by měla rovněž odrážet tržní praxi, aby byla účinná a podporovala hospodářskou soutěž. Je obzvláště důležité, aby Komise v rámci přípravné činnosti vedla odpovídající konzultace, a to i na odborné úrovni, a aby tyto konzultace probíhaly v souladu se zásadami stanovenými v interinstitucionální dohodě ze dne 13. dubna 2016 o zdokonalení tvorby právních předpisů³⁹. Pro zajištění rovné účasti na vypracovávání aktů v přenesené pravomoci obdrží Evropský parlament a Rada veškeré dokumenty současně s odborníky z členských států a jejich odborníci mají automaticky přístup na zasedání skupin odborníků Komise, jež se věnují přípravě aktů v přenesené pravomoci.
- (12) Směrnice 2014/65/EU by proto měla být odpovídajícím způsobem změněna.
- (13) Jelikož cílů této směrnice, totiž usnadnění přístupu společností s malou a střední kapitalizací v Unii na kapitálové trhy a zvýšení soudržnosti pravidel Unie pro kotování, nemůže být dosaženo uspokojivě na úrovni členských států, ale spíše jich může být z důvodu požadovaných zlepšení a účinků lépe dosaženo na úrovni Unie, může Unie přijmout opatření v souladu se zásadou subsidiarity stanovenou v článku 5 Smlouvy o Evropské unii. V souladu se zásadou proporcionality stanovenou v uvedeném článku nepřekračuje tato směrnice rámec toho, co je nezbytné pro dosažení těchto cílů,

³⁷ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129 ze dne 14. června 2017 o prospektu, který má být uveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu, a o zrušení směrnice 2003/71/ES (Úř. věst. L 168, 30.6.2017, s. 12).

³⁸ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/57/EU ze dne 16. dubna 2014 o trestních sankcích za zneužívání trhu (směrnice o zneužívání trhu) (Úř. věst. L 173, 12.6.2014, s. 179).

³⁹ Úř. věst. L 123, 12.5.2016, s. 1.

Článek 1

Změny směrnice 2014/65/EU

Směrnice 2014/65/EU se mění takto:

- 1) v čl. 4 odst. 1 se bod 12 nahrazuje tímto:
„12) „trhem pro růst malých a středních podniků“ mnohostranný obchodní systém nebo segment mnohostranného obchodního systému, který je registrován jako trh pro růst malých a středních podniků v souladu s článkem 33;“;
- 2) článek 24 se mění takto:
 - a) vkládají se nové odstavce 3a až 3d, které znějí:
 - „3a. Výzkumy poskytované třetími stranami investičním podnikům poskytujícím správu portfolia nebo jiné investiční či doplňkové služby a výzkumy připravované a distribuované těmito podniky musí být korektní, jasné a neklamavé. Výzkum musí být jednoznačně identifikovatelný jako takový nebo podobným způsobem, za předpokladu, že jsou splněny všechny podmínky, které se na výzkum vztahují.
 - 3b. Pokud je výzkum plně nebo částečně hrazen emitentem a šířen veřejnosti nebo investičním podnikům nebo zákazníkům investičních podniků poskytujících správu portfolia nebo jiné investiční nebo doplňkové služby, označí se takový výzkum jako „výzkum sponzorovaný emitentem“ za předpokladu, že je vytvořen v souladu s kodexem chování vypracovaným nebo schváleným organizátorem trhu registrovaným v členském státě nebo příslušným orgánem.

Kodex chování stanoví minimální standardy nezávislosti a objektivity, které musí poskytovatelé takového výzkumu dodržovat. Operátor trhu nebo příslušný orgán zveřejní kodex chování na svých internetových stránkách a každé dva roky jej přezkoumá a znovu schválí.
 - 3c. Členské státy zajistí, aby každý emitent mohl předložit svůj výzkum sponzorovaný emitentem, jak je uvedeno v odstavci 3b tohoto článku, příslušnému orgánu shromažďujícímu informace definovanému v [čl. 2 bodě 2 návrhu nařízení o evropském jednotném přístupovém místě⁴⁰].
 - 3d. Výzkum, který je označen jako výzkum sponzorovaný emitentem, musí na své titulní straně jasně a zřetelně uvádět, že byl vypracován v souladu s kodexem chování. Uvede se rovněž název organizátora trhu nebo příslušného orgánu, který takový kodex chování vypracoval nebo schválil. Jakýkoli jiný výzkumný materiál, který je plně nebo částečně hrazen emitentem, není však vypracován v souladu s kodexem chování uvedeným v odstavci 3b, se označí jako „propagační sdělení“.“;
 - b) v odstavci 9a se písmeno c) nahrazuje tímto:

⁴⁰ Návrh nařízení [2021/0378.COD].

- „c) výzkum, za který jsou poskytovány kombinované poplatky nebo společná platba, se provádí výlučně ve vztahu k emitentům, kteří po dobu 36 měsíců před prováděním výzkumu nepřekročili hodnotu tržní kapitalizace ve výši 10 miliard EUR, vyjádřenou v kotacích na konci roku za účetní období, kdy jsou nebo byli kotováni, nebo vlastním kapitálem za účetní období, kdy nejsou nebo nebyli kotováni.“;

3) článek 33 se mění takto:

a) odstavce 1 a 2 se nahrazují tímto:

„1. Členské státy zajistí, aby provozovatel mnohostranného obchodního systému mohl u svého domovského příslušného orgánu požádat o registraci mnohostranného obchodního systému nebo jeho segmentu jako trhu pro růst malých a středních podniků.

2. Členské státy zajistí, aby domovský příslušný orgán mohl zaregistrovat mnohostranný obchodní systém nebo jeho segment jako trh pro růst malých a středních podniků, pokud obdrží žádost podle odstavce 1 a přesvědčí se, že s ohledem na daný mnohostranný obchodní systém jsou splněny požadavky v odstavci 3 a s ohledem na segment mnohostranného obchodního systému jsou splněny požadavky v odstavci 3a.“;

b) doplňuje se nový odstavec 3a, který zní:

„3a. Členské státy zajistí, aby se na příslušný segment mnohostranného obchodního systému vztahovaly účinné předpisy, systémy a postupy, které zajišťují splnění podmínek uvedených v odstavci 3 a všech těchto podmínek:

- a) segment mnohostranného obchodního systému registrovaný jako „trh pro růst malých a středních podniků“ je jednoznačně oddělen od ostatních segmentů trhu provozovaných provozovatelem mnohostranného obchodního systému, což je mimo jiné naznačeno v odlišném názvu, odlišném souboru pravidel, odlišné strategii uvádění na trh a odlišné propagaci, jakož i ve zvláštním přidělení identifikačního kódu trhu segmentu trhu pro růst malých a středních podniků;
- b) obchody uskutečněné ve specifickém segmentu trhu pro růst malých a středních podniků jsou jasně odlišeny od ostatních tržních činností v rámci ostatních segmentů mnohostranného obchodního systému;
- c) na žádost domovského příslušného orgánu mnohostranného obchodního systému poskytne mnohostranný obchodní systém úplný seznam nástrojů kotovaných v daném segmentu trhu pro růst malých a středních podniků, jakož i veškeré informace o fungování segmentu trhu pro růst malých a středních podniků, které si příslušný orgán může vyžádat.“;

c) odstavce 4 až 6 se nahrazují tímto:

„4. Kritérii v odstavcích 3 a 3a není dotčeno dodržování ostatních povinností podle této směrnice, které jsou relevantní pro provoz mnohostranného obchodního systému, investičním podnikem nebo organizátorem trhu provozujícím mnohostranný obchodní systém nebo jeho segment.

5. Členské státy stanoví, že domovský příslušný orgán může zrušit registraci mnohostranného obchodního systému nebo jeho segmentu jako trhu pro růst malých a středních podniků v těchto případech:

- a) investiční podnik nebo organizátor trhu provozující mnohostranný obchodní systém nebo jeho segment požádá o zrušení jeho registrace;
- b) v souvislosti s daným mnohostranným obchodním systémem nebo jeho segmentem již nejsou splněny požadavky v odstavci 3 nebo 3a.

6. Členské státy vyžadují, aby domovský příslušný orgán v případě, že podle tohoto článku zaregistruje mnohostranný obchodní systém nebo jeho segment jako trh pro růst malých a středních podniků nebo jeho registraci zruší, tuto skutečnost co nejdříve oznámil orgánu ESMA. Orgán ESMA na své internetové stránce zveřejní seznam trhů pro růst malých a středních podniků a pravidelně jej aktualizuje.“;

- d) odstavec 8 se nahrazuje tímto:

„8. Komisi je svěřena pravomoc přijímat akty v přenesené pravomoci v souladu s článkem 89, kterými dále upřesní požadavky stanovené v odstavci 3 a 3a tohoto článku. Tyto požadavky zohlední potřebu zachovat vysokou úroveň ochrany investorů, a podpořit tak důvěru investorů v uvedené trhy, a zároveň sníží administrativní zátěž pro emitenty na trhu. Rovněž zohlední skutečnost, že ke zrušení registrací nebo k zamítnutí registrací nedochází pouze v důsledku dočasného neplnění požadavku stanoveného v odst. 3 písm. a) tohoto článku.“;

- 4) vkládá se nový článek 51a, který zní:

„Článek 51a

Zvláštní podmínky pro přijetí akcií k obchodování

1. Členské státy vyžadují, aby předpokládaná tržní kapitalizace akcií, které jsou předmětem žádosti o přijetí k obchodování, nebo, není-li ji možné posoudit, vlastní kapitál a rezervy společnosti, včetně hospodářského výsledku za poslední účetní období, činily alespoň 1 000 000 EUR nebo odpovídající částku v jiné národní měně než euro.

2. Odstavec 1 se však nevztahuje na přijetí k obchodování v případě akcií, které jsou zastupitelné s akciemi již přijatými k obchodování.

3. Je-li v důsledku úpravy částky v národní měně odpovídající částce v eurech tržní kapitalizace vyjádřená v národní měně po dobu jednoho roku nejméně o 10 % odlišná od hodnoty 1 000 000 EUR, upraví členský stát do dvanácti měsíců od uplynutí této doby své právní a správní předpisy tak, aby byly v souladu s odstavcem 1.

4. Členské státy vyžadují, aby regulované trhy zajistily, že v každém okamžiku je alespoň 10 % upsaného kapitálu představovaného druhem akcií, kterého se žádost o přijetí k obchodování týká, v držení veřejnosti.

5. Je-li procentní podíl akcií v držení veřejnosti nižší než 10 % upsaného kapitálu, členské státy zajistí, aby regulované trhy vyžadovaly, že veřejnosti je distribuován dostatečný počet akcií, aby byl splněn požadavek stanovený v odstavci 4.

6. Pokud se žádá o přijetí k obchodování v případě akcií, které jsou zastupitelné s akciemi již přijatými k obchodování, posoudí regulované trhy za účelem splnění požadavku stanoveného v odstavci 4 to, zda je veřejnosti distribuován dostatečný počet akcií, ve vztahu ke všem vydaným akciím, a nikoli pouze ve vztahu k akciím, které jsou zastupitelné s akciemi již přijatými k obchodování.

7. Komisi je svěřena pravomoc přijímat akty v přenesené pravomoci v souladu s článkem 89 za účelem změny této směrnice, a to úpravou prahových hodnot uvedených v odstavcích 1 a 3 nebo v odstavcích 4 a 5, nebo v obou případech, pokud příslušné prahové hodnoty brání likviditě na veřejných trzích, přičemž zohlední finanční vývoj.“;

5) článek 89 se mění takto:

a) odstavce 2 a 3 se nahrazují tímto:

„2. Přenesení pravomoci uvedené v čl. 2 odst. 3, čl. 2 odst. 4, čl. 4 odst. 1 bodě 2 druhém pododstavci, čl. 4 odst. 2, čl. 13 odst. 1, čl. 16 odst. 12, čl. 23 odst. 4, čl. 24 odst. 13, čl. 25 odst. 8, čl. 27 odst. 9, čl. 28 odst. 3, čl. 30 odst. 5, čl. 31 odst. 4, čl. 32 odst. 4, čl. 33 odst. 8, čl. 51a odst. 7, čl. 52 odst. 4, čl. 54 odst. 4, čl. 58 odst. 6, čl. 64 odst. 7, čl. 65 odst. 7 a čl. 79 odst. 8 je svěřeno Komisi na dobu neurčitou.

3. Evropský parlament nebo Rada mohou přenesení pravomoci uvedené v čl. 2 odst. 3, čl. 2 odst. 4, čl. 4 odst. 1 bodě 2 druhém pododstavci, čl. 4 odst. 2, čl. 13 odst. 1, čl. 16 odst. 12, čl. 23 odst. 4, čl. 24 odst. 13, čl. 25 odst. 8, čl. 27 odst. 9, čl. 28 odst. 3, čl. 30 odst. 5, čl. 31 odst. 4, čl. 32 odst. 4, čl. 33 odst. 8, čl. 51a odst. 7, čl. 52 odst. 4, čl. 54 odst. 4, čl. 58 odst. 6, čl. 64 odst. 7, čl. 65 odst. 7 a čl. 79 odst. 8 kdykoli zrušit. Rozhodnutím o zrušení se ukončuje přenesení pravomoci v něm blíže určené. Rozhodnutí nabývá účinku prvním dnem po zveřejnění v *Úředním věstníku Evropské unie*, nebo k pozdějšímu dni, který je v něm upřesněn. Nedomnívá se platnosti již platných aktů v přenesené pravomoci.“;

b) odstavec 5 se nahrazuje tímto:

„5. Akt v přenesené pravomoci přijatý podle čl. 2 odst. 3, čl. 2 odst. 4, čl. 4 odst. 1 bodu 2 druhého pododstavce, čl. 4 odst. 2, čl. 13 odst. 1, čl. 16 odst. 12, čl. 23 odst. 4, čl. 24 odst. 13, čl. 25 odst. 8, čl. 27 odst. 9, čl. 28 odst. 3, čl. 30 odst. 5, čl. 31 odst. 4, čl. 32 odst. 4, čl. 33 odst. 8, čl. 51a odst. 7, čl. 52 odst. 4, čl. 54 odst. 4, čl. 58 odst. 6, čl. 64 odst. 7, čl. 65 odst. 7 a čl. 79 odst. 8 vstoupí v platnost, pouze pokud vůči němu Evropský parlament ani Rada nevysloví námitky ve lhůtě tří měsíců ode dne, kdy jim byl tento akt oznámen, nebo pokud Evropský parlament i Rada před uplynutím této lhůty informují Komisi o tom, že námitky nevysloví. Z podnětu Evropského parlamentu nebo Rady se tato lhůta prodlouží o tři měsíce.“

Článek 2

Zrušení směrnice 2001/34/ES

Směrnice 2001/34/ES se zrušuje ke dni ... [Úřad pro publikace vloží datum = 24 měsíců ode dne vstupu této směrnice v platnost].

Článek 3

Provedení ve vnitrostátním právu

1. Členské státy přijmou a zveřejní právní a správní předpisy nezbytné pro dosažení souladu s touto směrnicí nejpozději do ... [Úřad pro publikace vloží datum = 12 měsíců ode dne vstupu této směrnice v platnost]. Znění těchto předpisů neprodleně sdělí Komisi.

Tyto předpisy použijí ode dne ... [Úřad pro publikace vloží datum = 18 měsíců ode dne vstupu této směrnice v platnost].

Tyto předpisy přijaté členskými státy musí obsahovat odkaz na tuto směrnici nebo musí být takový odkaz učiněn při jejich úředním vyhlášení. Způsob odkazu si stanoví členské státy.

2. Členské státy sdělí Komisi znění hlavních ustanovení vnitrostátních právních předpisů, které přijmou v oblasti působnosti této směrnice.

Článek 4

Vstup v platnost

Tato směrnice vstupuje v platnost dvacátým dnem po vyhlášení v *Úředním věstníku Evropské unie*.

Článek 5

Určení

Tato směrnice je určena členským státům.

V Bruselu dne

*Za Evropský parlament
předseda/předsedkyně*

*Za Radu
předseda/předsedkyně*