

Bruksela, 8 grudnia 2022 r.
(OR. en)

15834/22

Międzyinstytucjonalny numer
referencyjny:
2022/0405 (COD)

EF 369
ECOFIN 1299
CODEC 1970

PISMO PRZEWODNIE

Od:	Sekretarz generalna Komisji Europejskiej (podpisała dyrektor Martine DEPREZ)
Data otrzymania:	8 grudnia 2022 r.
Do:	Thérèse BLANCHET, sekretarz generalna Rady Unii Europejskiej
Nr dok. Kom.:	COM(2022) 760 final
Dotyczy:	Wniosek dotyczący DYREKTYWY PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY zmieniającej dyrektywę 2014/65/UE w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w Unii dla przedsiębiorstw i ułatwienia małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału oraz uchylająca dyrektywę 2001/34/WE

Delegacje otrzymują w załączeniu dokument COM(2022) 760 final.

Załącznik: COM(2022) 760 final



KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 7.12.2022 r.
COM(2022) 760 final

2022/0405 (COD)

Wniosek

DYREKTYWA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

**zmieniająca dyrektywę 2014/65/UE w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych
rynków kapitałowych w Unii dla przedsiębiorstw i ułatwienia małym i średnim
przedsiębiorstwom dostępu do kapitału oraz uchylająca dyrektywę 2001/34/WE**

(Tekst mający znaczenie dla EOG)

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

UZASADNIENIE

1. KONTEKST WNIOSKU

• Przyczyny i cele wniosku

Kontekst polityczny

Niniejszy wniosek jest częścią pakietu dotyczącego dopuszczania do obrotu giełdowego, obejmującego zestaw środków mających na celu zwiększenie atrakcyjności rynków publicznych dla przedsiębiorstw z UE oraz ułatwienie małym i średnim przedsiębiorstwom (MŚP) dostępu do kapitału. Jest zgodny z głównym celem unii rynków kapitałowych, jakim jest poprawa dostępu unijnych przedsiębiorstw, w tym również tych mniejszych, do rynkowych źródeł finansowania na każdym etapie ich rozwoju. Spółki giełdowe, w tym te, które niedawno zadebiutowały na giełdzie, często wyprzedzają przedsiębiorstwa prywatne pod względem przychodów rocznych i liczby tworzonych miejsc pracy¹. Dzięki dopuszczeniu do obrotu giełdowego na rynkach publicznych przedsiębiorstwa mogą zdywersyfikować swoją bazę inwestorów, zmniejszyć swoją zależność od kredytów bankowych, uzyskać łatwiejszy i tańszy dostęp do dodatkowego kapitału własnego i finansowania dłużnego (poprzez oferty wtórne), zwiększyć swoje znaczenie na rynku i poprawić rozpoznawalność marki.

Od publikacji pierwszego planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych w 2015 r. osiągnięto postępy w dążeniu do zapewnienia przedsiębiorstwom, w szczególności MŚP, łatwiejszego i tańszego dostępu do rynków publicznych. W styczniu 2018 r. na mocy dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (MiFID II)² wprowadzono nową kategorię wielostronnych platform obrotu (MTF) – rynki rozwoju MŚP³ – aby zachęcić MŚP do wchodzenia na rynki kapitałowe. W 2019 r. w rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2115⁴ (akt dotyczący dopuszczania MŚP do obrotu giełdowego) przedstawiono nowe przepisy UE mające na celu zmniejszenie obciążeń regulacyjnych, jakim podlegają przedsiębiorstwa notowane na rynkach rozwoju MŚP, przy jednoczesnym

¹ Empowering EU capital markets for SMEs – Making listing cool again [Wzmocnienie pozycji rynków kapitałowych w UE dla małych i średnich przedsiębiorstw – wchodzenie na giełdę znowu atrakcyjne], sprawozdanie końcowe grupy zainteresowanych stron będących ekspertami technicznymi ds. MŚP, maj 2021 r. Oxera Consulting LPP, Primary and secondary equity markets in EU [Pierwotne i wtórne rynki akcji w UE], sprawozdanie końcowe, listopad 2020 r., [Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf](#)

² Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych i zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (wersja przekształcona) (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 349).

³ Aby MTF kwalifikowała się jako rynek rozwoju MŚP, co najmniej 50 % emitentów, których instrumenty finansowe są przedmiotem obrotu na danej MTF, muszą stanowić MŚP zgodne z definicją zawartą w MiFID II, tj. będące przedsiębiorstwami o średniej rynkowej kapitalizacji mniejszej niż 200 mln EUR. Aby zapewnić odpowiedni poziom ochrony inwestorów, zasady notowania na rynkach rozwoju MŚP muszą również gwarantować spełnienie określonych standardów jakościowych, w tym sporządzanie odpowiedniego dokumentu o dopuszczeniu do obrotu (gdy prospekt nie jest wymagany) oraz przedkładanie okresowych sprawozdań finansowych. Ramy rynku rozwoju MŚP zostały opracowane w celu lepszego uwzględnienia szczególnych potrzeb MŚP, które po raz pierwszy wchodzą na publiczny rynek akcji i obligacji.

⁴ 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).

zachowaniu wysokiego poziomu ochrony inwestorów i integralności rynku. Pomimo tych postępów zainteresowane strony argumentują, że konieczne są dalsze działania regulacyjne, aby usprawnić proces dopuszczania do obrotu giełdowego oraz zapewnić, by był on bardziej elastyczny dla emitentów.

W nowym planie działania na rzecz unii rynków kapitałowych, przyjętym we wrześniu 2020 r., ogłoszono, że „[a]by promować dostęp małych i innowacyjnych przedsiębiorstw do zróżnicowanych źródeł finansowania, Komisja będzie dążyć do uproszczenia zasad notowania na rynkach publicznych”. W związku z tym oraz opierając się na akcie dotyczącym dopuszczania MŚP do obrotu giełdowego z 2019 r., Komisja ustanowiła grupę zainteresowanych stron będących ekspertami technicznymi ds. MŚP, która potwierdziła opinie zainteresowanych stron dotyczące potrzeby podjęcia dalszych działań ustawodawczych, aby wesprzeć przedsiębiorstwa, w szczególności MŚP, w procesie dopuszczania do obrotu giełdowego. W swoim sprawozdaniu końcowym⁵ z maja 2021 r. grupa zainteresowanych stron będących ekspertami technicznymi ds. MŚP przedstawiła 12 zaleceń dotyczących zmiany ram dopuszczania do obrotu giełdowego zarówno na rynkach regulowanych, jak i na rynkach rozwoju MŚP.

15 września 2021 r. przewodnicząca Ursula von der Leyen zapowiedziała w swoim liście intencyjnym⁶ skierowanym do Parlamentu i prezydencji w Radzie UE wniosek ustawodawczy mający na celu ułatwienie MŚP dostępu do kapitału, który to wniosek został włączony do programu prac Komisji na rok 2022⁷.

Decyzja przedsiębiorstwa o wejściu na giełdę jest złożona i zależy od licznych czynników, przy czym na wiele z nich organy regulacyjne nie mają wpływu i dlatego czynniki te nie mogą zostać bezpośrednio uregulowane w przepisach. Przykładowo czynniki oddziałujące na koszt usług związanych z dopuszczeniem do obrotu giełdowego, a w szerszym ujęciu niestabilność geopolityczna, brexit, pandemia COVID-19 i inflacja miały (i nadal mogą mieć) wpływ na decyzję o wejściu na giełdę, na termin wejścia na giełdę oraz na to, czy pozostać notowanym na giełdzie w UE. Ważnymi czynnikami wpływającymi na decyzję przedsiębiorstwa o wejściu na giełdę i pozostaniu notowanym na giełdzie są jednak także wymogi regulacyjne oraz powiązane koszty i obciążenia. Pakiet dotyczący dopuszczania do obrotu giełdowego stanowi ukierunkowany zbiór środków mających na celu: (i) ograniczenie obciążeń regulacyjnych w przypadku, gdy uznano, że są one nadmierne (tj. w przypadku gdy w ramach przepisów można zapewnić ochronę inwestorów/integralność rynku w sposób wiążący się z mniejszymi kosztami dla zainteresowanych stron); (ii) oraz zwiększenie elastyczności przyznanej w prawie spółek założycielom przedsiębiorstwa lub akcjonariuszom posiadającym pakiet kontrolny w zakresie sposobu podziału praw głosu po dopuszczeniu akcji do obrotu.

⁵ [Sprawozdanie końcowe grupy zainteresowanych stron będących ekspertami technicznymi ds. MŚP pt. „Empowering EU capital markets for SMEs – Making listing cool again” \[Wzmocnienie pozycji rynków kapitałowych w UE dla małych i średnich przedsiębiorstw – wchodzenie na giełdę znowu atrakcyjne\] \(europa.eu\).](#)

⁶ Zob. s. 4: [state_of_the_union_2021_letter_of_intent_pl.pdf \(europa.eu\).](#)

⁷ Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów, „Program prac Komisji na 2022 r. Razem czynimy Europę silniejszą”, COM(2021) 645 final cwp2022_en.pdf (europa.eu).

Ramy regulacyjne mające zastosowanie do procesu dopuszczania do obrotu giełdowego mają wiele aspektów. Przedsiębiorstwa muszą zapewnić zgodność z wymogami regulacyjnymi przed przeprowadzeniem pierwszej oferty publicznej, w jej trakcie i po jej przeprowadzeniu. Proponowanej dyrektywie towarzyszą dwa inne wnioski ustawodawcze, stanowiące część pakietu w sprawie aktu dotyczącego dopuszczania do obrotu giełdowego: (i) wniosek dotyczący rozporządzenia zmieniającego rozporządzenie w sprawie prospektu i rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku, którego celem jest usprawnienie i wyjaśnienie wymogów dopuszczania do obrotu giełdowego mających zastosowanie na rynku pierwotnym i wtórnym, przy jednoczesnym utrzymaniu odpowiedniego poziomu ochrony inwestorów i integralności rynku; oraz (ii) wniosek dotyczący dyrektywy w sprawie struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu, którego celem jest zniesienie barier regulacyjnych powstających na etapie przed przeprowadzeniem pierwszej oferty publicznej oraz, w szczególności, rozwiązanie problemu nierównych szans, z którym borykają się przedsiębiorstwa w całej UE przy wyborze odpowiednich struktur zarządzania do celów notowania.

Uzasadnienie wniosku

Spółki giełdowe, zwłaszcza MŚP, muszą dać się poznać potencjalnym inwestorom – obecny niski poziom badań inwestycyjnych dotyczących takich emitentów, uwarunkowany wieloma czynnikami, prowadzi do ich małej widoczności i niewielkiego zainteresowania inwestorów, co dodatkowo ogranicza płynność przedsiębiorstw już notowanych na giełdzie.

Zgodnie z MiFID II i dyrektywą delegowaną Komisji (UE) 2017/593⁸ badania inwestycyjne przeprowadzane przez osoby trzecie na rzecz firm inwestycyjnych w związku z usługami w zakresie realizacji transakcji/usługami maklerskimi nie są uznawane za zachętę, jeżeli były świadczone w zamian za: (i) płatność bezpośrednią dokonaną przez firmę inwestycyjną z jej własnych środków; lub (ii) płatność dokonaną z oddzielnego rachunku płatniczego na potrzeby badań i będącego pod kontrolą firmy, z zastrzeżeniem kilku warunków (znanych jako „zasady rozdziału”). Zasady rozdziału są stosowane od kilku lat, jednak ich skuteczność jest dyskusyjna.

Wydaje się, że udało się osiągnąć niektóre cele, jakie przyświecają zasadom rozdziału, a mianowicie lepsze zarządzania konfliktami interesów, ograniczenie nadprodukcji badań dotyczących bardzo płynnych akcji oraz poprawę przejrzystości kosztów związanych z prowadzeniem badań. Zasady te nie przyczyniły się jednak do wzrostu liczby niezależnych podmiotów świadczących usługi w zakresie badań inwestycyjnych. Wręcz przeciwnie, po wprowadzeniu zasad rozdziału niemożliwe stało się utrzymanie prowadzenia niezależnych badań z powodu niskich cen stosowanych przez niektóre większe podmioty świadczące usługi badawcze.

Dowody świadczą ponadto o tym, że zasady rozdziału mogły pogorszyć ogólną dostępność badań, zwłaszcza w przypadku spółek o małej i średniej kapitalizacji, oraz doprowadziły do kurczenia się infrastruktury badawczej w zakresie badań rynkowych, co jest szkodliwe dla konkurencyjnego i zróżnicowanego rynku analityków. Domy maklerskie z UE, które

⁸ 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).

w przeszłości przeprowadzały badania dotyczące MŚP w ramach „łączonych” usług inwestycyjnych, zmniejszyły zatrudnienie w działach zajmujących się badaniami poświęconymi MŚP, gdy podjęły decyzję o nieprzerzucaniu kosztów badań na klientów. Szczególnie ucierpiał na tym segment spółek giełdowych o małej i średniej kapitalizacji, ponieważ płatności łączone umożliwiały wykorzystanie płatności za badania dotyczące dużych spółek do sfinansowania badań dotyczących spółek o małej i średniej kapitalizacji. Ogólnie rzecz ujmując, z szeregu analiz wynika, że w latach następujących po wejściu w życie zasad rozdziału zakres badań dotyczących MŚP skurczył się w znacznym stopniu lub wręcz całkowicie zaniechano takich badań. Konsekwencją tego była dalsza koncentracja na rynku badań „rozdzielonych” oraz zmniejszenie różnorodności i zakresu oferty badawczej.

Chociaż celem zasad rozdziału było zerwanie powiązania między prowizjami maklerskimi a badaniami inwestycyjnymi, a także określenie „ceny” za badania inwestycyjne, to jednak w rzeczywistości rozdział ten nie pozwolił na niezależne ustalanie cen badań, a także nie przyczynił się do otwarcia tego rynku dla podmiotów niezależnych (które nie świadczą usług maklerskich). Co najważniejsze, zasady rozdziału nie zapobiegły negatywnej tendencji dotyczącej nieuwzględniania spółek o małej i średniej kapitalizacji w zakresie badań ani nie doprowadziły do powstania niezależnych podmiotów świadczących usługi badawcze ukierunkowane na MŚP.

W 2021 r. po raz pierwszy zmieniono zasady rozdziału w ramach ogólniejszych starań wchodzących w zakres pakietu na rzecz odbudowy rynków kapitałowych⁹, służących wsparciu odbudowy po kryzysie związanym z COVID-19, z powodu którego przedsiębiorstwa w większym stopniu uzależniły się od finansowania dłużnego, co osłabiło ich struktury finansowania. W związku z koniecznością pilnego dokapitalizowania przedsiębiorstw uznano, że potrzeba większej widoczności przedsiębiorstw UE, w szczególności spółek o małej i średniej kapitalizacji, jest kwestią fundamentalną, a ukryty koszt ich nieuwzględnienia w zakresie badań – jeszcze wyższy. W tym kontekście celem pakietu na rzecz odbudowy rynków kapitałowych, obowiązującego od 28 lutego 2022 r., było lepsze uwzględnienie spółek o małej i średniej kapitalizacji w zakresie badań¹⁰ dzięki zapewnieniu zwolnienia z zasad rozdziału badań inwestycyjnych obejmujących emitentów, których kapitalizacja rynkowa nie przekracza 1 mld EUR w okresie 36 miesięcy poprzedzających przeprowadzenie badania, a tym samym umożliwieniu w takich przypadkach łącznej płatności za realizację transakcji i przeprowadzenie badania. Choć

⁹ 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.

¹⁰ Motyw 8 dyrektywy w sprawie pakietu na rzecz odbudowy rynków kapitałowych (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) stanowi, że: „Bezpośrednio po pandemii COVID-19 emitenci, a w szczególności spółki o małej i średniej kapitalizacji, muszą uzyskać wsparcie silnych rynków kapitałowych. Badania dotyczące emitentów o małej i średniej kapitalizacji mają zasadnicze znaczenie i mogą pomóc emitentom w nawiązaniu relacji z inwestorami. Badania takie zwiększają widoczność emitentów i w ten sposób zapewniają wystarczający poziom inwestycji i płynności. Należy upoważnić firmy inwestycyjne do dokonywania łącznych płatności z tytułu prowadzenia badań i świadczenia usług w zakresie realizacji transakcji, pod warunkiem że spełnione są pewne warunki”.

środek ten spotkał się powszechnie z pozytywnym przyjęciem, nie umożliwił rozwiązania problemu w wystarczającym stopniu. Ponieważ wiele firm inwestycyjnych i wiele domów maklerskich oferuje usługi spółkom o różnej wielkości (i kapitalizacji), w tym spółkom o kapitalizacji przekraczającej próg 1 mld EUR określony w pakiecie na rzecz odbudowy rynków kapitałowych, decyzją tych firm i domów maklerskich było niewprowadzanie dwóch równoległych systemów fakturowania usług badawczych, a tym samym utrzymanie podejścia rozdzielnego dla wszystkich klientów. Nie osiągnięto zatem w pełni celu, jakiemu przyświecać miała zmiana w pakiecie na rzecz odbudowy rynków kapitałowych, a jakim było wspieranie prowadzenia badań dotyczących spółek o małej i średniej kapitalizacji, i w tym kontekście konieczny byłby kolejny przegląd legislacyjny.

Oprócz zmian w systemie rozdziału w odniesieniu do badań we wniosku wprowadza się ograniczoną liczbę zmian dotyczących ram legislacyjnych regulujących rynek rozwoju MŚP – kategorię MTF utworzoną w ramach MiFID II w celu poprawy widoczności i statusu MŚP, a także wsparcia opracowania wspólnych standardów regulacyjnych w UE dotyczących rynków specjalizujących się w MŚP¹¹.

Ponadto celem wniosku jest uchylenie dyrektywy w sprawie dopuszczenia do obrotu giełdowego. Dyrektywa w sprawie dopuszczenia do obrotu giełdowego to dyrektywa przewidująca minimalną harmonizację, którą przyjęto w 2001 r. i która stanowiła podstawę dopuszczania do obrotu giełdowego na rynkach UE przed przyjęciem dyrektywy w sprawie prospektu emisyjnego¹² i dyrektywy w sprawie przejrzystości¹³, które później zastąpiły większość przepisów harmonizujących warunki przekazywania informacji dotyczących wniosków o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu. W MiFID wprowadzono pojęcie „dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym”. W analizie Stałego Komitetu ds. Rynków Papierów Wartościowych ESMA dotyczącej wdrożenia dyrektywy w sprawie dopuszczenia do obrotu wykazano, że wiele państw członkowskich nie stosuje już w prawie krajowym pojęć użytych w tej dyrektywie¹⁴. Ponadto państwa członkowskie, które nadal stosują te pojęcia w prawie krajowym, mają dość dużą swobodę w zakresie odstępowania od przepisów określonych w dyrektywie w sprawie dopuszczenia do obrotu w celu uwzględniania szczególnych lokalnych warunków rynkowych. Obecnie oba pojęcia – „dopuszczanie do publicznego obrotu” i „dopuszczanie do obrotu na rynku regulowanym” – są często używane zamiennie w niektórych państwach członkowskich. Podwójny system – z jednej strony dopuszczania do obrotu na rynku regulowanym, a z drugiej dopuszczania do publicznego obrotu – mógłby prowadzić do braku pewności

¹¹ W kwietniu 2021 r. ESMA opublikował sprawozdanie końcowe dotyczące funkcjonowania systemu rynków rozwoju MŚP, w którym stwierdzono, że ten nowy system odniósł względny sukces – w momencie publikacji sprawozdania siedemnaście MTF było zarejestrowanych jako rynki rozwoju MŚP. Sprawozdanie dostępne na stronie: [final_report_on_sme_gms_-_mifid_ii.pdf](#) (europa.eu).

¹² 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).

¹³ 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 (Dz.U. L 390 z 31.12.2004, s. 38).

¹⁴ Jedynie siedem właściwych organów krajowych odnotowało, że dyrektywa w sprawie dopuszczenia do obrotu nadal obowiązuje lub częściowo obowiązuje w ich jurysdykcji. Bardziej szczegółowa analiza znajduje się w załączniku 7 do oceny skutków towarzyszącej niniejszemu wnioskowi.

prawa na szczeblu unijnym, w szczególności ze względu na fakt, że wymogi dotyczące przejrzystości i nadużyć na rynku, mające na celu ochronę inwestorów i zapewnienie integralności rynku, nie są obecnie stosowane w odniesieniu do instrumentów dopuszczonych do publicznego obrotu, a jednocześnie mają one zastosowanie do instrumentów dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym.

Cele wniosku

Ogólnym celem niniejszego wniosku jest wprowadzenie ukierunkowanych zmian w zbiorze przepisów UE w celu poprawy widoczności spółek giełdowych, w szczególności MŚP, oraz usprawnienia procesu dopuszczania do obrotu giełdowego z myślą o zwiększeniu jasności prawa.

Proponowane ukierunkowane zmiany w MiFID II mają na celu ułatwienie rozwoju i udostępniania badań inwestycyjnych dotyczących spółek, zwłaszcza tych o małej i średniej kapitalizacji, oraz dalsze podnoszenie atrakcyjności systemu rynku rozwoju MŚP, aby ostatecznie ułatwić spółkom o małej i średniej kapitalizacji dostęp do rynków kapitałowych. W niniejszym wniosku zwiększa się próg kapitalizacji rynkowej dla spółek o małej i średniej kapitalizacji, poniżej którego możliwe byłoby ponowne łączenie opłat za wykonanie transakcji i przeprowadzenie badań. Celem podwyższenia progu, który obecnie wynosi 1 mld EUR, do 10 mld EUR jest poszerzenie zakresu spółek o małej i średniej kapitalizacji, a zwłaszcza uwzględnienie większej liczby średnich przedsiębiorstw, które mogłyby skorzystać z systemu ponownego łączenia, co umożliwiłoby w szczególności wykorzystywanie płatności za przeprowadzenie badań dotyczących dużych przedsiębiorstw do sfinansowania również badań dotyczących małych przedsiębiorstw. Wyłączenie z systemu rozdziału przyczyni się do usunięcia barier utrudniających dostęp do większej liczby badań dotyczących spółek o małej i średniej kapitalizacji, a w skali globalnej powinno ożywić rynek badań inwestycyjnych. Im więcej badań dotyczących spółek o małej i średniej kapitalizacji zostanie udostępnionych potencjalnym inwestorom, tym większą mają one szansę na uzyskanie finansowania. Więcej badań inwestycyjnych dotyczących tych spółek przełoży się na ich większą widoczność i większe szanse na przyciągnięcie potencjalnych inwestorów. Ze względu na dużą liczbę spółek o małej i średniej kapitalizacji w UE kluczowe znaczenie w kontekście gospodarki UE ma dostęp tych spółek do zróżnicowanych źródeł finansowania, również za pośrednictwem rynków kapitałowych.

Ponadto niniejszy wniosek ma na celu zapewnienie ram dla rozwoju szczególnego rodzaju badań finansowanych przez emitenta („badania sponsorowane przez emitenta”). W ramach konsultacji publicznych, wymiany informacji z zainteresowanymi stronami oraz różnych analiz¹⁵ wykazano, że ten rodzaj badań rozwinięto w szczególności po wprowadzeniu MiFID II, aby zrekompensować nieuwzględnianie w zakresie badań spółek o małej i średniej kapitalizacji. Biorąc pod uwagę konflikt interesów nieodłącznie związany z takimi badaniami, konieczne wydaje się uregulowanie ich prowadzenia w celu zagwarantowania uczciwych i rzetelnych informacji dla ich konsumentów. Aby wspierać bardziej przejrzyste i niezależne badania, w niniejszym wniosku wprowadzono wymóg przeprowadzania takich badań zgodnie z kodeksem postępowania opracowanym lub zatwierdzonym przez operatora rynku lub właściwy organ w UE.

¹⁵ Sprawozdanie pt. „Reviving research in the wake of Directive 2014/65/EU: Observations, issues and recommendations [Ożywienie badań po przyjęciu dyrektywy 2014/65/UE: Obserwacje, problemy i zalecenia] dostępne na stronie: 20200124-rapport-mission-recherche-projet-va-pm.pdf (amf-france.org).

Mając na celu ułatwienie publicznego dostępu do badań inwestycyjnych określanych jako badania sponsorowane przez emitenta oraz zwiększanie widoczności spółek o małej i średniej kapitalizacji wśród potencjalnych inwestorów, we wniosku jest mowa o tym, że państwa członkowskie zapewniają emitentom możliwość przekazania sponsorowanych przez nich badań odpowiedniemu organowi gromadzącemu dane zdefiniowanemu w [art. 2 pkt 2 wniosku dotyczącego rozporządzenia ustanawiającego pojedynczy punkt dostępu¹⁶].

Europejski pojedynczy punkt dostępu (ESAP), którego dotyczy wniosek Komisji z 25 listopada 2021 r.¹⁷ i który jest obecnie przedmiotem negocjacji międzyinstytucjonalnych z unijnymi współprawodawcami, gdy zostanie już ustanowiony, stanie się pojedynczym punktem dostępu do publicznych informacji finansowych dotyczących przedsiębiorstw unijnych, w tym MŚP, oraz unijnych produktów inwestycyjnych. Celem ESAP jest zapewnienie większej widoczności przedsiębiorstw z UE, zwłaszcza MŚP, dla inwestorów; mógłby być on również wykorzystywany do gromadzenia i rozpowszechniania badań sponsorowanych przez emitenta. W przyszłości ESAP może posłużyć do publikowania dokonywanych przez emitentów powiadomień o sponsorowanych przez nich badaniach oraz treści tych badań.

Co więcej, celem ukierunkowanych zmian w MiFID II jest doprecyzowanie, że operator wielostronnej platformy obrotu (MTF) może ubiegać się o zarejestrowanie segmentu MTF jako rynku rozwoju MŚP pod warunkiem spełnienia określonych wymów w odniesieniu do tego segmentu.

Ponadto niniejszy wniosek służy poprawie harmonizacji i spójności zasad dopuszczania do obrotu giełdowego w UE, tak aby ramy regulacyjne były odpowiednie do zamierzonego celu. W niniejszym wniosku w szczególności zharmonizowano i skonsolidowano zasady dopuszczania do obrotu giełdowego poprzez uchylenie dyrektywy w sprawie dopuszczania do obrotu i przeniesienie jej odpowiednich przepisów do MiFID II w celu ograniczenia braku pewności prawa i ryzyka arbitrażu regulacyjnego w UE.

Przepisy te dotyczą: (i) wymogu dotyczącego minimalnej liczby akcji w wolnym obrocie, który określa część wyemitowanego kapitału zakładowego spółki w rękach inwestorów publicznych, a nie pracowników, dyrektorów lub akcjonariuszy posiadających pakiet kontrolny; oraz (ii) przewidywanej kapitalizacji rynkowej akcji, o których dopuszczenie do obrotu ubiega się emitent, lub, jeżeli nie można jej ocenić – kapitału i rezerw spółki, z uwzględnieniem zysków i strat za ostatni rok obrotowy. We wniosku obniżono również wymóg dotyczący minimalnej liczby akcji w wolnym obrocie z 25 % do 10 %, aby umożliwić większą elastyczność emitentom, którzy chcą zachować duży udział w spółce. Ponadto nowy próg minimalnej liczby akcji w wolnym obrocie wynoszący 10 % nie będzie ograniczać się do rynku publicznego w UE/EOG. To geograficzne ograniczenie wymogu dotyczącego minimalnej liczby akcji w wolnym obrocie do UE/EOG nie zostanie utrzymane, ponieważ w MiFID II nie przewidziano takiego ograniczenia dla instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu.

¹⁶ Wniosek dotyczący rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady ustanawiającego europejski pojedynczy punkt dostępu zapewniający scentralizowany dostęp do publicznie dostępnych informacji mających znaczenie dla usług finansowych, rynków kapitałowych i zrównoważonego rozwoju, 2021/0378 (COD).

¹⁷ Wniosek dotyczący rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady ustanawiającego europejski pojedynczy punkt dostępu zapewniający scentralizowany dostęp do publicznie dostępnych informacji mających znaczenie dla usług finansowych, rynków kapitałowych i zrównoważonego rozwoju, 2021/0378 (COD).

- **Spójność z przepisami obowiązującymi w tej dziedzinie polityki**

Zmiany w dyrektywie MiFID II oraz uchylenie dyrektywy w sprawie dopuszczenia do obrotu są zgodne z nadrzędnymi celami dyrektywy MiFID II, jakimi są zwiększenie przejrzystości i wzmocnienie ochrony inwestorów. Ponadto w niniejszym wniosku oparto się na zmianach wprowadzonych do systemu badań inwestycyjnych w ramach pakietu na rzecz odbudowy rynków kapitałowych oraz je rozszerzono.

Ukierunkowane zmiany w MiFID II są w pełni zgodne z celami istniejącego systemu rynków rozwoju MŚP w ramach MiFID II w zakresie „ułatwienia dostępu do kapitału mniejszym i średnim przedsiębiorstwom” oraz z potrzebą skoncentrowania się nad tym, „w jaki sposób przyszłe uregulowania prawne powinny w dalszym ciągu wspierać i promować korzystanie z tego rynku, aby uczynić go atrakcyjnym dla inwestorów, a także zapewnić ograniczenie obciążeń administracyjnych i dalsze zachęty dla spółek o małej i średniej kapitalizacji w zakresie dostępu do rynków kapitałowych za pośrednictwem rynków rozwoju MŚP”¹⁸.

- **Spójność z innymi politykami Unii**

Niniejszy wniosek jest w pełni zgodny z głównym celem unii rynków kapitałowych, jakim jest zwiększanie dostępności finansowania dla przedsiębiorstw z UE, a w szczególności dla MŚP. Jest również zgodny z szeregiem działań o charakterze ustawodawczym i nieustawodawczym podjętych przez Komisję w ramach planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych z 2015 r.¹⁹, przeglądu śródkresowego planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych z 2017 r.²⁰ oraz planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych z 2020 r.

Aby wspierać zatrudnienie i wzrost w UE, kluczowym celem unii rynków kapitałowych od początku było ułatwienie dostępu do finansowania dla przedsiębiorstw, zwłaszcza MŚP. Od czasu opublikowania w 2015 r. planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych podjęto pewne ukierunkowane działania w celu zapewnienia adekwatnych źródeł finansowania dla MŚP na wszystkich etapach ich rozwoju. W przeglądzie śródkresowym planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych, opublikowanym w czerwcu 2017 r., Komisja postanowiła zwiększyć poziom ambicji i wzmocniła nacisk na zapewnienie dostępu MŚP do rynków publicznych. W maju 2018 r. Komisja opublikowała wniosek w sprawie aktu dotyczącego dopuszczania MŚP do obrotu giełdowego²¹, którego celem jest zmniejszenie obciążenia administracyjnego i wysokich kosztów przestrzegania przepisów, z którymi mierzą się emitenci na rynku rozwoju MŚP, przy jednoczesnym zapewnieniu wysokiego poziomu integralności rynku i ochrony inwestorów, wspieranie płynności akcji MŚP dopuszczonych do obrotu giełdowego, aby uczynić te rynki bardziej atrakcyjnymi dla inwestorów, emitentów

¹⁸ MiFID II, motyw 132.

¹⁹ Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów, Plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych, COM(2015) 468 final.

²⁰ Komunikat Komisji w sprawie przeglądu śródkresowego planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych (SWD(2017) 224 final oraz SWD(2017) 225 final – 8 czerwca 2017 r.) https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf

²¹ Wniosek dotyczący rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającego rozporządzenia (UE) nr 596/2014 i (UE) 2017/1129 w odniesieniu do promowania korzystania z rynków rozwoju MŚP, COM(2018) 331 final.

i pośredników, oraz ułatwienie rejestracji MTF jako rynków rozwoju MŚP. Akt dotyczący dopuszczania MŚP do obrotu giełdowego przyjęto w listopadzie 2019 r.

W następstwie kryzysu związanego z COVID-19 Komisja opublikowała ponadto pakiet na rzecz odbudowy rynków kapitałowych, który obejmował ukierunkowane zmiany w przepisach dotyczących rynków kapitałowych i banków, a którego nadrzędnym celem było ułatwienie wspierania przedsiębiorstw UE w odbudowie po kryzysie związanym z COVID-19 przez rynki kapitałowe. Proponowane zmiany w przepisach dotyczących rynku kapitałowego miały na celu w szczególności zmniejszenie obciążenia regulacyjnego i uproszczenie przepisów dla firm inwestycyjnych i emitentów.

Niniejszy wniosek stanowi kontynuację planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych z 2020 r. i jego celu, jakim jest zwiększenie dostępności finansowania dla przedsiębiorstw UE (działanie 2 „wspieranie dostępu do rynków publicznych”). W niniejszym wniosku skupiono się na złagodzeniu wymogów regulacyjnych, które mogą zniechęcić przedsiębiorstwo do podjęcia decyzji o wejściu na giełdę lub pozostaniu na niej. Inne czynniki, które mogą zniechęcać emitentów do wchodzenia na giełdę, takie jak wąska baza inwestorów oraz bardziej korzystne traktowanie pod względem podatkowym finansowania dłużnego w stosunku do kapitałowego, uwzględniono w innych bieżących i przyszłych inicjatywach z zakresu unii rynków kapitałowych, które uzupełniają zmiany przedstawione w niniejszym wniosku i powinny być analizowane w połączeniu z niniejszą inicjatywą. Inicjatywy te dotyczą na przykład: (i) utworzenia pojedynczego punktu dostępu, który rozwiąże problem braku dostępnych i porównywalnych danych dla inwestorów, zwiększając widoczność przedsiębiorstw dla inwestorów, (ii) centralizacji informacji handlowych w UE w ramach systemu publikacji informacji skonsolidowanych, co pozwoli na bardziej efektywne kształtowanie obrotu na rynku publicznym i ustalanie poziomu cen równowagi na podstawie czynników podaży i popytu, (iii) wprowadzenie ulgi służącej przeciwdziałaniu zjawisku uprzywilejowania finansowania dłużnego w stosunku do kapitałowego (DEBRA)²² w celu zwiększenia atrakcyjności (i obniżenia kosztów) finansowania kapitałowego dla przedsiębiorstw.

Szereg inicjatyw Komisji przyczyni się ponadto do dalszego zwiększenia bazy inwestorów zainteresowanych akcjami notowanymi na giełdzie. Rolę głównego inwestora będzie odgrywał unijny fundusz na rzecz pierwszych ofert publicznych MŚP, aby przyciągnąć więcej inwestycji prywatnych w kapitał publiczny MŚP dzięki współpracy z inwestorami instytucjonalnymi i inwestowaniu w fundusze skupiające się na emitentach będących MŚP. Przegląd rozporządzenia w sprawie wymogów kapitałowych oraz przegląd dyrektywy Wypłacalność II przyczynią się do zwiększenia bazy inwestorów z korzyścią dla emitentów dzięki ułatwieniu dokonywania przez banki i zakłady ubezpieczeń inwestycji w (długoterminowe) instrumenty udziałowe będące w publicznym obrocie.

Niniejszy wniosek jest również zgodny z Nowym europejskim planem na rzecz innowacji²³ opublikowanym w 2022 r.

²² Wniosek dotyczący dyrektywy Rady w sprawie ustanowienia przepisów dotyczących ulgi służącej przeciwdziałaniu zjawisku uprzywilejowania finansowania dłużnego w stosunku do kapitałowego oraz w sprawie ograniczenia możliwości odliczania odsetek do celów związanych z podatkiem dochodowym od osób prawnych (COM(2022) 216 final).

²³ Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów „Nowy europejski plan na rzecz innowacji” (COM(2022) 332 final).

We wniosku uwzględniono również dowody, na podstawie których platforma ds. dostosowania się do wymogów przyszłości wydała opinię dotyczącą ułatwienia MŚP dostępu do kapitału, a w szczególności uproszczenia procedur dopuszczenia do obrotu papierów wartościowych MŚP oraz innych obowiązków związanych z ich notowaniem.

Ponadto niniejszy wniosek pomoże w szczególności MŚP z UE skorzystać z bardziej przejrzystego i uproszczonego systemu prawodawczego, który ułatwi im dostęp do rynków kapitałowych. Jest to również zgodne z celem pakietu pomocy gospodarczej dla MŚP ogłoszonego 19 września 2022 r. przez przewodniczącą Komisji Ursulę von der Leyen w przemówieniu o stanie Unii Europejskiej²⁴.

2. PODSTAWA PRAWNA, POMOCNICZOŚĆ I PROPORCJONALNOŚĆ

• Podstawa prawna

Podstawą wniosku jest art. 50, art. 53 ust. 1 i art. 114 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE)²⁵.

W art. 50 ust. 1 TFUE, a zwłaszcza w art. 50 ust. 2 lit. g) TFUE, UE przyznano uprawnienie do podejmowania działań mających na celu urzeczywistnienie swobody przedsiębiorczości w odniesieniu do określonego rodzaju działalności, w szczególności „koordynując w niezbędnym zakresie, w celu zapewnienia ich równoważności, zabezpieczenia wymagane w państwach członkowskich od spółek w rozumieniu art. 54 akapit drugi TFUE dla ochrony interesów wspólników i osób trzecich”. Art. 50 TFUE uprawnia Parlament i Radę do uchwalania dyrektyw.

W art. 114 TFUE przewiduje się przyjęcie środków dotyczących zbliżenia przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych państw członkowskich, które mają na celu ustanowienie i funkcjonowanie rynku wewnętrznego. Prawodawca Unii może stosować art. 114 TFUE w szczególności wówczas, gdy rozbieżności między przepisami krajowymi utrudniają korzystanie z podstawowych wolności lub powodują zakłócenie konkurencji, a tym samym wywierają bezpośredni wpływ na funkcjonowanie rynku wewnętrznego.

Podstawą prawną zmian w MiFID II jest art. 53 ust. 1 TFUE. Art. 53 TFUE przyznaje współprawodawcom uprawnienia do wydawania dyrektyw mających na celu ułatwienie podejmowania i prowadzenia działalności handlowej w całej UE.

• Pomocniczość (w przypadku kompetencji niewyłącznych)

Zgodnie z art. 4 TFUE działania UE podejmowane w celu urzeczywistnienia rynku wewnętrznego należy oceniać w świetle zasady pomocniczości określonej w art. 5 ust. 3 Traktatu o Unii Europejskiej (TUE). Należy ocenić, czy cele wniosku: (i) nie mogłyby zostać osiągnięte samodzielnie przez państwa członkowskie; oraz (ii) mogłyby zostać osiągnięte w lepszy sposób na szczeblu unijnym ze względu na ich skalę i skutki. Należy również rozważyć, czy cele zostałyby lepiej osiągnięte przez działania na szczeblu UE (tzw. „test europejskiej wartości dodanej”).

²⁴ Komisja Europejska, oświadczenie „A ‘Relief Package’ to give our SMEs a lifeline in troubled waters” [„Pakiet pomocy gospodarczej” jako koło ratunkowe dla MŚP dryfujących po niespokojnych wodach], blog komisarza Thierry'ego Bretona, Bruksela, 19 września 2022 r.

²⁵ Dz.U. C 326 z 26.10.2012, s. 47.

Celem proponowanego środka jest zwiększenie zakresu badań w UE, w szczególności w odniesieniu do spółek o małej i średniej kapitalizacji. Ponieważ środek odnosi się do przepisów dotyczących zachęt, które są regulowane przez MiFID II, zmienione przepisy miałyby również zastosowanie na szczeblu unijnym.

Jeśli chodzi o kodeks postępowania w zakresie badań sponsorowanych przez emitentów, ze względu na możliwość transgranicznego rozpowszechniania takich badań proponowany środek UE zapewniłby stosowanie tego samego lub podobnego poziomu wymagań do wszystkich badań sponsorowanych przez emitentów. Pozwoliłoby to na zharmonizowaną poprawę jakości badań sponsorowanych przez emitentów w całej UE. W konsekwencji poprawiłby się dostęp do możliwości finansowania za pośrednictwem rynków publicznych UE.

Jeśli chodzi o wymogi dotyczące dopuszczania do obrotu giełdowego określone w dyrektywie w sprawie dopuszczenia do obrotu, różne podejścia przyjęte przez państwa członkowskie i różne interpretacje przepisów utrudniają ograniczenie fragmentacji regulacyjnej w UE. Ponieważ MiFID II obejmuje obecnie zasady dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu i ma na celu maksymalną harmonizację przepisów krajowych poszczególnych państw, wprowadzenie pozostałych istotnych przepisów dyrektywy w sprawie dopuszczenia do obrotu giełdowego do MiFID II wydaje się najwłaściwszym sposobem na ograniczenie rozbieżności w stosowaniu zasad dopuszczania do obrotu giełdowego w UE.

- **Proporcjonalność**

Jeśli chodzi o zasadę proporcjonalności, wniosek nie wykracza poza to, co jest ściśle niezbędne do osiągnięcia jego celów. Jest zgodny z zasadą proporcjonalności i uwzględnia odpowiednią równowagę między interesami uczestników rynku a oszczędnością kosztową środka.

Jeśli chodzi o badania inwestycyjne, proponowana zmiana regulacyjna doprowadzi do zmniejszenia obciążenia firm inwestycyjnych, co z kolei zagwarantuje objęcie zakresem badań większej liczby spółek o małej i średniej kapitalizacji oraz zapewni im lepszą widoczność na rynku.

Ogólnie rzecz ujmując, wniosek w sprawie uchylenia dyrektywy w sprawie dopuszczenia do obrotu i włączenia odpowiednich przepisów do MiFID II świadczy o ewolucji otoczenia regulacyjnego.

- **Wybór instrumentu**

Niniejszy wniosek zmienia dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady przyjętą na podstawie art. 53 ust. 1 TFUE. W celu zmiany wspomnianej wyżej dyrektywy konieczne jest zatem przedstawienie wniosku dotyczącego dyrektywy.

Podstawą dyrektywy w sprawie dopuszczenia do obrotu są art. 50 i 114 TFUE. Dyrektywa w sprawie dopuszczenia do obrotu zostanie uchylona, a do MiFID II zostaną wprowadzone odpowiednie przepisy dotyczące dopuszczania do obrotu giełdowego. Umożliwi to państwom członkowskim zmianę obecnie obowiązujących przepisów w zakresie niezbędnym do zapewnienia zgodności z odpowiednimi przepisami MiFID II.

3. WYNIKI OCEN *EX POST*, KONSULTACJI Z ZAINTERESOWANYMI STRONAMI I OCEN SKUTKÓW

- **Oceny *ex post*/oceny adekwatności obowiązującego prawodawstwa**

Niniejsza inicjatywa koncentruje się na zmniejszeniu obciążenia regulacyjnego, na które narażeni są emitenci w trakcie procesu dopuszczania do obrotu giełdowego oraz później, gdy są już notowani na giełdzie. Dlatego też obejmuje ona jedynie te aspekty przepisów UE, które zdaniem zainteresowanych stron utrudniają przedsiębiorstwom dostęp do rynków publicznych i zdolność do utrzymania się na nich.

Na potrzeby tej inicjatywy służby Komisji zgromadziły znaczącą ilość danych bezpośrednio od systemów obrotu i emitentów (w tym stowarzyszeń MŚP). Oprócz uwag otrzymanych od uczestników rynku uzyskano także pewne dowody od grupy zainteresowanych stron będących ekspertami technicznymi ds. MŚP (działającej w okresie od października 2020 r. do maja 2021 r.). Komisja zleciła również w listopadzie 2020 r. firmie konsultingowej Oxera przeprowadzenie badania dotyczącego pierwotnych i wtórnych rynków akcji w UE; opracowanie to zawiera bardzo szczegółowy przegląd unijnych rynków kapitałowych. Inne wykorzystane źródła obejmowały obszerną literaturę i badania naukowe.

Więcej informacji na temat problemów zidentyfikowanych we wniosku znajduje się w ocenie skutków aktu dotyczącego dopuszczania do obrotu giełdowego, załączonej do niniejszego wniosku. Załącznik 7 zawiera przegląd sposobów wdrożenia dyrektywy w sprawie dopuszczania do obrotu przez państwa członkowskie; określono w nim również potencjalne kierunki działań w przyszłości. W załączniku 9 przeanalizowano przepisy dotyczące badań inwestycyjnych oraz dotychczasowe zmiany w otoczeniu regulacyjnym UE. Przedstawiono w nim również możliwe rozwiązania na przyszłość.

- **Konsultacje z zainteresowanymi stronami**

19 listopada 2021 r. Komisja rozpoczęła czternastotygodniowe ukierunkowane konsultacje publiczne mające na celu uzyskanie opinii zainteresowanych stron na temat sposobów zwiększenia ogólnej atrakcyjności notowania na giełdzie na rynkach publicznych w Unii, w tym wszelkich potencjalnych niedociągnięć w ramach regulacyjnych, które zniechęcają przedsiębiorstwa do pozyskiwania funduszy za pośrednictwem rynków kapitałowych. W ramach konsultacji przedstawiono szczegółowe pytania dotyczące rozporządzenia (UE) 2017/1129 i rozporządzenia (UE) nr 596/2014, jak również dyrektywy 2001/34/WE i dyrektywy 2014/65/UE oraz obszarów ogólnie wymagających poprawy.

Otrzymano ogółem 108 odpowiedzi nadesłanych przez zainteresowane strony z 22 państw członkowskich, ze Stanów Zjednoczonych, ze Zjednoczonego Królestwa i ze Szwajcarii.

Większość respondentów (60 %) uznała za zasadne włączenie do poziomu 1 warunków, na jakich operator MTF może zarejestrować segment MTF jako rynek rozwoju MŚP. Podkreślili oni, że zwiększyłoby to jasność prawa. Dodali, że taka zmiana mogłaby również zachęcić większą liczbę MTF do rejestracji segmentów rynku rozwoju MŚP.

Nieznaczna większość respondentów (51 %) postrzegała nowy system badań wprowadzony w ramach pakietu na rzecz odbudowy rynków kapitałowych jako element ułatwiający MŚP dostęp do rynków kapitałowych. Większość tych respondentów wskazała, że wpływ pakietu na rzecz odbudowy rynków kapitałowych jest jednak bardzo ograniczony. Niektórzy zwrócili uwagę, że zarządzający aktywami i podmioty świadczące usługi badawcze uznają badania obejmujące MŚP za nieopłacalne oraz że wydaje się, iż jest to tendencja długoterminowa. Jednakże w szczególności stowarzyszenia przedsiębiorców oraz właściwe organy krajowe wskazały, że jest jeszcze zbyt wcześnie, aby określić ogólny wpływ nowego systemu.

Zdecydowana większość respondentów (72,9 %) dostrzegłaby korzyści w jeszcze większym złagodzeniu wymogów systemu badań określonego w MiFID II. Podczas gdy niektórzy sugerowali podniesienie progu zwolnienia w celu pełnego objęcia segmentu spółek o małej i średniej kapitalizacji, kilka stowarzyszeń przedsiębiorców uznało, że powrót do całkowitego połączenia opłat za realizację transakcji i przeprowadzenie badań dotyczących przedsiębiorstw jest jedynym rozwiązaniem stymulującym badania obejmujące MŚP (których liczba spadła niemal do zera). Niektórzy uznali również system badań określony w MiFID II za nieprawidłowy, ponieważ opracowano go dla przedsiębiorstw o dowolnej wielkości. Twierdzili oni, że system określony w MiFID II w sposób pośredni stał się bodźcem do skupienia większej części wartości usług badawczych w rękach kilku dużych podmiotów (co prowadzi do konsolidacji w branży).

Większość respondentów zaleciła, aby ze stosowania zasady rozdziału całkowicie zwolnić badania dotyczące instrumentów o stałym dochodzie, ponieważ reforma nie miała żadnego wpływu na spready ani nie doprowadziła do zwiększenia liczby badań prowadzonych przez niezależne podmioty świadczące usługi badawcze. Kilku respondentów było jednak również zdecydowanie przeciwnych pełnemu ponownemu połączeniu opłat, argumentując, że przyczyniłoby się to do niedopuszczalnej nierówności szans w przypadku badań prowadzonych przez firmy inwestycyjne w porównaniu z badaniami prowadzonymi przez inne podmioty wykonujące badania – badania muszą być niezależne bez względu na to, czy podmiot, który publikuje analizy na ich podstawie, prowadzi inną działalność czy należy do grupy. Wielu respondentów zaproponowało, aby zachęcać do przeprowadzania badań sponsorowanych przez emitentów, i twierdziło, że jest to jedyny sposób na rozwój badań dotyczących MŚP (zarówno w odniesieniu do produktów kapitałowych, jak i o stałym dochodzie). Zaproponowali jednak wprowadzenie zabezpieczeń mających na celu zwiększenie akceptacji badań ze strony inwestorów, takich jak objęcie tych badań przepisami określonymi w kodeksie postępowania oraz wyraźne oznaczenie, że są one sponsorowane przez emitenta (a nie że stanowią publikacje handlowe). Znaczna większość respondentów (58,5 %) uznała, że dyrektywa w sprawie dopuszczenia do obrotu w swoim obecnym kształcie wymaga zmian. Respondenci byli podzieleni co do tego, czy dyrektywę w sprawie dopuszczenia do obrotu należy włączyć do innego aktu prawnego, zmienić jej przepisy, ale zachować formę dyrektywy, zmienić i przekształcić w rozporządzenie, czy też ją uchylić. Ponad 33 % respondentów uznało, że definicje określone w art. 1 dyrektywy w sprawie dopuszczenia do obrotu są nieaktualne. Blisko 47 % z nich nie potrafiło udzielić odpowiedzi. Bardzo niewielu respondentów (20 %) uznało, że definicje są aktualne. Większość respondentów (54 %) uznała dużą elastyczność, jaką dyrektywa w sprawie dopuszczenia do obrotu pozostawia państwom członkowskim i właściwym organom krajowym w zakresie stosowania zasad dopuszczania akcji i dłużnych papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego, za właściwą w świetle lokalnych warunków rynkowych. Większość respondentów, którzy wyrazili swoją opinię, uznała oczekiwaną kapitalizację rynkową (art. 43 ust. 1 dyrektywy w sprawie dopuszczenia do obrotu), ujawnianie informacji na etapie przed przeprowadzeniem pierwszej oferty publicznej (art. 44 dyrektywy w sprawie dopuszczenia do obrotu) oraz wymóg dotyczący akcji w wolnym obrocie (art. 48 ust. 5 dyrektywy w sprawie dopuszczenia do obrotu) za bardzo istotne lub dosyć istotne aspekty (odpowiednio 67 %, 68 % i 72 %). Niektórzy respondenci dodali, że należy zapewnić elastyczność, która pozwoliłaby dostosować wymogi do wielkości rynku lub emitenta (aby mieć możliwość obniżenia progu dotyczącego akcji w wolnym obrocie); inni natomiast twierdzili, że swoboda uznania na szczeblu krajowym nie będzie konieczna, jeśli odpowiedni próg minimalny zostanie ustalony na szczeblu UE.

- **Gromadzenie i wykorzystanie wiedzy eksperckiej**

W ostatnich latach dostęp przedsiębiorstw, a zwłaszcza MŚP, do rynków publicznych był przedmiotem ciągłych ocen Komisji. Kwestie dotyczące obciążenia regulacyjnego przedsiębiorstw przy uzyskiwaniu dostępu do rynków publicznych poruszono w kontekście grupy zainteresowanych stron będących ekspertami technicznymi ds. MŚP oraz planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych z 2020 r. Komisja uwzględniła również szeroko zakrojone badania na ten temat przeprowadzone przez firmę konsultingową Oxera.

Komisja zorganizowała także w kwietniu 2022 r. dwa spotkania techniczne/warsztaty z zainteresowanymi stronami z branży w celu dalszego dopracowania rozważanych wariantów strategicznych.

Ponadto Komisja przedstawiła cel wniosku grupie ekspertów Europejskiego Komitetu Papierów Wartościowych oraz koordynatorom Komisji Gospodarczej i Monetarnej (ECON) Parlamentu Europejskiego.

Zalecenia grupy ekspertów

W październiku 2020 r. Komisja Europejska powołała grupę zainteresowanych stron będących ekspertami technicznymi ds. MŚP. Do zadań grupy należały monitorowanie i ocena funkcjonowania rynków rozwoju MŚP, a także dostarczanie wiedzy eksperckiej i ewentualny wkład w inne istotne obszary dotyczące dostępu MŚP do rynków publicznych. Grupa zainteresowanych stron będących ekspertami technicznymi ds. MŚP potwierdziła uwagi zainteresowanych stron dotyczące potrzeby podjęcia dalszych działań ustawodawczych, aby wesprzeć przedsiębiorstwa, w szczególności MŚP, w procesie dopuszczania do obrotu giełdowego. W swoim sprawozdaniu końcowym, opublikowanym w maju 2021 r., grupa zainteresowanych stron będących ekspertami technicznymi ds. MŚP opracowała 12 zaleceń, m.in. zachęcając państwa członkowskie do wprowadzenia środków mających na celu propagowanie objęcia badaniami kapitałowymi wszystkich małych i średnich spółek giełdowych.

Spotkania zainteresowanych stron

Służby Komisji zorganizowały także w kwietniu 2022 r. dwa spotkania techniczne/warsztaty z zainteresowanymi stronami z branży w celu dalszego dopracowania wariantów strategicznych rozważanych przez Komisję. 5 kwietnia 2022 r. odbyło się spotkanie z przedstawicielami giełd. Większość przedstawicieli giełd opowiedziała się za uchyleniem dyrektywy w sprawie dopuszczenia do obrotu, pod warunkiem uwzględnienia pewnych elementów (liczby akcji w wolnym obrocie i minimalnej przewidywalnej kapitalizacji rynkowej) w systemie określonym w MiFID II. Niektórzy opowiadali się również za obniżeniem progu minimalnej liczby akcji w wolnym obrocie do 10 %. Jeden z przedstawicieli giełdy wyraził pogląd, że pojęcie „dopuszczenia do publicznego obrotu” jest ważne i że należy je zachować. Z tego powodu sprzeciwił się on uchyleniu dyrektywy. 8 kwietnia 2022 r. zorganizowano spotkanie z emitentami i inwestorami. Jeśli chodzi o dyrektywę w sprawie dopuszczenia do obrotu, zainteresowane strony, które wyraziły swoją opinię, uznały za zasadne uchylenie przepisów dotyczących akcji w wolnym obrocie.

Spotkania z ekspertami z państw członkowskich

Ponadto 15 października 2021 r. oraz 17 i 30 maja 2022 r. Komisja przedstawiła cel wniosku grupie ekspertów Europejskiego Komitetu Papierów Wartościowych. Delegacje uczestniczące w dyskusji wyraziły poparcie dla celu Komisji, jakim jest zwiększenie atrakcyjności rynków publicznych UE przy jednoczesnym zapewnieniu ochrony inwestorów i integralności rynku.

Spotkanie z koordynatorami ECON w komisji Parlamentu Europejskiego

Koordynatorzy będący posłami do Parlamentu Europejskiego, którzy uczestniczyli w dyskusji, z zadowoleniem przyjęli zaproponowane przez Komisję dalsze działania w związku z aktem dotyczącym dopuszczania do obrotu giełdowego i potwierdzili istnienie problemu związanego z rynkami publicznymi w UE. Podkreślili, że Komisja musi wypracować właściwą równowagę, aby zapewnić wszystkim przedsiębiorstwom, zwłaszcza MŚP, dostęp do rynków publicznych w celu pozyskania finansowania przy jednoczesnym zapewnieniu odpowiedniej ochrony inwestorów.

• Ocena skutków

Ocenę skutków przedłożono Radzie ds. Kontroli Regulacyjnej 10 czerwca 2022 r., która ją zatwierdziła 8 lipca 2022 r. z pewnymi zastrzeżeniami. Rada ds. Kontroli Regulacyjnej zwróciła się o zmianę projektu oceny skutków w celu wyjaśnienia: (i) współzależności i spójności inicjatywy w zakresie aktu dotyczącego dopuszczania do obrotu giełdowego z innymi powiązanymi inicjatywami dotyczącymi rynków kapitałowych; (ii) ryzyka i ograniczeń analizy; oraz (iii) różnych opinii wyrażanych przez poszczególne kategorie zainteresowanych stron na temat definicji problemu, wariantów i ich skutków. Uwagi Rady uwzględniono i włączono do ostatecznej wersji oceny skutków.

W ocenie skutków skupiono się na określeniu i usunięciu konkretnych barier regulacyjnych na każdym etapie procesu dopuszczania do obrotu giełdowego. Omówiono w niej bariery na etapie przed przeprowadzeniem pierwszej oferty publicznej, wynikające z prawa spółek, a w szczególności z faktu, że w niektórych państwach członkowskich nie jest możliwe dopuszczanie do obrotu giełdowego akcji uprzywilejowanych co do głosu. Następnie skupiono się na barierach na etapie przeprowadzania pierwszej oferty publicznej wynikających z rozporządzenia w sprawie prospektu związanych w szczególności z wysokimi kosztami sporządzenia prospektu. Na koniec poświęcono uwagę wynikającym z rozporządzenia MAR barierom napotykanym na etapie po przeprowadzeniu pierwszej oferty publicznej, w szczególności kosztom spowodowanym brakiem pewności prawa w odniesieniu do obowiązku podawania informacji poufnych do wiadomości publicznej przez emitentów. Po przeanalizowaniu dostępnych dowodów empirycznych i uwzględnieniu opinii zainteresowanych stron w ocenie skutków przedstawiono po dwa alternatywne warianty strategiczne w odniesieniu do każdego etapu procesu dopuszczania do obrotu giełdowego.

Ocena skutków zawiera analizę wariantów w odniesieniu do trzech celów, mianowicie przeanalizowano w niej, czy warianty te: (i) zmniejszają koszty regulacyjne i koszty przestrzegania przepisów ponoszone przez przedsiębiorstwa ubiegające się o dopuszczenie do obrotu giełdowego lub już notowane, (ii) zapewniają wystarczający poziom ochrony inwestorów i integralności rynku oraz (iii) zapewniają emitentom więcej zachęt do wejścia na giełdę. Preferowany wariant (dla każdego etapu procesu dopuszczania do obrotu giełdowego) powinien zatem być racjonalny pod względem kosztów i skuteczny w zakresie usuwania zidentyfikowanej bariery, przy jednoczesnym zapewnieniu wystarczająco wysokiego poziomu ochrony inwestorów i integralności rynku. Przy wskazywaniu i ocenie wariantów uwzględniono proporcjonalność środków w odniesieniu do mniejszych przedsiębiorstw.

Chociaż zmiany regulacyjne określone w wariantach same w sobie nie mogłyby rozwiązać wszystkich problemów dotyczących rynków publicznych w UE, to wraz z innymi środkami rozważanymi jako część szerszego planu mającego na celu zwiększenie dostępu przedsiębiorstw do publicznych rynków kapitałowych mają one przyczynić się do odwrócenia obecnej negatywnej tendencji na rynkach publicznych w UE. Bez tych usprawnień regulacyjnych rynki publiczne w UE nadal opierałyby się na nieoptymalnych ramach

regulacyjnych dotyczących dopuszczania do obrotu giełdowego, co z kolei zmniejszyłoby atrakcyjność rynków publicznych, powodując koszty ekonomiczne dla unijnych emitentów, inwestorów i całej gospodarki UE. Scenariusz bazowy przewiduje zatem brak zmian w ramach legislacyjnych regulujących zasady dopuszczania do obrotu giełdowego przedsiębiorstw i zasady dotyczące przedsiębiorstw już notowanych na giełdzie.

Jeżeli chodzi o dyrektywę w sprawie dopuszczania do obrotu, w ocenie skutków zaleca się uchylene dyrektywy w sprawie dopuszczania do obrotu i przeniesienie odpowiednich przepisów tej dyrektywy do MiFID II.

Jeżeli chodzi o MiFID, w ocenie skutków zaleca się rozważenie środków, które można wprowadzić w celu ożywienia rynku badań inwestycyjnych, takich jak podniesienie progu kapitalizacji rynkowej emitentów/przedsiębiorstw, poniżej którego stosuje się zwolnienie, aby zakresem badań objąć więcej MŚP. Ponadto innym środkiem, który pomógłby zachęcić do prowadzenia większej liczby badań sponsorowanych przez emitentów, byłoby opracowanie „kodeksu postępowania”, który regulowałby takie badania.

Jeżeli chodzi o skutki społeczne i gospodarcze oraz wpływ na środowisko, kontrolę spójności polityki klimatycznej i zasadę „nie czyni poważnych szkód”, niniejszy wniosek przyczyni się do realizacji programu działań na rzecz unii rynków kapitałowych i określonych w nim celów, aby zapewnić rozwój i dalszą integrację rynków kapitałowych w UE. Oczekuje się, że zaproponowane w niniejszej inicjatywie środki regulacyjne będą miały wpływ na wszystkie przedsiębiorstwa w UE, a w szczególności na MŚP, które są bardziej narażone na (nadmierne) obciążenie regulacyjne niż większe przedsiębiorstwa o wyższej zdolności pokrycia kosztów. Niniejszy wniosek sprzyjałby również rozwojowi bardziej otwartych i konkurencyjnych rynków kapitałowych, przynosząc korzyści w szczególności szybciej rozwijającym się przedsiębiorstwom w sektorze innowacji i sektorze intensywnie prowadzącym badania naukowe, które zazwyczaj mają większe potrzeby kapitałowe.

Nie oczekuje się, aby niniejsza inicjatywa wywołała bezpośrednie skutki społeczne. Może jednak wystąpić pozytywny pośredni wpływ na zatrudnienie. Chociaż (pośrednich) skutków społecznych nie można określić ilościowo, prawdopodobnie będą one pozytywne. Pod warunkiem osiągnięcia określonego we wniosku celu, jakim jest ułatwienie przedsiębiorstwom w UE dostępu do rynków publicznych, będą one mogły korzystać z bardziej zróżnicowanej i większej puli źródeł finansowania, co umożliwi tym przedsiębiorstwom wprowadzanie innowacji, rozwój i zatrudnienie większej liczby osób.

Nie oczekuje się, aby wdrożenie niniejszego wniosku miało bezpośredni wpływ na środowisko ani spowodowało znaczące szkody, bezpośrednie bądź pośrednie. Znacząca liczba przedsiębiorstw dopuszczonych do obrotu na rynkach publicznych może jednak angażować się w proces rozwoju i wprowadzania innowacji w dziedzinie nowych technologii przyjaznych środowisku. Lepszy dostęp do finansowania pozwoli tym przedsiębiorstwom na szybszy rozwój i przeznaczenie większych zasobów finansowych na programy badawczo-rozwojowe, które mogą przyczynić się do osiągnięcia celów Europejskiego Zielonego Ładu.

Niniejszy wniosek jest zgodny z SDG 8²⁶ – godna praca i wzrost gospodarczy, ponieważ przyczynia się do rozwoju MŚP poprzez zapewnienie łatwiejszego dostępu do finansowania

26

Jednym z celów ONZ w zakresie zrównoważonego rozwoju (SDG) jest SDG 8, który dotyczy „godnej pracy i wzrostu gospodarczego”. Oczekuje się, że akt dotyczący dopuszczania do obrotu giełdowego przyczyni się do rozwoju MŚP poprzez zapewnienie łatwiejszego dostępu do finansowania za pośrednictwem rynków publicznych. Nowo notowane na giełdzie przedsiębiorstwa są istotną siłą napędową nowych inwestycji i tworzenia miejsc pracy.

za pośrednictwem rynków publicznych. Nowo notowane na giełdzie przedsiębiorstwa są istotną siłą napędową nowych inwestycji i tworzenia miejsc pracy. Łatwiejszy dostęp do rynków publicznych stanowi dla przedsiębiorców zachętę do dywersyfikacji w czasach zawirowań gospodarczych, co skutkuje większą odpornością gospodarki. Przyczynia się również bezpośrednio do realizacji celu 8.3, który brzmi: „[p]romować polityki rozwojowe wspierające działalność produkcyjną, tworzenie godziwych miejsc pracy, przedsiębiorczość, kreatywność i innowacje. Zachęcać do formalizacji i rozwoju mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, w tym poprzez dostęp do usług finansowych”, oraz celu 8.10 – „[z]większyć zdolność krajowych instytucji finansowych, by ułatwić i rozszerzyć dostęp do bankowości, ubezpieczeń i usług finansowych dla wszystkich”, a także pośrednio do realizacji celu 8.2 – „[o]siągnąć wyższy poziom wydajności gospodarczej poprzez dywersyfikację, modernizację technologiczną i innowacje”.

Ponadto jest on zgodny z SDG 9 – przemysł, innowacyjność i infrastruktura, ponieważ łatwiejszy dostęp do rynków publicznych zwiększyłby dostęp mniejszych przedsiębiorstw (przemysłowych) do nowych możliwości finansowania. Zapewniłoby to im alternatywne źródła finansowania i zagwarantowało zdolność do rozwoju i wprowadzania innowacji, w tym w obszarach o kluczowym znaczeniu strategicznym dla UE. Przyczynia się pośrednio do osiągnięcia celu 9.3, który brzmi: „[z]większyć dostęp małych i innych przedsiębiorstw, w tym przemysłowych, (...) do usług finansowych i przystępnych kredytów oraz włączyć je w łańcuchy wartości i zapewnić udział w rynku”.

Ogólnie rzecz biorąc, nie oczekuje się, aby niniejszy wniosek miał jakikolwiek wpływ na cyfryzację.

- **Sprawność regulacyjna i uproszczenie**

Oczekuje się, że cały pakiet dotyczącego dopuszczania do obrotu giełdowego przyniesie emitentom, w tym MSP, roczne oszczędności kosztów administracyjnych w wysokości około 167 mln EUR. Oczekuje się również, że swoje koszty będą w stanie zmniejszyć właściwe organy krajowe, ponieważ prostsze i bardziej przejrzyste wymogi umożliwią im bardziej efektywne prowadzenie działań nadzorczych. Z uwagi na to, że znaczenie i wartość dodana dyrektywy w sprawie dopuszczania do obrotu zmniejszyły się w wyniku uchwalonych ostatnio przepisów, w pakiecie dotyczącym dopuszczania do obrotu giełdowego proponuje się również uchylenie dyrektywy w sprawie dopuszczenia do obrotu. Oczekuje się, że w wyniku wdrożenia wniosku emitenci i właściwe organy krajowe poniosą jedynie niewielkie koszty dostosowań.

- **Prawa podstawowe**

Wniosek nie narusza praw podstawowych i jest zgodny z zasadami uwzględnionymi w karcie, w szczególności z zasadą wolności prowadzenia działalności gospodarczej (art. 16) oraz ochrony konsumentów (art. 38). Ponieważ niniejsza inicjatywa ma na celu ograniczenie obciążeń administracyjnych spoczywających na emitentach, przyczyni się ona do lepszej realizacji prawa do swobodnego prowadzenia działalności gospodarczej.

Łatwiejszy dostęp do rynków publicznych stanowi dla przedsiębiorców zachętę do dywersyfikacji w czasach zawirowań gospodarczych, co skutkuje większą odpornością gospodarki.

4. WPLYW NA BUDŻET

Oczekuje się, że inicjatywa nie będzie mieć żadnego wpływu na budżet UE.

5. ELEMENTY FAKULTATYWNE

• **Plany wdrożenia i monitorowanie, ocena i sprawozdania**

Po upływie pięciu lat od wdrożenia środka przewiduje się ocenę zgodną z wytycznymi Komisji dotyczącymi lepszego stanowienia prawa. Ocena będzie miała na celu sprawdzenie, między innymi, na ile dyrektywa jest skuteczna i efektywna pod względem osiągnięcia celów polityki, oraz ustalenie, czy zachodzi potrzeba przyjęcia nowych środków lub wprowadzenia zmian.

• **Szczegółowe objaśnienia poszczególnych przepisów wniosku**

Zmiany w dyrektywie 2014/65/UE

Na podstawie art. 1 wniosku wprowadza się zmiany w dyrektywie 2014/65/UE opisane poniżej.

- Na podstawie art. 1 pkt 1 wniosku zmienia się art. 4 ust. 1 pkt 12 dyrektywy 2014/65/UE zawierający definicję „rynków rozwoju MŚP”, aby objąć nią również segment MTF.

- Na podstawie art. 1 pkt 2 lit. a) wniosku wprowadza się nowy ust. 3a dotyczący cech badań inwestycyjnych. Stanowi on, że badania prowadzone przez osoby trzecie muszą być rzetelne, jasne i nie mogą wprowadzać w błąd.

- Na podstawie art. 1 pkt 2 lit. a) wniosku wprowadza się również nowy ust. 3b dotyczący warunków oznaczania badań jako „badania sponsorowane przez emitenta”. Warunki te obejmują wymóg zapewnienia zgodności badań z kodeksem postępowania, jak również wymogi dotyczące treści, publikacji i przeglądu takiego kodeksu postępowania. W artykule tym wyjaśniono również, że emitenci mogą przekazywać swoje badania sponsorowane przez emitenta organowi gromadzącemu dane utworzonemu na podstawie wniosku dotyczącego pojedynczego punktu dostępu. Dodano również wyjaśnienie rozstrzygające, że wszelkie materiały badawcze opłacane przez emitenta, lecz których nie opracowano zgodnie z takim kodeksem postępowania, oznacza się jako publikacje handlowe.

- Na podstawie art. 1 pkt 2 lit. a) wniosku wprowadza się nowy ust. 3d. W przypadku badań oznaczonych jako badania sponsorowane przez emitenta na pierwszej stronie badania należy wyraźnie wskazać, że opracowano je zgodnie z kodeksem postępowania.

- Na podstawie art. 1 pkt 2 lit. b) wniosku podnosi się do 10 mld EUR próg kapitalizacji rynkowej przedsiębiorstw, poniżej którego nie stosuje się zasad rozdziału.

- Na podstawie art. 1 pkt 3 lit. a)–c) doprecyzowano, że segment MTF można zarejestrować jako rynek rozwoju MŚP, oraz określono warunki i wymogi dotyczące jego rejestracji lub wyrejestrowania.

- Na podstawie art. 1 pkt 4 wniosku wprowadza się nowy art. 51a dotyczący szczególnych warunków dopuszczenia akcji do obrotu na rynku regulowanym. Takimi warunkami są: wymóg minimalnej kapitalizacji rynkowej wynoszącej 1 mln EUR w przypadku przedsiębiorstw, które ubiegają się o wprowadzenie swoich akcji do obrotu na rynku regulowanym, a także wymóg dotyczący minimalnej liczby akcji w wolnym obrocie na poziomie 10 %. Ponadto Komisja jest uprawniona do przyjmowania aktów delegowanych

w celu zmiany takich progów, jeżeli zagrażają one płynności na rynkach publicznych, biorąc pod uwagę rozwój sytuacji finansowej.

Zmiany w dyrektywie 2001/34/WE

Na podstawie art. 2 wniosku uchyla się dyrektywę w sprawie dopuszczenia do obrotu.

W art. 3 określono wymóg i termin transpozycji niniejszej dyrektywy.

W art. 4 określono datę wejścia w życie niniejszej dyrektywy.

W art. 5 określono, do kogo skierowana jest niniejsza dyrektywa.

Wniosek

DYREKTYWA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

zmieniająca dyrektywę 2014/65/UE w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w Unii dla przedsiębiorstw i ułatwienia małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału oraz uchylająca dyrektywę 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-Społecznego²⁷,

stanowiąc zgodnie ze zwykłą procedurą ustawodawczą,

a także mając na uwadze, co następuje:

- (1) Dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE²⁸ zmieniono rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2115²⁹, w którym wprowadzono proporcjonalne uproszczenia 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 przy jednoczesnym zachowaniu odpowiedniego poziomu 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) 2017/593³⁰ określono warunki, na jakich przeprowadzanie badań inwestycyjnych przez osoby trzecie na rzecz firm inwestycyjnych świadczących usługi z zakresu zarządzania

²⁷ Dz.U. C z , s. .

²⁸ 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).

²⁹ 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).

³⁰ 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).

portfelem lub inne usługi inwestycyjne lub dodatkowe nie jest uznawane za zachętę. Aby zachęcić do przeprowadzania dalszych badań inwestycyjnych dotyczących przedsiębiorstw w Unii, w szczególności spółek o małej i średniej kapitalizacji, oraz zapewnić im większą widoczność i większe szanse na przyciągnięcie potencjalnych inwestorów, konieczne jest wprowadzenie pewnych zmian w tej dyrektywie.

- (3) W określonych w dyrektywie 2014/65/UE przepisach dotyczących badań na firmy inwestycyjne nałożono wymóg oddzielania płatności, które otrzymują w formie prowizji maklerskich, od wynagrodzenia otrzymywanego w zamian za przeprowadzanie badań inwestycyjnych („zasady rozdziału w odniesieniu do badań”) lub płacenia za badania inwestycyjne z własnych środków i dokonywania 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) 2021/338³¹, aby dopuścić płatności łączone za wykonanie usług w zakresie realizacji transakcji i za badania, w przypadku gdy badania dotyczą spółek o małej i średniej kapitalizacji, których kapitalizacja rynkowa wynosi poniżej 1 mld EUR. Spadek liczby badań inwestycyjnych nie uległ jednak spowolnieniu.
- (4) W celu ożywienia rynku badań inwestycyjnych oraz zapewnienia, by przedsiębiorstwa, w szczególności spółki o małej i średniej kapitalizacji, zostały w wystarczającym stopniu objęte badaniami, konieczne jest dalsze łagodzenie zasad rozdziału w odniesieniu do badań. Dzięki podniesieniu z 1 mld EUR do 10 mld EUR progu kapitalizacji rynkowej przedsiębiorstw, poniżej którego zasady rozdziału nie mają zastosowania, więcej spółek o małej i średniej kapitalizacji, a w szczególności więcej spółek o średniej kapitalizacji, zostanie objętych badaniami, dzięki czemu przedsiębiorstwa te staną się bardziej widoczne dla potencjalnych inwestorów, a tym samym zwiększy się ich zdolność do pozyskiwania środków finansowych na rynkach.
- (5) Ponadto, aby jeszcze bardziej wspierać objęcie badaniami inwestycyjnymi spółek o małej i średniej kapitalizacji, materiały analityczne opłacone w całości lub w części przez emitentów należy oznaczać jako „badania sponsorowane przez emitenta”. Aby zapewnić odpowiedni poziom obiektywizmu i niezależności takich materiałów analitycznych, materiały te należy przygotować zgodnie z kodeksem postępowania opracowanym lub zatwierdzonym przez operatora rynku zarejestrowanego w państwie członkowskim lub przez właściwy organ. W celu zapewnienia większej widoczności badań sponsorowanych przez emitenta emitenci powinni mieć możliwość przekazywania sponsorowanych przez siebie badań odpowiedniemu organowi gromadzącemu dane zdefiniowanemu³² w [art. 2 pkt 2 wniosku dotyczącego rozporządzenia³³ w sprawie pojedynczego punktu dostępu].
- (6) W dyrektywie 2014/65/UE wprowadzono nową kategorię rynku – rynek rozwoju MŚP, aby poprawić widoczność i status rynków specjalizujących się w MŚP oraz wspierać opracowywanie wspólnych standardów regulacyjnych w Unii dotyczących rynków specjalizujących się w MŚP. Rynki rozwoju MŚP odgrywają kluczową rolę w ułatwianiu dostępu do kapitału tym mniejszym emitentom dzięki zaspokajaniu ich

³¹ 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).

³² Zob. art. 2 pkt 2 wniosku dotyczącego rozporządzenia [2021.78.COD].

³³ Wniosek dotyczący rozporządzenia [2021/03.78.COD].

potrzeb. W celu wspierania rozwoju takich wyspecjalizowanych rynków oraz zmniejszenia obciążeń organizacyjnych dla operatorów wielostronnych platform obrotu (MTF) należy zezwolić, aby segment MTF mógł ubiegać się o status rynku rozwoju MŚP, pod warunkiem że taki segment jest wyraźnie oddzielony od pozostałej części MTF.

- (7) W dyrektywie 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady³⁴ 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. Na przestrzeni lat dyrektywa 2001/34/WE została kilkakrotnie znacząco zmieniona. Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady³⁵ oraz dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady³⁶ 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 znaczna część dyrektywy 2001/34/WE stała się zbędna. Dyrektywa 2001/34/WE, będąca dyrektywą przewidującą minimalną harmonizację, zapewnia państwom członkowskim dość dużą swobodę w zakresie odstępowania od przepisów określonych w tej dyrektywie, co doprowadziło do fragmentacji rynku w Unii. Aby doprowadzić do harmonizacji rynku na poziomie Unii i stworzyć jednolity zbiór przepisów, należy uchylić dyrektywę 2001/34/WE.
- (8) 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 2014/65/UE ustanowiono również przepisy dotyczące dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu. Rozszerzenie zakresu dyrektywy 2014/65/UE o przepisy szczegółowe określone w dyrektywie 2001/34/WE zapewni utrzymanie wszystkich istotnych 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 egzekwowanych 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 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 instrumentów finansowych do obrotu ustanowione w dyrektywie 2014/65/UE.

³⁴ 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).

³⁵ 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).

³⁶ 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).

- (9) 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. Określony w dyrektywie 2001/34/WE wymóg dotyczący akcji w wolnym obrocie, zgodnie z którym wystarczająca liczba akcji musi być przydzielona inwestorom w jednym państwie członkowskim lub większej ich liczbie, odnosi się do inwestorów na terytorium Unii i Europejskiego Obszaru Gospodarczego (UE/EOG). Nie należy utrzymywać tego geograficznego ograniczenia w odniesieniu do wymogu dotyczącego akcji w wolnym obrocie w UE/EOG, ponieważ w dyrektywie 2014/65/UE nie przewidziano takiego ograniczenia w odniesieniu do instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu. Wymogu, by spółka opublikowała lub złożyła roczne sprawozdanie finansowe za konkretny okres, nie należy przenosić do dyrektywy 2014/65/UE, ponieważ rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129³⁷ zawiera już przepis dotyczący tej kwestii. W dyrektywie 2014/65/UE ustanowiono już przepisy dotyczące wyznaczania właściwych organów. Przepisy ustanowione w dyrektywie 2001/34/WE dotyczące wyznaczenia jednego właściwego organu lub większej ich liczby są zatem zbędne. Wymóg dotyczący dłużnych papierów wartościowych, zgodnie z którym kwota pożyczki nie może być niższa niż 200 000 EUR, uznaje się za nieaktualny w świetle obecnej praktyki rynkowej.
- (10) Pojęcie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu na giełdach przewidziane w dyrektywie 2001/34/WE nie jest już często stosowane ze względu na zmiany na rynku, ponieważ w dyrektywie 2014/65/UE przewidziano już pojęcie „dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym”. Oba pojęcia – „dopuszczanie do publicznego obrotu” i „dopuszczanie do obrotu na rynku regulowanym” – są często używane zamiennie w niektórych państwach członkowskich. Oznacza to, że w niektórych państwach członkowskich nie dokonuje się rozróżnienia między tymi dwoma pojęciami. Ponadto podwójny system – z jednej strony dopuszczania do obrotu na rynku regulowanym, a z drugiej dopuszczania do publicznego obrotu – mógłby prowadzić do braku pewności prawa na poziomie Unii, w szczególności ze względu na fakt, że wymogi określone w dyrektywie 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady, dyrektywie 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE³⁸ nie mają zastosowania do instrumentów dopuszczonych do publicznego obrotu, a mają natomiast zastosowanie do instrumentów dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym.
- (11) Aby zwiększyć widoczność spółek giełdowych, w szczególności MŚP, oraz dostosować warunki dotyczące dopuszczania do obrotu giełdowego w celu poprawy wymogów dla emitentów, należy przekazać Komisji uprawnienia do przyjmowania aktów zgodnie z art. 290 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej w odniesieniu do zmiany dyrektywy 2014/65/UE. W celu objęcia zakresem badań większej liczby spółek o małej i średniej kapitalizacji należy dostosować próg kapitalizacji rynkowej

³⁷ 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).

³⁸ 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).

spółek, poniżej którego możliwe byłoby ponowne łączenie opłat za wykonanie transakcji i przeprowadzenie badań, oraz zapewnić ramy na potrzeby rozwoju szczególnej formy badań, za które płaci emitent. Aby dostosowanie 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 prawa³⁹. W szczególności, aby zapewnić udział na równych zasadach Parlamentu Europejskiego i Rady 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 ekspertów Komisji zajmujących się przygotowaniem aktów delegowanych.

- (12) Dyrektywę 2014/65/UE należy zatem odpowiednio zmienić.
- (13) 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 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,

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 ust. 3a–3d w brzmieniu:
 - „3a. Badania prowadzone przez osoby trzecie na rzecz firm inwestycyjnych świadczących usługi w zakresie zarządzania portfelem lub inne usługi inwestycyjne lub dodatkowe oraz badania przygotowywane i rozpowszechniane przez takie firmy 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 mające zastosowanie do badań.

³⁹ Dz.U. L 123 z 12.5.2016, s. 1.

- 3b. W przypadku gdy badania są opłacane, w całości lub w części, przez emitenta i podawane do wiadomości publicznej lub rozpowszechniane wśród firm inwestycyjnych lub klientów firm inwestycyjnych świadczących usługi w zakresie zarządzania portfelem lub inne usługi inwestycyjne lub dodatkowe, badania takie oznacza się jako »badania sponsorowane przez emitenta«, pod warunkiem że zostały przeprowadzone zgodnie z kodeksem postępowania opracowanym lub zatwierdzonym przez operatora rynku zarejestrowanego w państwie członkowskim lub przez właściwy organ.

W kodeksie postępowania określa się minimalne standardy niezależności i obiektywizmu, których muszą przestrzegać podmioty świadczące takie usługi badawcze. Operator rynku lub właściwy organ publikuje kodeks postępowania na swojej stronie internetowej i co dwa lata dokonuje jego przeglądu i ponownego zatwierdzenia.

- 3c. Państwa członkowskie zapewniają, aby każdy emitent mógł przekazywać sponsorowane przez siebie badania, o których mowa w ust. 3b niniejszego artykułu, odpowiedniemu organowi gromadzącemu dane zdefiniowanemu w [art. 2 pkt 2 wniosku dotyczącego rozporządzenia w sprawie pojedynczego punktu dostępu⁴⁰].
- 3d. Na pierwszej stronie badania oznaczonego jako badanie sponsorowane przez emitenta wskazuje się w jasny i widoczny sposób, że opracowano je zgodnie z kodeksem postępowania. Podaje się również nazwę operatora rynku lub właściwego organu, który opracował lub zatwierdził taki kodeks postępowania. Wszelkie materiały analityczne opłacane w całości lub w części przez emitenta, lecz których nie opracowano zgodnie z kodeksem postępowania, o którym mowa w ust. 3b, oznacza się jako publikacje handlowe.”;

- b) ust. 9a lit. c) otrzymuje brzmienie:

„c) badania, z których tytułu wnoszone są połączone opłaty lub dokonywana jest łączna płatność, dotyczą emitentów, których kapitalizacja rynkowa w okresie 36 miesięcy poprzedzających przeprowadzenie badań, którą to kapitalizację wyrażają kwotowania z końca roku za lata, w których emitenci są lub byli notowani na rynku regulowanym, lub kapitał własny za lata obrotowe, w których emitenci nie są lub nie byli notowani na rynku regulowanym, nie przekroczyła 10 mld EUR.”;

- 3) w art. 33 wprowadza się następujące zmiany:

- a) ust. 1 i 2 otrzymują brzmienie:

„1. Państwa członkowskie zapewniają możliwość występowania przez operatora MTF do swojego macierzystego właściwego organu z wnioskiem o rejestrację MTF lub segmentu MTF jako rynku rozwoju MŚP.

2. Państwa członkowskie zapewniają możliwość rejestrowania MTF lub segmentu MTF przez macierzysty właściwy organ jako rynku rozwoju MŚP, w przypadku gdy właściwy organ otrzyma wniosek, o którym mowa w ust. 1,

⁴⁰ Wniosek dotyczący rozporządzenia [2021/0378.COD].

oraz upewni się, że w odniesieniu do MTF spełnione są wymogi określone w ust. 3 lub że w odniesieniu do segmentu MTF spełnione są wymogi określone w ust. 3a.”;

b) dodaje się ust. 3a w brzmieniu:

„3a. Państwa członkowskie zapewniają, aby odpowiedni segment MTF podlegał skutecznym zasadom, systemom i procedurom zapewniającym spełnienie warunków, o których mowa w ust. 3, i wszystkich następujących warunków:

- a) segment MTF zarejestrowany jako »rynek rozwoju MŚP« jest wyraźnie oddzielony od pozostałych segmentów rynku prowadzonych przez operatora 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 wyraźnie różnią się od innej działalności rynkowej prowadzonej w pozostałych segmentach MTF;
- c) MTF przekazuje, na wniosek swojego macierzystego właściwego organu, wyczerpujący wykaz instrumentów notowanych w danym segmencie zarejestrowanym jako rynek rozwoju MŚP, a także wszelkie informacje na temat funkcjonowania segmentu zarejestrowanego jako rynek rozwoju MŚP, których może zażądać właściwy organ.”;

c) ust. 4–6 otrzymują brzmienie:

„4. Kryteria określone w ust. 3 i 3a pozostają bez uszczerbku dla obowiązku przestrzegania przez firmę inwestycyjną lub operatora rynku prowadzących MTF lub segment MTF innych obowiązków wynikających z niniejszej dyrektywy związanych z prowadzeniem MTF.

5. Państwa członkowskie zapewniają macierzystemu właściwemu organowi możliwość wyrejestrowania MTF lub segmentu MTF jako rynku rozwoju MŚP w którymkolwiek z poniższych przypadków:

- a) firma inwestycyjna lub operator rynku prowadzący MTF lub segment MTF wystąpili z wnioskiem o ich wyrejestrowanie;
- b) wymogi określone w ust. 3 i 3a nie są już spełnione w odniesieniu do MTF lub segmentu MTF.

6. Państwa członkowskie wymagają, aby w przypadku gdy macierzysty właściwy organ zarejestruje lub wyrejestruje MTF lub segment MTF jako rynek rozwoju MŚP na podstawie niniejszego artykułu, organ ten jak najszybciej powiadomił o tym ESMA. ESMA publikuje na swojej stronie internetowej oraz aktualizuje wykaz rynków rozwoju MŚP.”;

d) ust. 8 otrzymuje brzmienie:

„8. Komisja jest uprawniona do przyjmowania aktów delegowanych zgodnie z art. 89 w celu uzupełnienia niniejszej dyrektywy poprzez doprecyzowanie wymogów określonych w ust. 3 i 3a niniejszego artykułu. Wymogi te muszą uwzględniać konieczność utrzymania wysokiego poziomu ochrony inwestorów w celu budowy zaufania inwestorów do tych rynków,

przy jednoczesnym ograniczeniu obciążeń administracyjnych po stronie emitentów na rynku. Wymogi te muszą również uwzględniać fakt, że powodem wyrejestrowania lub odmowy rejestracji nie może być jedynie tymczasowe niedopełnienie wymogu określonego w ust. 3 lit. a) niniejszego artykułu.”;

- 4) dodaje się art. 51a w brzmieniu:

„Artykuł 51a

Szczegółowe warunki dopuszczenia akcji do obrotu

1. Państwa członkowskie wymagają, aby przewidywana kapitalizacja rynkowa akcji, o których dopuszczenie do obrotu został złożony wniosek, lub, jeżeli nie można jej ocenić, kapitał i rezerwy 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 ma jednak zastosowania do dopuszczenia do obrotu akcji tożsamych z akcjami już dopuszczonymi do obrotu.
3. Jeżeli w wyniku korekty równowartości kwoty w euro w walucie krajowej kapitalizacja rynkowa wyrażona w walucie krajowej pozostaje przez okres jednego roku na poziomie o co najmniej 10 % wyższym lub 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 wymagają, aby rynki regulowane zapewniały, by w każdym momencie co najmniej 10 % kapitału subskrybowanego reprezentowanego przez rodzaj akcji, których dotyczy wnioski o dopuszczenie do obrotu, pozostawało w posiadaniu inwestorów.
5. Jeżeli odsetek akcji znajdujących się w posiadaniu inwestorów jest niższy niż 10 % kapitału subskrybowanego, państwa członkowskie zapewniają, aby rynki regulowane wymagały, by inwestorom przydzielono liczbę akcji, która jest wystarczająca, aby spełnić wymóg określony w ust. 4.
6. W przypadku gdy złożono wnioski o dopuszczenie do obrotu akcji tożsamych 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 przyjęcia aktów delegowanych zgodnie z art. 89 w celu zmiany niniejszej dyrektywy poprzez modyfikację progów, o których mowa w ust. 1 i 3 lub w ust. 4 i 5, jeżeli obowiązujące progi zagrażają płynności na rynkach publicznych, biorąc pod uwagę rozwój sytuacji finansowej.”;

- 5) w art. 89 wprowadza się następujące zmiany:

- a) ust. 2 i 3 otrzymują brzmienie:

„2. Uprawnienia, o których mowa w art. 2 ust. 3, art. 2 ust. 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, art. 2 ust. 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, art. 2 ust. 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.”.

Artykuł 2

Uchylenie dyrektywy 2001/34/WE

Dyrektywa 2001/34/WE traci moc z dniem [Urząd Publikacji: proszę wstawić datę przypadającą 24 miesiące od dnia wejścia w życie niniejszej dyrektywy] r.

Artykuł 3

Transpozycja

1. Państwa członkowskie przyjmują i publikują, najpóźniej do dnia ... [Urząd Publikacji: proszę wstawić datę przypadającą 12 miesięcy po dacie wejścia w życie niniejszej dyrektywy] r., przepisy ustawowe, wykonawcze i administracyjne niezbędne do wykonania niniejszej dyrektywy. Niezwłocznie przekazują Komisji tekst tych przepisów.

Państwa członkowskie stosują te przepisy od dnia ... [Urząd Publikacji: proszę wstawić datę przypadającą 18 miesięcy po dacie wejścia w życie niniejszej dyrektywy] r.

Przepisy przyjęte przez państwa członkowskie zawierają odniesienie do niniejszej dyrektywy lub odniesienie takie towarzyszy ich urzędowej publikacji. Metody dokonywania takiego odniesienia określone są przez państwa członkowskie.

2. Państwa członkowskie przekazują Komisji tekst podstawowych przepisów prawa krajowego przyjętych w dziedzinie objętej niniejszą dyrektywą.

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 Brukseli dnia [...] r.

W imieniu Parlamentu Europejskiego
Przewodnicząca

W imieniu Rady
Przewodniczący