

Bruxelas, 8 de dezembro de 2022
(OR. en)

15834/22

**Dossiê interinstitucional:
2022/0405 (COD)**

EF 369
ECOFIN 1299
CODEC 1970

NOTA DE ENVIO

de:	Secretária-geral da Comissão Europeia, com a assinatura de Martine DEPREZ, diretora
data de receção:	8 de dezembro de 2022
para:	Thérèse Blanchet, secretária-geral do Conselho da União Europeia
n.º doc. Com.:	COM(2022) 760 final
Assunto:	Proposta de DIRETIVA DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO que altera a Diretiva 2014/65/UE para tornar os mercados de capitais na União mais atrativos para as empresas e facilitar o acesso das pequenas e médias empresas ao capital e que revoga a Diretiva 2001/34/CE

Envia-se em anexo, à atenção das delegações, o documento COM(2022) 760 final.

Anexo: COM(2022) 760 final



COMISSÃO
EUROPEIA

Bruxelas, 7.12.2022
COM(2022) 760 final

2022/0405 (COD)

Proposta de

DIRETIVA DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO

que altera a Diretiva 2014/65/UE para tornar os mercados de capitais na União mais atrativos para as empresas e facilitar o acesso das pequenas e médias empresas ao capital e que revoga a Diretiva 2001/34/CE

(Texto relevante para efeitos do EEE)

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

EXPOSIÇÃO DE MOTIVOS

1. CONTEXTO DA PROPOSTA

• Razões e objetivos da proposta

Contexto político

A presente proposta faz parte do pacote legislativo em matéria de admissão à cotação, um conjunto de medidas destinadas a tornar os mercados acionistas mais atrativos para as empresas da UE e a facilitar o acesso das pequenas e médias empresas (PME) ao capital. Está em consonância com o principal objetivo da União dos Mercados de Capitais (UMC) de melhorar o acesso das empresas da UE a fontes de financiamento baseadas no mercado em cada fase do seu desenvolvimento, incluindo as empresas de menor dimensão. As empresas cotadas, incluindo as recentemente cotadas, ultrapassam muitas vezes as empresas de capitais fechados à subscrição pública em termos de crescimento anual das receitas e de criação de emprego¹. Ao serem cotadas nos mercados acionistas, as empresas podem diversificar a sua base de investidores, reduzir a sua dependência do financiamento bancário, obter um acesso mais fácil e mais barato a capitais próprios adicionais e ao financiamento por empréstimos (através de ofertas secundárias), promover a sua visibilidade junto do público e aumentar o reconhecimento da sua marca.

Desde a publicação do primeiro Plano de Ação da UMC de 2015, foram realizados progressos no sentido de tornar mais fácil e mais barato o acesso das empresas, em especial das PME, aos mercados acionistas. Em janeiro de 2018, a Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho (MiFID II)² introduziu uma nova categoria de sistemas de negociação multilateral (MTF, *multilateral trading facilities*), os mercados de PME em crescimento³, para incentivar o acesso das PME aos mercados de capitais. Em 2019, o Regulamento (UE) 2019/2115 do Parlamento Europeu e do Conselho⁴ (Regulamento Admissão à Negociação das PME) apresentou novas regras da UE para reduzir os encargos regulamentares para as empresas cotadas nos mercados de PME em crescimento,

¹ Relatório final do grupo de peritos técnicos das partes interessadas sobre as PME intitulado «Empowering EU capital markets for SMEs — Making listing cool again» (não traduzido para português), maio de 2021. Oxera Consulting LPP, *Primary and secondary equity markets in EU — Final report* (não traduzido para português), novembro de 2020, [Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf](#).

² Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/UE (reformulação) (JO L 173 de 12.6.2014, p. 349).

³ Para que um MTF seja considerado um mercado de PME em crescimento, pelo menos 50 % dos emitentes cujos instrumentos financeiros são negociados no MTF têm de ser PME, definidas na MiFID II como empresas com uma capitalização bolsista média inferior a 200 milhões de EUR. A fim de assegurar um nível adequado de proteção dos investidores, as regras de cotação aplicáveis nos mercados de PME em crescimento devem também satisfazer determinadas normas de qualidade, incluindo a necessidade de elaborar um documento de admissão adequado (quando não é exigido um prospeto) e de cumprir a obrigação de apresentar relatórios financeiros periódicos. O quadro do mercado das PME em crescimento foi desenvolvido para continuar a reconhecer as necessidades especiais das PME que acedem aos mercados de ações e obrigações pela primeira vez.

⁴ Regulamento (UE) 2019/2115 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27 de novembro de 2019, que altera a Diretiva 2014/65/UE e os Regulamentos (UE) n.º 596/2014 e (UE) 2017/1129 no que diz respeito à promoção da utilização de mercados de PME em crescimento (JO L 320 de 11.12.2019, p. 1).

preservando simultaneamente um elevado nível de proteção dos investidores e de integridade do mercado. No entanto, apesar destes progressos, as partes interessadas argumentam que são necessárias mais medidas regulamentares para simplificar o processo de admissão à cotação e torná-lo mais flexível para os emitentes.

O novo plano de ação para a UMC, adotado em setembro de 2020, anunciou que «[a] fim de promover e diversificar o acesso das empresas inovadoras e de pequena dimensão ao financiamento, a Comissão avaliará [...] se as regras de cotação nos mercados bolsistas [...] poderão ser ainda mais simplificadas». Dando seguimento a esta questão, e com base no Regulamento Admissão à Negociação das PME de 2019, a Comissão criou um grupo de peritos técnicos das partes interessadas sobre as PME, que confirmou os pontos de vista das partes interessadas sobre a necessidade de adotar medidas legislativas suplementares para apoiar a admissão à cotação das empresas, nomeadamente das PME. No seu relatório final⁵ de maio de 2021, o grupo de peritos técnicos das partes interessadas formulou 12 recomendações para alterar o quadro em matéria de admissão à cotação, tanto nos mercados regulamentados como nos mercados de PME em crescimento.

Em 15 de setembro de 2021, a presidente Ursula von der Leyen anunciou, na sua carta de intenções⁶ dirigida ao Parlamento e à Presidência do Conselho, uma proposta legislativa para facilitar o acesso das PME ao capital, que foi incluída no programa de trabalho da Comissão para 2022⁷.

A decisão de uma empresa de ser admitida à cotação é complexa e influenciada por uma multiplicidade de fatores, muitos dos quais estão fora do alcance dos reguladores, pelo que não podem ser resolvidos diretamente através da legislação. Por exemplo, os fatores que afetam o custo dos serviços de admissão à cotação e, de um modo mais geral, a instabilidade geopolítica, o Brexit, a COVID-19 e a inflação tiveram (e podem continuar a ter) repercussões na decisão de uma empresa de ser admitida à cotação, quando proceder à admissão à cotação e na possibilidade de continuar a ser uma empresa cotada na UE. No entanto, os requisitos regulamentares e os custos e encargos conexos são também um fator importante para a decisão de uma empresa de ser admitida à cotação e continuar a ser uma empresa cotada. O pacote legislativo em matéria de admissão à cotação apresenta um conjunto específico de medidas com vista a: i) reduzir os encargos regulamentares nos casos em que sejam considerados excessivos (ou seja, quando a regulamentação é suscetível de contribuir para a proteção dos investidores/integridade do mercado de uma forma mais eficiente em termos de custos para as partes interessadas), e ii) aumentar a flexibilidade proporcionada aos fundadores ou aos acionistas que detêm uma participação de controlo das empresas nos termos do direito das sociedades para escolherem de que forma atribuem os direitos de voto após a admissão à negociação de ações.

O quadro regulamentar aplicável ao processo de admissão à cotação é multifacetado. As empresas devem cumprir os requisitos regulamentares antes, durante e após a oferta pública

⁵ Relatório final do grupo de peritos técnicos das partes interessadas sobre as PME intitulado «Empowering EU capital markets for SMEs — Making listing cool again» (não traduzido para português) (europa.eu)

⁶ Consultar a p. 4: [state_of_the_union_2021_letter_of_intent_pt.pdf](#) (europa.eu).

⁷ Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões — Programa de trabalho da Comissão para 2022 — Juntos por uma Europa mais forte [COM(2021) 645 final], [cwp2022_pt.pdf](#) (europa.eu).

inicial. A proposta de diretiva é acompanhada por duas outras propostas legislativas, que fazem todas parte do pacote legislativo em matéria de admissão à cotação: i) uma proposta de regulamento que altera o Regulamento Prospeto e o Regulamento Abuso de Mercado, que visa simplificar e clarificar os requisitos de admissão à cotação aplicáveis nos mercados primário e secundário, mantendo simultaneamente um nível adequado de proteção dos investidores e de integridade do mercado, e ii) uma proposta de diretiva relativa às estruturas de ações com voto plural, que visa abordar os obstáculos regulamentares que surgem na fase anterior à oferta pública inicial e, em especial, a desigualdade de oportunidades das empresas em toda a UE para escolherem as estruturas de governação adequadas aquando da admissão à cotação.

Justificação da proposta

As empresas cotadas, em especial as PME, têm de se dar a conhecer aos potenciais investidores: atualmente, o baixo número de estudos de investimento sobre tais emitentes, motivado por muitos fatores subjacentes, resulta na sua baixa visibilidade e no escasso interesse dos investidores, limitando ainda mais a liquidez para as empresas já cotadas.

Nos termos da MiFID II e da Diretiva Delegada (UE) 2017/593 da Comissão⁸, os estudos de investimento fornecidos às empresas de investimento por terceiros em ligação com serviços de execução/corretagem não são considerados como um incentivo se forem recebidos em troca de: i) pagamentos diretos pela empresa de investimento a partir dos seus recursos próprios; ou ii) pagamentos a partir de uma conta de pagamento separada destinada aos estudos controlada pela empresa de investimento e sujeita a várias condições (conhecidas como «regras de desagregação»). Após alguns anos de aplicação, o êxito das regras de desagregação é contestável.

As regras de desagregação parecem ter concretizado alguns dos objetivos, nomeadamente uma melhor gestão dos conflitos de interesses, a limitação da elaboração excessiva de estudos sobre ações com muita liquidez e a melhoria da transparência dos custos associados ao fornecimento de estudos. No entanto, estas regras não contribuíram para o crescimento dos fornecedores de estudos de investimento independentes. Pelo contrário, na sequência da introdução das regras de desagregação, os estudos independentes tornaram-se insustentáveis devido aos preços baixos cobrados por alguns dos maiores fornecedores de estudos.

Os dados sugerem ainda que as regras de desagregação podem ter prejudicado a disponibilidade global dos estudos, especialmente para as empresas de pequena e média capitalização, e conduzido a uma infraestrutura de estudos de mercado em contração, o que é prejudicial a um mercado de analistas competitivo e diversificado. Os corretores da UE, que no passado forneceram estudos às PME no âmbito dos seus serviços de investimento «agregados», reduziram as capacidades das PME quando tomaram a decisão de não transferir os custos dos estudos para os seus clientes. O segmento das empresas de pequena e média capitalização cotadas foi particularmente afetado, porque os pagamentos agregados permitiram que os pagamentos de estudos sobre grandes empresas fossem utilizados para efetuar estudos sobre empresas de pequena e média capitalização. Em termos globais, vários

⁸ Diretiva Delegada (UE) 2017/593 da Comissão, de 7 de abril de 2016, que completa a Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito à proteção dos instrumentos financeiros e dos fundos pertencentes a clientes, às obrigações em matéria de governação dos produtos e às regras aplicáveis ao pagamento ou receção de remunerações, comissões ou quaisquer benefícios monetários ou não monetários (JO L 87 de 31.3.2017, p. 500).

inquéritos mostram que a cobertura das PME diminuiu de modo significativo, ou mesmo desapareceu completamente, nos anos após a entrada em vigor das regras de desagregação. Consequentemente, verificou-se uma maior concentração no mercado dos estudos «desagregados» e uma redução na diversidade e amplitude da oferta de estudos.

Embora as regras de desagregação tenham sido concebidas para romper o nexo entre as comissões de corretagem e os estudos de investimento, bem como para fixar um «preço» para os estudos de investimento, a desagregação não permitiu, com efeito, fixar preços independentes para os estudos e também não abriu este mercado aos fornecedores independentes (não ligados aos serviços de corretagem). Fundamentalmente, as regras de desagregação não impediram a tendência negativa da cobertura de estudos sobre as empresas de pequena e média capitalização e não conduziram ao aparecimento de fornecedores de estudos independentes e centrados nas PME.

Em 2021, as regras de desagregação foram alteradas pela primeira vez, no contexto de um esforço mais geral no âmbito do Pacote de Recuperação dos Mercados de Capitais⁹, a fim de contribuir para a recuperação da crise da COVID-19 que forçou as empresas a dependerem mais fortemente da dívida, enfraquecendo as suas estruturas de financiamento. Nas circunstâncias em que as empresas necessitavam de recapitalização urgente, considerou-se fundamental a necessidade de dar maior visibilidade às empresas da UE, em especial às empresas de pequena e média capitalização, e aos custos implícitos da falta de cobertura de estudos tornaram-se ainda mais elevados. Nesse contexto, o Pacote de Recuperação dos Mercados de Capitais, aplicável desde 28 de fevereiro de 2022, procurou melhorar a cobertura de estudos¹⁰ das empresas de pequena e média capitalização, prevendo uma isenção das regras de desagregação aplicáveis aos estudos de investimento que abrangem os emitentes cuja capitalização bolsista não excede mil milhões de EUR durante o período de 36 meses anterior à realização do estudo, permitindo assim, nestes casos, pagamentos conjuntos de serviços de execução e de estudos no domínio da negociação. No entanto, embora esta medida tenha sido largamente bem recebida, não abordou o problema de modo suficiente. Como muitas empresas de investimento e corretores prestam serviços a empresas de dimensão (e capitalização) variável, incluindo as que excedem a capitalização de mil milhões de EUR estabelecida no Pacote de Recuperação dos Mercados de Capitais, estas empresas de investimento e corretores decidiram não introduzir dois sistemas paralelos de faturação dos estudos, mantendo a abordagem desagregada para todos os clientes. Por conseguinte, a alteração no Pacote de Recuperação dos Mercados de Capitais não concretizou plenamente o

⁹ Diretiva (UE) 2021/338 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de fevereiro de 2021, que altera a Diretiva 2014/65/UE no respeitante aos requisitos de informação, à governação dos produtos e aos limites às posições e as Diretivas 2013/36/UE e (UE) 2019/878 no respeitante à sua aplicação às empresas de investimento a fim de contribuir para a recuperação na sequência da crise de COVID-19.

¹⁰ O considerando 8 do Pacote de Recuperação dos Mercados de Capitais [Diretiva (UE) 2021/338 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de fevereiro de 2021, que altera a Diretiva 2014/65/UE no respeitante aos requisitos de informação, à governação dos produtos e aos limites às posições e as Diretivas 2013/36/UE e (UE) 2019/878 no respeitante à sua aplicação às empresas de investimento a fim de contribuir para a recuperação na sequência da crise de COVID-19] enuncia: «No rescaldo imediato da pandemia de COVID-19, os emitentes e, em particular, as empresas de pequena e média capitalização necessitam do apoio de mercados de capitais fortes. Os estudos sobre os emitentes de pequena e média capitalização são essenciais para ajudar os emitentes a estabelecerem ligações com os investidores. Esses estudos aumentam a visibilidade dos emitentes, garantindo assim um nível suficiente de investimento e liquidez. As empresas de investimento deverão ser autorizadas a pagar conjuntamente a prestação de serviços de estudos e de execução, desde que estejam reunidas determinadas condições.»

seu objetivo de apoiar a elaboração de estudos das empresas de pequena e média capitalização, pelo que, neste contexto, é necessária uma nova revisão legislativa.

Para além das alterações do regime de desagregação dos estudos, a proposta introduz um número limitado de alterações do quadro legislativo que rege o mercado de PME em crescimento, uma categoria de MTF, criada nos termos da MiFID II para aumentar a visibilidade e o perfil das PME, bem como para ajudar ao desenvolvimento de normas regulamentares comuns na UE aplicáveis aos mercados especializados em PME¹¹.

Por último, a proposta procura também revogar a Diretiva Admissão à Cotação. A Diretiva Admissão à Cotação, uma diretiva de harmonização mínima adotada em 2001, forneceu a base para a admissão à cotação nos mercados da UE antes da adoção da Diretiva Prospeto¹² e da Diretiva Transparência¹³, que substituíram posteriormente a maioria das disposições que harmonizam as condições para a prestação de informações relativas aos pedidos de admissão à cotação de valores mobiliários e as informações sobre valores mobiliários admitidos à negociação. A MiFID introduziu o conceito de «admissão à negociação de instrumentos financeiros num mercado regulamentado». A análise da Comissão Permanente dos Mercados de Valores Mobiliários da ESMA sobre a aplicação da Diretiva Admissão à Cotação concluiu que muitos Estados-Membros já não estão a aplicar os conceitos utilizados na Diretiva Admissão à Cotação ao direito nacional¹⁴. Além disso, os Estados-Membros que ainda aplicam esses conceitos ao direito nacional têm um poder discricionário bastante amplo para se desviarem das regras estabelecidas na Diretiva Admissão à Cotação, a fim de terem em conta as condições específicas do mercado local. Atualmente, os dois conceitos «admissão à cotação oficial» e «admissão à negociação num mercado regulamentado» são muitas vezes utilizados nalguns Estados-Membros de modo indistinto. O regime duplo de admissão à negociação, por um lado, e de admissão à cotação oficial, por outro, pode conduzir à incerteza jurídica a nível da UE, em especial, devido ao facto de os requisitos em matéria de transparência e abuso de mercado, que procuram proteger os investidores e assegurar a integridade do mercado, não serem atualmente aplicáveis aos instrumentos admitidos à cotação oficial, mas serem aplicáveis aos instrumentos admitidos à negociação num mercado regulamentado.

Objetivos da proposta

O objetivo geral da presente proposta é introduzir ajustamentos específicos no conjunto de regras da UE para aumentar a visibilidade das empresas cotadas, especialmente das PME, e simplificar o processo de admissão à cotação com vista a reforçar a clareza jurídica.

¹¹ Em abril de 2021, a ESMA publicou o seu relatório final sobre o funcionamento do regime nos mercados de PME em crescimento, que concluiu que este novo regime foi relativamente bem-sucedido, com o registo de 17 MTF como mercados de PME em crescimento à data da publicação do relatório. Relatório disponível em: [final_report_on_sme_gms_-_mifid_ii.pdf](#) (europa.eu).

¹² Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de novembro de 2003, relativa ao prospeto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação e que altera a Diretiva 2001/34/CE (JO L 345 de 31.12.2003, p. 64).

¹³ Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de dezembro de 2004, relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado (JO L 390 de 31.12.2004, p. 38).

¹⁴ Só sete ANC notaram que a Diretiva Admissão à Cotação ainda está em vigor ou parcialmente em vigor na sua jurisdição. No anexo 7 da avaliação de impacto que acompanha a presente proposta pode ser encontrada uma análise mais circunstanciada.

As alterações específicas da MiFID II propostas procuram facilitar o desenvolvimento e a realização de estudos de investimento sobre as empresas, especialmente para as de pequena e média capitalização, e continuar a incentivar a atratividade do regime de mercados de PME em crescimento, para, em última análise, facilitar o acesso das empresas de pequena e média capitalização aos mercados de capitais. A presente proposta aumenta o limiar de capitalização bolsista para as empresas de pequena e média capitalização, abaixo do qual é possível reagregar as comissões de execução da admissão à negociação e os custos dos estudos. Ao aumentar o atual limiar de mil milhões de EUR até 10 mil milhões de EUR, o objetivo é abranger um leque mais alargado de empresas de pequena e média capitalização e, em especial, mais empresas de média dimensão, que beneficiem do regime de reagregação, permitindo, nomeadamente, que os pagamentos dos estudos sobre grandes empresas possam ser utilizados também para os estudos sobre pequenas empresas. A isenção do regime de desagregação eliminará os obstáculos ao acesso a mais estudos sobre empresas de pequena e média capitalização e espera-se que, a nível mundial, tal revitalize o mercado dos estudos de investimento. Quanto maior for o número de estudos sobre empresas de pequena e média capitalização postos à disposição de potenciais investidores, mais hipóteses têm essas empresas de encontrar financiamento. Um maior número de estudos de investimento sobre essas empresas dar-lhes-á maior visibilidade e mais perspetivas de atrair potenciais investidores. Tendo em conta o elevado número de empresas de pequena e média capitalização na UE, é crucial para a economia da UE que essas empresas tenham acesso a fontes de financiamento diversificadas, incluindo através dos mercados de capitais.

Além disso, a presente proposta visa proporcionar um quadro para o desenvolvimento de um tipo específico de estudo pago pelo emitente («estudo patrocinado pelo emitente»). Uma consulta pública, os intercâmbios com as partes interessadas e diferentes análises¹⁵ demonstraram que este tipo de estudo foi desenvolvido, em especial, após a introdução da MiFID II, para compensar a falta de cobertura de estudos sobre empresas de pequena e média capitalização. Atendendo aos conflitos de interesses inerentes a estes estudos, afigura-se necessário regulamentar a sua elaboração para garantir a prestação de informações corretas e precisas aos seus consumidores. Para promover estudos mais transparentes e independentes, a presente proposta estabelece que esses estudos sejam elaborados com base no respeito de um código de conduta desenvolvido ou aprovado por um operador de mercado ou por uma autoridade competente na UE.

A fim de tornar os estudos de investimento designados como estudos patrocinados por emitentes mais facilmente acessíveis ao público e de promover a visibilidade das empresas de pequena e média capitalização junto de potenciais investidores, a proposta refere que os Estados-Membros devem assegurar que os emitentes podem apresentar os seus estudos patrocinados por emitentes ao organismo de recolha, conforme definido no [artigo 2.º, ponto 2, da proposta de regulamento relativo a um ponto de acesso único europeu¹⁶].

¹⁵ Relatório intitulado «Reviving research in the wake of Directive 2014/65/EU: Observations, issues and recommendations» (não traduzido para português), disponível em: *20200124-rapport-mission-recherche-projet-va-pm.pdf* (*amf-france.org*).

¹⁶ Proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que estabelece um ponto de acesso único europeu destinado a permitir um acesso centralizado a informações publicamente disponíveis com relevância para os serviços financeiros, os mercados de capitais e a sustentabilidade [2021/0378 (COD)].

Uma vez estabelecido, o ponto de acesso único europeu, proposto pela Comissão em 25 de novembro de 2021¹⁷ e atualmente em negociações interinstitucionais com os legisladores da UE, proporcionará um ponto de acesso único às informações financeiras públicas sobre as empresas da UE, incluindo as PME, e sobre os produtos de investimento da UE. O ponto de acesso único europeu foi concebido para dar às empresas da UE, especialmente às PME, maior visibilidade em relação aos investidores e pode ser utilizado para recolher e divulgar estudos patrocinados por emitentes. No futuro, o ponto de acesso único europeu poderá ser utilizado para publicar as notificações dos emitentes relacionadas com os estudos patrocinados por emitentes e o conteúdo desses estudos.

Além disso, as alterações específicas da MiFID II procuram esclarecer que um operador de um sistema de negociação multilateral (MTF) pode apresentar um pedido de registo de um segmento do MTF como um mercado de PME em crescimento, desde que sejam preenchidos determinados requisitos relativos a esse segmento.

Adicionalmente, a presente proposta procura aumentar a harmonização e a coerência das regras de cotação na UE, a fim de tornar o quadro regulamentar adequado à sua finalidade. A presente proposta, em especial, harmoniza e consolida as regras de cotação, revogando a Diretiva Admissão à Cotação e transferindo as suas disposições pertinentes para a MiFID II, a fim de reduzir a incerteza jurídica e o risco de arbitragem regulamentar na UE.

Estas disposições dizem respeito: i) ao requisito mínimo de ações em circulação, que determina a parte do capital social de uma empresa nas mãos de investidores de capitais abertos à subscrição pública, por oposição aos administradores, diretores ou acionistas que detêm uma posição de controlo, e ii) a capitalização previsível na bolsa das ações objeto do pedido de admissão à cotação ou, se esta não puder ser determinada, o capital e reservas da empresa, incluindo os resultados do último exercício. A proposta também reduz o requisito mínimo de ações em circulação de 25 % para 10 % para proporcionar uma maior flexibilidade aos emitentes que pretendem manter uma grande participação na empresa. Além disso, o novo limiar mínimo de 10 % de ações em circulação não será limitado ao público na UE/EEE. Esta restrição geográfica do requisito em matéria de ações em circulação aplicável à UE/EEE não será mantida, dado que a MiFID II não prevê tal restrição para os instrumentos financeiros admitidos à negociação.

- **Coerência com as disposições existentes da mesma política setorial**

As alterações da MiFID II e a revogação da Diretiva Admissão à Cotação estão em consonância com os objetivos globais da MiFID II de aumentar a transparência e reforçar a proteção dos investidores. Além disso, a presente proposta baseia-se e alarga ainda mais as alterações introduzidas pelo Pacote de Recuperação dos Mercados de Capitais no regime de estudos de investimento.

As alterações específicas da MiFID II estão em plena consonância com os objetivos do atual regime dos mercados de PME em crescimento nos termos da MiFID II de «facilitar o acesso ao capital por parte das pequenas e médias empresas» e com a necessidade de centrar a atenção «no modo como a futura regulamentação deverá fomentar e promover a utilização desse mercado de forma a torná-lo atrativo para os investidores, bem como minorar os

¹⁷ Proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que estabelece um ponto de acesso único europeu destinado a permitir um acesso centralizado a informações publicamente disponíveis com relevância para os serviços financeiros, os mercados de capitais e a sustentabilidade [2021/0378 (COD)].

encargos administrativos e dar novos incentivos às [empresas de pequena e média capitalização] para aceder aos mercados de capitais através dos mercados de PME em crescimento»¹⁸.

- **Coerência com outras políticas da União**

A proposta está em plena consonância com o objetivo central da UMC de tornar o financiamento mais acessível às empresas da UE e, em especial, às PME. É coerente com várias medidas legislativas e não legislativas tomadas pela Comissão no âmbito do Plano de Ação da UMC de 2015¹⁹, da revisão intercalar de 2017 do Plano de Ação da UMC²⁰ e do Plano de Ação da UMC de 2020.

A fim de apoiar o emprego e o crescimento na UE, o principal objetivo da UMC é, desde o início, facilitar o acesso das empresas ao financiamento, em especial das PME. Desde a publicação do Plano de Ação da UMC de 2015, foram tomadas algumas medidas específicas para desenvolver fontes adequadas de financiamento para as PME em todas as suas fases de desenvolvimento. Na sua revisão intercalar do Plano de Ação da UMC, publicada em junho de 2017, a Comissão optou por aumentar o seu nível de ambição e reforçou o seu foco no acesso das PME aos mercados acionistas. Em maio de 2018, a Comissão publicou uma proposta de regulamento relativo à admissão à negociação das PME²¹ com o objetivo de reduzir os encargos administrativos e os elevados custos de conformidade suportados pelos emitentes dos mercados de PME em crescimento, assegurando simultaneamente um elevado nível de integridade do mercado e de proteção dos investidores, promover a liquidez das ações cotadas das PME a fim de tornar estes mercados mais atrativos para os investidores, os emitentes e os intermediários, e facilitar o registo dos MTF como mercados de PME em crescimento. O Regulamento Admissão à Negociação das PME foi adotado em novembro de 2019.

Além disso, na sequência da crise da COVID-19, a Comissão publicou o Pacote de Recuperação dos Mercados de Capitais, que incluía alterações específicas da regulamentação dos mercados de capitais e dos bancos, com o objetivo global de facilitar a recuperação das empresas da UE da crise da COVID-19 através do apoio dos mercados de capitais. As alterações sugeridas das regras relativas aos mercados de capitais visavam, nomeadamente, reduzir os encargos regulamentares e a complexidade para as empresas de investimento e para os emitentes.

A presente proposta dá seguimento ao Plano de Ação da UMC de 2020 e ao seu objetivo de tornar o financiamento mais acessível às empresas da UE (ação n.º 2, «Apoiar o acesso aos mercados bolsistas»). A proposta centra-se na simplificação dos requisitos regulamentares suscetíveis de dissuadir uma empresa de decidir ser admitida à cotação ou permanecer cotada.

¹⁸ Considerando 132 da MiFID II.

¹⁹ Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões — Plano de Ação para a Criação de uma União dos Mercados de Capitais [COM(2015) 468 final].

²⁰ Comunicação da Comissão sobre a revisão intercalar do Plano de Ação para a União dos Mercados de Capitais [{SWD(2017) 224 final} e {SWD(2017) 225 final} — 8 de junho de 2017], https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf

²¹ Proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que altera os Regulamentos (UE) n.º 596/2014 e (UE) 2017/1129 no que diz respeito à promoção da utilização de mercados de PME em crescimento [COM(2018) 331 final].

Outros fatores suscetíveis de dissuadir os emitentes de solicitarem a admissão à cotação, como uma base de investidores restrita e um tratamento fiscal mais favorável da dívida em detrimento dos capitais próprios, são abordados por outras iniciativas da UMC em curso e futuras, que complementam as alterações apresentadas na presente proposta e que devem ser analisados em conjunto com a presente iniciativa. Estas iniciativas dizem respeito, por exemplo: i) à criação de um ponto de acesso único da UE que colmatará a falta de dados acessíveis e comparáveis para os investidores, dando mais visibilidade às empresas em relação aos investidores, ii) à centralização das informações sobre admissão à negociação da UE num sistema de prestação de informações consolidadas com vista a um panorama de admissão à negociação dos mercados acionistas e para a formação de preços mais eficientes, e iii) à introdução de uma dedução para reduzir a distorção dívida-capitais próprios²² a fim de tornar o financiamento de capitais próprios mais atrativo (e menos oneroso) para as empresas.

Além disso, um conjunto de iniciativas da Comissão reforçará ainda mais a base de investidores para os capitais próprios cotados. O fundo OPI da UE para as PME agirá como um investidor de referência para atrair mais investimento privado nos capitais abertos à subscrição pública das PME através do estabelecimento de parcerias com investidores institucionais e do investimento em fundos centrados nas PME emitentes. As revisões do Regulamento Requisitos de Fundos Próprios e da Diretiva Solvência II aumentarão a base de investidores para os emitentes, facilitando os investimentos dos bancos e das companhias de seguros nos capitais abertos à subscrição pública (de longo prazo).

A presente proposta está também em consonância com a Nova Agenda Europeia para a Inovação²³ publicada em 2022.

A proposta tem igualmente em conta os dados subjacentes ao parecer da Plataforma Prontos para o Futuro sobre a facilitação do acesso das PME ao capital e, em especial, sobre a simplificação dos procedimentos de admissão à negociação de valores mobiliários das PME e outras obrigações em matéria de admissão à cotação.

Por último, a presente proposta ajudará sobretudo as PME da UE a beneficiarem de um regime legislativo mais claro e mais fácil para aceder aos mercados de capitais. Tal está também em consonância com o objetivo do pacote de medidas de apoio às PME anunciado pela presidente da Comissão, Ursula von der Leyen, no discurso sobre o estado da União Europeia de 19 de setembro de 2022²⁴.

²² Proposta de diretiva do Conselho que estabelece regras relativas a uma dedução para reduzir a distorção dívida-capitais próprios e à limitação da dedutibilidade dos juros para efeitos do imposto sobre o rendimento das sociedades [COM(2022) 216 final].

²³ Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões — Uma nova Agenda Europeia para a Inovação [COM(2022) 332 final].

²⁴ Comissão Europeia — Declaração — *A “Relief Package” to give our SMEs a lifeline in troubled waters I Blog of Commissioner Thierry Breton* (não traduzida para português), Bruxelas, 19 de setembro de 2022.

2. BASE JURÍDICA, SUBSIDIARIEDADE E PROPORCIONALIDADE

• Base jurídica

A proposta baseia-se no artigo 50.º, no artigo 53.º, n.º 1, e no artigo 114.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE)²⁵.

O artigo 50.º, n.º 1, do TFUE e, nomeadamente, o artigo 50.º, n.º 2, alínea g), do TFUE preveem a competência da UE para realizar a liberdade de estabelecimento numa determinada atividade, em especial, «[c]oordenando as garantias que, para proteção dos interesses dos sócios e de terceiros, são exigidas nos Estados-Membros às sociedades, na aceção do segundo parágrafo do artigo 54.º, na medida em que tal seja necessário, e a fim de tornar equivalentes essas garantias». O artigo 50.º do TFUE incumbe o Parlamento e o Conselho de atuarem por meio da adoção de diretivas.

O artigo 114.º do TFUE prevê a adoção de medidas relativas à aproximação das disposições legislativas, regulamentares e administrativas dos Estados-Membros, que tenham por objeto o estabelecimento e o funcionamento do mercado interno. O legislador da União pode recorrer ao artigo 114.º do TFUE, nomeadamente quando as disparidades entre as regras nacionais constituam obstáculo às liberdades fundamentais ou criem distorções de concorrência e ter, por conseguinte, um efeito direto no funcionamento do mercado interno.

A base jurídica das alterações da MiFID II é o artigo 53.º, n.º 1, do TFUE. O artigo 53.º do TFUE confere aos legisladores o poder de adotar diretivas destinadas a facilitar o acesso e o exercício de atividades comerciais em toda a UE.

• Subsidiariedade (no caso de competência não exclusiva)

Nos termos do artigo 4.º do TFUE, a intervenção da UE para completar o mercado interno deve ser apreciada tendo em conta o princípio da subsidiariedade consignado no artigo 5.º, n.º 3, do Tratado da União Europeia (TUE). Deve avaliar-se se os objetivos da proposta: i) não podem ser alcançados pelos Estados-Membros isoladamente, e ii) podem ser mais bem alcançados a nível da UE, dada a sua dimensão e repercussões. Há que considerar também se os objetivos podem ser mais bem alcançados através de uma intervenção a nível da UE (o chamado «teste do valor acrescentado europeu»).

A medida proposta visa assegurar uma melhor cobertura de estudos na UE, em especial para as empresas de pequena e média capitalização. Uma vez que a medida se aproxima das regras em matéria de incentivos regidas pela MiFID II, as regras revistas também são aplicáveis a nível da UE.

Quanto ao código de conduta aplicável aos estudos patrocinados por emitentes, tendo em conta que esses estudos podem ser distribuídos a nível transfronteiras, a medida da UE proposta assegura que são aplicáveis o mesmo nível de requisitos ou requisitos semelhantes a todos os estudos patrocinados por emitentes. Esta abordagem melhora, de uma forma harmonizada, a qualidade dos estudos patrocinados por emitentes em toda a UE e, por consequência, melhora o acesso às oportunidades de financiamento através dos mercados acionistas da UE.

²⁵ JO C 326 de 26.10.2012, p. 47.

Relativamente aos requisitos de admissão à cotação estabelecidos na Diretiva Admissão à Cotação, as diferentes abordagens adotadas pelos Estados-Membros e as suas interpretações distintas das regras tornam difícil reduzir a fragmentação regulamentar na UE. Dado que, atualmente, a MiFID II abrange as regras de admissão à negociação de instrumentos financeiros e procura a máxima harmonização entre regras nacionais, a introdução das restantes disposições pertinentes da Diretiva Admissão à Cotação na MiFID II parece ser a forma mais adequada para reduzir a aplicação divergente das regras de cotação na UE.

- **Proporcionalidade**

Quanto ao princípio da proporcionalidade, a proposta não vai além do estritamente necessário para alcançar os seus objetivos. É compatível com o princípio da proporcionalidade, tendo em conta o equilíbrio adequado entre o interesse dos participantes no mercado e a relação custo-eficiência da medida.

No que respeita aos estudos de investimento, a alteração regulamentar proposta reduzirá os encargos para as empresas de investimento e, por sua vez, assegurará que um maior número de empresas de pequena e média capitalização obtenha cobertura de estudos e beneficiem de uma melhor visibilidade no mercado.

Relativamente à Diretiva Admissão à Cotação em geral, a proposta de revogá-la e de incluir as disposições pertinentes na MiFID II mostra a evolução do quadro legislativo.

- **Escolha do instrumento**

A presente proposta altera uma diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho adotada com base no artigo 53.º, n.º 1, do TFUE. Por conseguinte, é necessária uma proposta de diretiva para alterar a diretiva anteriormente referida.

A Diretiva Admissão à Cotação baseia-se nos artigos 50.º e 114.º do TFUE. A Diretiva Admissão à Cotação será revogada e serão introduzidas disposições pertinentes em matéria de admissão à cotação na MiFID II. Tal permitirá aos Estados-Membros alterar a legislação atualmente em vigor na medida do necessário para assegurar o cumprimento das disposições pertinentes da MiFID II.

3. RESULTADOS DAS AVALIAÇÕES *EX POST*, DAS CONSULTAS DAS PARTES INTERESSADAS E DAS AVALIAÇÕES DE IMPACTO

- **Avaliações *ex post*/balanços de qualidade da legislação existente**

A presente iniciativa centra-se na redução dos encargos regulamentares a que os emitentes estão sujeitos durante o processo de admissão à cotação e, posteriormente, quando já estão cotados. Por conseguinte, só abrange os aspetos da legislação da UE que as partes interessadas consideram que dificultam o acesso das empresas aos mercados acionistas e a sua capacidade de se manterem nos mesmos.

Para fundamentar a presente iniciativa, os serviços da Comissão recolheram uma quantidade significativa de dados diretamente junto das plataformas de negociação e dos emitentes (incluindo associações de PME). Para além dos contributos recebidos dos participantes no mercado, o grupo de peritos técnicos das partes interessadas sobre as PME (ativo entre outubro de 2020 e maio de 2021) forneceu alguns dados. Em novembro de 2020, a Comissão também encomendou à Oxera um estudo sobre os mercados de capitais primários e secundários na UE, que contém uma panorâmica muito pormenorizada dos mercados de

capitais da UE. Outras fontes utilizadas incluíram uma revisão exaustiva da literatura académica e investigação.

A avaliação de impacto sobre a legislação relativa à admissão à cotação, anexa à presente proposta, fornece mais informações sobre os problemas identificados na proposta. O anexo 7 fornece uma panorâmica sobre a forma como a Diretiva Admissão à Cotação foi aplicada pelos Estados-Membros e estabelece as potenciais linhas de ação futuras. O anexo 9 analisa as regras relativas aos estudos de investimento e as alterações introduzidas no quadro regulamentar da UE até à data. Apresenta também as possíveis vias a seguir.

- **Consultas das partes interessadas**

Em 19 de novembro de 2021, a Comissão lançou uma consulta pública específica de 14 semanas que procurou obter os pontos de vista das partes interessadas sobre a forma de aumentar a atratividade global das admissões à cotação nos mercados acionistas da União, incluindo quaisquer potenciais deficiências no quadro regulamentar que dissuadem as empresas de angariar fundos através dos mercados de capitais. A consulta incluiu perguntas específicas relativas ao Regulamento (UE) 2017/1129, ao Regulamento (UE) n.º 596/2014, bem como à Diretiva 2001/34/CE e à Diretiva 2014/65/UE e aos domínios de melhoria de uma perspetiva mais geral.

No total, a consulta obteve 108 respostas de partes interessadas de 22 Estados-Membros, dos EUA, do Reino Unido e da Suíça.

A maioria dos inquiridos (60 %) considerou relevante incluir no nível 1 as condições segundo as quais um operador de um MTF pode registar um segmento do MTF como um mercado de PME em crescimento, salientando que tal registo aumentaria a clareza jurídica. Acrescentaram que essa alteração poderia também incentivar mais operadores de MTF a registar segmentos do MTF como mercados de PME em crescimento.

Uma pequena maioria dos inquiridos (51 %) considerou positivo o novo regime de estudos introduzido pelo Pacote de Recuperação dos Mercados de Capitais para apoiar o acesso das PME aos mercados de capitais. No entanto, a maioria dos inquiridos fez notar que o impacto do Pacote de Recuperação dos Mercados de Capitais é muito limitado. Alguns referiram que a cobertura de estudos para as PME é considerada inviável do ponto de vista económico para os gestores de ativos e para os fornecedores de estudos e que esta parece ser uma tendência de longo prazo. No entanto, as associações empresariais, em particular, e as ANC referiram que ainda é demasiado cedo para dizer qual o impacto global do novo regime. A esmagadora maioria dos inquiridos (72,9 %) considerou relevante simplificar ainda mais o regime de estudos previsto na MiFID II. Embora algumas tenham sugerido aumentar o limiar de isenção para cobrir plenamente o segmento das empresas de pequena e média capitalização, várias associações empresariais consideraram que o regresso aos preços integralmente agregados dos serviços de execução e de estudos de empresas é a única solução para impulsionar a realização de estudos para as PME (que caiu para um nível quase inexistente). Algumas também consideraram que o regime de estudos previsto na MiFID II foi incorretamente concebido para empresas de qualquer dimensão. Afirmaram que o regime previsto na MiFID II se tornou indiretamente um incentivo à afetação da maior parte do valor dos serviços de estudo a alguns grandes intervenientes (ou seja, conduzindo à consolidação no setor).

Uma maioria recomendou a isenção total das regras de desagregação aplicáveis aos estudos sobre o rendimento fixo, uma vez que a reforma não produziu qualquer impacto sobre os diferenciais nem conduziu à realização de mais estudos por parte dos fornecedores independentes. No entanto, alguns inquiridos também se opuseram à reagregação total de modo firme, argumentando que tal criaria uma situação de desigualdade de condições

inaceitável entre os estudos fornecidos pelas empresas de investimento e os estudos fornecidos por outros produtores de estudos — os estudos têm de ser independentes e sem relação com o facto de a entidade que os emite poder gerir outras atividades ou pertencer a um grupo. Muitos inquiridos sugeriram incentivar os estudos patrocinados por emitentes e argumentaram que esta é a única forma de desenvolver estudos sobre PME (tanto de produtos de capital próprio como de produtos de rendimento fixo). No entanto, sugeriram garantias para aumentar a sua aceitabilidade pelos investidores, como sujeitá-los a um código de conduta e designá-los claramente como estudos patrocinados por emitentes (e não como uma comunicação comercial). Uma grande maioria dos inquiridos (58,5 %) considerou que a Diretiva Admissão à Cotação, na sua forma atual, tem de ser alterada. Os inquiridos estavam divididos sobre se a Diretiva Admissão à Cotação deveria ser incorporada noutra legislação, alterada como diretiva ou alterada e transformada em regulamento, ou revogada. Mais de 33 % dos inquiridos consideraram que as definições estabelecidas no artigo 1.º da Diretiva Admissão à Cotação estão desatualizadas. Quase 47 % dos inquiridos não souberam responder. Muito poucos inquiridos (20 %) consideraram que as definições não estavam desatualizadas. A maioria dos inquiridos (54 %) considerou que a ampla flexibilidade que a Diretiva Admissão à Cotação proporciona aos Estados-Membros e às ANC relativamente à aplicação das regras de admissão à cotação oficial de ações e valores mobiliários representativos de dívida é adequada tendo em conta as condições do mercado local. A maioria dos inquiridos que manifestaram a sua opinião considerou a capitalização previsível na bolsa (artigo 43.º, n.º 1, da Diretiva Admissão à Cotação), a divulgação anterior à oferta pública inicial (artigo 44.º da Diretiva Admissão à Cotação) e o requisito em matéria de ações em circulação (artigo 48.º, n.º 5, da Diretiva Admissão à Cotação) como muito ou bastante relevantes (67 %, 68 % e 72 %, respetivamente). Enquanto alguns inquiridos acrescentaram que é necessária flexibilidade para ajustar os requisitos de acordo com a dimensão do mercado ou do emitente (para ter a possibilidade de baixar o limiar de ações em circulação), outros argumentaram que não seria necessária uma margem discricionária nacional se fosse estabelecido um limiar mínimo adequado a nível da UE.

- **Recolha e utilização de conhecimentos especializados**

Ao longo dos últimos anos, o acesso das empresas e, em especial das PME, aos mercados acionistas tem sido o foco das avaliações contínuas da Comissão. No contexto do grupo de peritos técnicos das partes interessadas sobre as PME e do Plano de Ação da UMC de 2020, foram levantadas questões relacionadas com os encargos regulamentares suportados pelas empresas no acesso aos mercados acionistas. A Comissão teve também em conta a investigação aprofundada sobre o tema realizada no âmbito do estudo da Oxera.

Em abril de 2022, a Comissão organizou igualmente duas reuniões/seminários técnicos com as partes interessadas do setor, com vista a aperfeiçoar ainda mais as opções estratégicas em análise.

Além disso, a Comissão apresentou o objetivo da proposta ao grupo de peritos do Comité Europeu dos Valores Mobiliários e aos coordenadores da Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários (ECON) do Parlamento Europeu.

Recomendações dos grupos de peritos

Em outubro de 2020, a Comissão Europeia criou o grupo de peritos técnicos das partes interessadas sobre as PME. O grupo foi incumbido de controlar e avaliar o funcionamento dos mercados de PME em crescimento, bem como de fornecer conhecimentos especializados e eventuais contributos sobre outros domínios pertinentes do acesso das PME aos mercados acionistas. O grupo de peritos técnicos das partes interessadas sobre as PME confirmou as

preocupações manifestadas pelas partes interessadas relativamente à necessidade de adotar medidas legislativas suplementares para apoiar a admissão à cotação das empresas e, em especial, das PME. No seu relatório final, publicado em maio de 2021, o grupo de peritos técnicos das partes interessadas sobre as PME formulou 12 recomendações, incluindo o incentivo aos Estados-Membros para implementarem medidas com vista a promover a cobertura de estudos sobre capitais próprios de todas as pequenas e médias empresas cotadas.

Reuniões com as partes interessadas

Em abril de 2022, os serviços da Comissão também organizaram duas reuniões/seminários técnicos com as partes interessadas do setor, com vista a aperfeiçoar ainda mais as opções estratégicas que a Comissão estava a analisar. A reunião com os intercâmbios teve lugar em 5 de abril de 2022. A maioria dos intercâmbios foi favorável à revogação da Diretiva Admissão à Cotação, desde que determinados elementos (ações em circulação e capitalização mínima previsível na bolsa) fossem incorporados no regime previsto na MiFID II. Alguns foram também a favor de baixar o limiar mínimo de ações em circulação para 10 %. Um intercâmbio manifestou o ponto de vista de que o conceito «admissão à cotação oficial» é importante e deve ser mantido, e opôs-se à revogação da diretiva por esse motivo. A reunião com os emitentes e os investidores teve lugar em 8 de abril de 2022. As partes interessadas que manifestaram o seu ponto de vista em relação à Diretiva Admissão à Cotação consideraram relevante suprimir as disposições em matéria de ações em circulação.

Reuniões com os peritos dos Estados-Membros

Em 15 de outubro de 2021 e em 17 e 30 de maio de 2022, a Comissão também apresentou o objetivo da proposta no grupo de peritos do Comité Europeu dos Valores Mobiliários. As delegações que participaram no debate demonstraram apoio ao objetivo da Comissão de melhorar a atratividade dos mercados acionistas da UE, assegurando simultaneamente a proteção dos investidores e a integridade do mercado.

Reunião com os coordenadores da ECON no Parlamento Europeu

Os coordenadores dos deputados do Parlamento Europeu que participaram no debate congratularam-se com a proposta da Comissão de avançar com a legislação relativa à admissão à cotação, reconhecendo o problema com os mercados acionistas da UE. Salientaram que a Comissão tem de encontrar um equilíbrio adequado para assegurar que todas as empresas, especialmente as PME, podem aceder aos mercados acionistas para obter financiamento, assegurando simultaneamente uma proteção apropriada dos investidores.

• Avaliação de impacto

A avaliação de impacto foi apresentada ao Comité de Controlo da Regulamentação em 10 de junho de 2022 e aprovada pelo mesmo — com reservas — em 8 de julho de 2022. O Comité de Controlo da Regulamentação solicitou a alteração do projeto de avaliação de impacto para clarificar: i) a articulação e a coerência da iniciativa da legislação relativa à admissão à cotação com outras iniciativas relacionadas com os mercados de capitais, ii) os riscos e as limitações da análise, e iii) os pontos de vista distintos manifestados pelas diferentes categorias de partes interessadas sobre a definição do problema, as opções e os seus impactos. As observações formuladas pelo Comité foram abordadas e integradas na versão final da avaliação de impacto.

A avaliação de impacto centra-se na identificação e resolução de obstáculos regulamentares específicos em cada fase do processo de admissão à cotação. Debate os obstáculos na fase anterior à oferta pública inicial decorrentes do direito das sociedades, nomeadamente do facto

de não ser possível a admissão à cotação de ações com voto plural nalguns Estados-Membros. Em seguida, centra-se nos obstáculos na fase da oferta pública inicial decorrentes do Regulamento Prospeto, nomeadamente os elevados custos da elaboração de um prospeto. Por último, aborda os obstáculos encontrados na fase posterior à oferta pública inicial decorrentes do Regulamento Abuso de Mercado, em especial os custos resultantes da insegurança jurídica relativamente à obrigação de os emitentes divulgarem informação privilegiada ao público. Para cada fase do processo de admissão à cotação, a avaliação de impacto estabelece duas opções estratégicas alternativas, após analisar os dados empíricos disponíveis e ter em conta os pontos de vista das partes interessadas.

A avaliação de impacto analisa as opções em relação a três objetivos, ou seja, se estas: i) reduzem os custos regulamentares e de conformidade para as empresas que procuram ser admitidas à cotação ou para as que já estão cotadas, ii) asseguram um nível suficiente de proteção dos investidores e de integridade do mercado, e iii) proporcionam aos emitentes mais incentivos à admissão à cotação. Por conseguinte, é necessário que a opção preferida (para cada fase do processo de admissão à cotação) seja eficiente em termos de custos e eficaz na resolução do obstáculo identificado, salvaguardando ao mesmo tempo um nível suficientemente elevado de proteção dos investidores e de integridade do mercado. Aquando da identificação e da avaliação das opções, teve-se em conta a proporcionalidade das medidas para as empresas de menor dimensão.

Embora as alterações regulamentares previstas nas opções não consigam, por si só, dar resposta a todos os desafios com que os mercados acionistas da UE se deparam, juntamente com outras medidas consideradas no âmbito de um plano mais vasto para melhorar o acesso das empresas aos mercados de capitais, estas procuram contribuir para inverter a atual tendência negativa nos mercados acionistas da UE. Na ausência dessas melhorias regulamentares, os mercados acionistas da UE continuam a depender do quadro regulamentar não otimizado em matéria de admissão à cotação, o que, por sua vez, reduz a atratividade dos mercados acionistas, resultando num custo económico para os emitentes, para os investidores e para a economia da UE no seu conjunto. Por conseguinte, o cenário de base não prevê alterações do quadro legislativo que rege as regras de cotação e empresas já cotadas.

No que respeita à Diretiva Admissão à Cotação, a avaliação de impacto recomenda a revogação da Diretiva Admissão à Cotação e a transferência das disposições pertinentes da Diretiva Admissão à Cotação para a MiFID II.

No que diz respeito à MiFID, a avaliação de impacto recomenda a análise de medidas que possam ser adotadas para revitalizar o mercado dos estudos de investimento, como o aumento da capitalização bolsista dos emitentes/empresas abaixo da qual a isenção é aplicável por forma a incluir a cobertura de um leque mais alargado de PME. Além disso, outra medida que pode ajudar a encorajar um maior número de estudos patrocinados por emitentes é a elaboração de um «código de conduta» que regule esses estudos.

No que toca aos impactos sociais, económicos e ambientais, à verificação da coerência climática e ao princípio de «não prejudicar significativamente», a presente proposta contribuirá para a agenda da UMC e para os seus objetivos de assegurar o desenvolvimento e uma maior integração dos mercados de capitais na UE. Espera-se que as medidas regulamentares propostas na presente iniciativa tenham um impacto em todas as empresas da UE, especialmente nas PME, que estão mais expostas aos encargos regulamentares (excessivos) do que as empresas de maior dimensão com um maior potencial de absorção de custos. A presente proposta é também propícia ao desenvolvimento de mercados de capitais mais abertos e mais competitivos, beneficiando, em especial, as empresas de crescimento

mais rápido em setores inovadores e de investigação intensiva que tendem a ter maiores necessidades de capital.

Não se espera que a iniciativa tenha um impacto social direto. No entanto, pode haver um impacto indireto positivo no emprego. Embora não se possa quantificar o impacto social (indireto), é provável que este seja positivo. Desde que a proposta concretize o seu objetivo de facilitar o acesso das empresas da UE aos mercados acionistas, estas poderão beneficiar de um conjunto mais diversificado e maior de fontes de financiamento, permitindo-lhes inovar, crescer e empregar um maior número de pessoas.

Não se espera que a aplicação da presente proposta tenha um impacto ambiental direto nem que da mesma decorram prejuízos significativos, diretos ou indiretos. No entanto, um número significativo de empresas cotadas nos mercados acionistas pode envolver-se no processo de desenvolvimento e inovação de novas tecnologias respeitadoras do ambiente. Um melhor acesso ao financiamento permitirá que estas empresas cresçam a um ritmo mais rápido e afetem mais recursos financeiros aos programas de I&D suscetíveis de contribuir para os objetivos do Pacto Ecológico Europeu.

A presente proposta está em conformidade com o ODS 8²⁶, «Trabalho Digno e Crescimento Económico», uma vez que contribui para o crescimento das PME, facilitando o acesso ao financiamento através dos mercados acionistas. As empresas recentemente cotadas são um motor fundamental para os novos investimentos e a criação de emprego. Um acesso mais fácil aos mercados acionistas incentiva os empresários a diversificar em tempos de crise económica, conduzindo a uma economia mais resiliente. Também contribui diretamente para a meta 8.3, «Promover políticas orientadas para o desenvolvimento que apoiem as atividades produtivas, a criação de emprego digno, o empreendedorismo, a criatividade e a inovação e incentivem à formalização e ao crescimento das micro, pequenas e médias empresas, incluindo através do acesso aos serviços financeiros», e para a meta 8.10, «Reforçar a capacidade das instituições financeiras nacionais para encorajar e alargar o acesso aos bancos, seguros e serviços bancários, financeiros e de seguros a todas as pessoas», bem como indiretamente para a meta 8.2, «Atingir níveis mais elevados de produtividade económica através da diversificação, modernização tecnológica e inovação».

Além disso, está em conformidade com o ODS 9, «Indústria, Inovação e Infraestruturas», uma vez que um acesso mais fácil aos mercados acionistas aumenta o acesso das empresas (industriais) de menor dimensão a novas oportunidades de financiamento. Tal proporciona-lhes fontes de financiamento alternativas e assegura a sua capacidade de crescer e inovar, inclusive em domínios de importância estratégica capital para a UE. Contribui indiretamente para a meta 9.3, «Aumentar o acesso das pequenas empresas industriais e de outras empresas aos serviços financeiros, incluindo o crédito acessível, e a sua integração nas cadeias de valor e nos mercados».

No cômputo geral, não se espera que a presente proposta tenha qualquer impacto na digitalização.

²⁶

De entre os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) das Nações Unidas, o ODS 8 diz respeito ao trabalho digno e ao crescimento económico. Espera-se que a legislação relativa à admissão à cotação contribua para o crescimento das PME, facilitando o acesso ao financiamento através dos mercados acionistas. As empresas recentemente cotadas são um motor fundamental para os novos investimentos e a criação de emprego. Um acesso mais fácil aos mercados acionistas incentiva os empresários a diversificar em tempos de crise económica, conduzindo a uma economia mais resiliente.

- **Adequação da regulamentação e simplificação**

Espera-se que o pacote global legislativo em matéria de admissão à cotação conduza a uma poupança anual de cerca de 167 milhões de EUR de custos administrativos para os emitentes, incluindo as PME. Prevê-se que as ANC consigam reduzir os seus custos em virtude de requisitos mais simples e mais claros que lhes permitirão realizar as suas atividades de supervisão de modo mais eficiente. Dado que a relevância e o valor acrescentado da Diretiva Admissão à Cotação diminuíram em resultado de legislação recentemente promulgada, o pacote legislativo em matéria de admissão à cotação também propõe a revogação da Diretiva Admissão à Cotação. Espera-se que haja apenas custos de ajustamento menores para os emitentes e as ANC decorrentes da aplicação da proposta.

- **Direitos fundamentais**

A proposta respeita os direitos fundamentais e observa os princípios consagrados na Carta, nomeadamente a liberdade de empresa (artigo 16.º) e a defesa dos consumidores (artigo 38.º). Dado que a presente iniciativa visa reduzir os encargos administrativos impostos aos emitentes, contribui para melhorar o direito à liberdade de empresa.

4. INCIDÊNCIA ORÇAMENTAL

Não se espera que a presente iniciativa tenha incidência no orçamento da UE.

5. OUTROS ELEMENTOS

- **Planos de execução e acompanhamento, avaliação e prestação de informações**

Está prevista a realização de uma avaliação no prazo de cinco anos após a aplicação da medida e em consonância com as orientações da Comissão para legislar melhor. O objetivo da avaliação é avaliar, entre outros aspetos, a eficácia e a eficiência da diretiva na concretização dos objetivos estratégicos e decidir sobre se é necessário adotar novas medidas ou introduzir novas alterações.

- **Explicação pormenorizada das disposições específicas da proposta**

Alteração da Diretiva 2014/65/UE

O artigo 1.º da proposta altera a Diretiva 2014/65/UE nas formas a seguir descritas:

- o artigo 1.º, n.º 1, da proposta altera o artigo 4.º, n.º 1, ponto 12, da Diretiva 2014/65/UE, que é a definição de «mercado de PME em crescimento», para incluir também o segmento de um MTF na definição,
- o artigo 1.º, ponto 2, alínea a), da proposta introduz um novo número 3-A relativo às qualidades dos estudos de investimento. Estabelece que os estudos fornecidos por terceiros devem ser corretos, claros e não induzir em erro,
- o artigo 1.º, ponto 2, alínea a), da proposta também introduz um novo número 3-B relativo às condições de designação dos estudos como «estudos patrocinados por emitentes». Estas condições incluem a exigência de os estudos respeitarem um código de conduta, bem como os requisitos relativos ao conteúdo, à publicação e à revisão desse código de conduta. O artigo também esclarece que os emitentes podem apresentar os seus estudos patrocinados por emitentes ao organismo de recolha nos termos da proposta de regulamento relativo a um ponto de acesso único europeu. É aditado um esclarecimento final de que quaisquer materiais

de estudos pagos pelo emitente que não tenham sido elaborados em conformidade com esse código de conduta devem ser designados como uma comunicação comercial,

- o artigo 1.º, ponto 2, alínea a), da proposta introduz um novo número 3-D. Para os estudos designados como «estudos patrocinados por emitentes», deve ser claramente indicado na primeira página do estudo que este foi elaborado em conformidade com um código de conduta,
- o artigo 1.º, ponto 2, alínea b), da proposta aumenta o limiar de capitalização bolsista das empresas para 10 mil milhões de EUR, abaixo do qual as regras de desagregação não são aplicáveis,
- o artigo 1.º, ponto 3, alíneas a) a c), esclarece que um segmento do MTF pode ser registado como um mercado de PME em crescimento e estabelece as condições e os requisitos relativos ao seu registo ou cancelamento,
- o artigo 1.º, ponto 4, da proposta introduz um novo artigo 51.º-A para abranger as condições específicas relativas à admissão à negociação de ações num mercado regulamentado. Essas condições são o requisito mínimo de mil milhões de EUR de capitalização bolsista para as empresas que procuram admitir à cotação as suas ações num mercado regulamentado e o requisito mínimo de 10 % de ações em circulação. Além disso, a Comissão está habilitada a adotar atos delegados para alterar esses limiares sempre que tais limiares prejudiquem a liquidez nos mercados acionistas, tendo em conta a evolução financeira.

Alteração da Diretiva 2001/34/CE

O artigo 2.º da proposta revoga a Diretiva Admissão à Cotação.

O artigo 3.º estabelece os requisitos de transposição da presente diretiva e fixa o calendário para a transposição da mesma.

O artigo 4.º estabelece a data de entrada em vigor da presente diretiva.

O artigo 5.º estabelece os destinatários da presente diretiva.

Proposta de

DIRETIVA DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO

que altera a Diretiva 2014/65/UE para tornar os mercados de capitais na União mais atrativos para as empresas e facilitar o acesso das pequenas e médias empresas ao capital e que revoga a Diretiva 2001/34/CE

(Texto relevante para efeitos do EEE)

O PARLAMENTO EUROPEU E O CONSELHO DA UNIÃO EUROPEIA,

Tendo em conta o Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, nomeadamente o artigo 50.º, o artigo 53.º, n.º 1, e o artigo 114.º,

Tendo em conta a proposta da Comissão Europeia,

Após transmissão do projeto de ato legislativo aos parlamentos nacionais,

Tendo em conta o parecer do Comité Económico e Social Europeu²⁷,

Deliberando de acordo com o processo legislativo ordinário,

Considerando o seguinte:

- (1) A Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho²⁸ foi alterada pelo Regulamento (UE) 2019/2115 do Parlamento Europeu e do Conselho²⁹, que introduziu reduções proporcionadas para melhorar a utilização dos mercados de PME em crescimento e reduzir os requisitos regulamentares excessivos aplicáveis aos emitentes que procuram a admissão de valores mobiliários em mercados de PME em crescimento, preservando simultaneamente um nível adequado de proteção dos investidores e de integridade do mercado. No entanto, para simplificar o processo de admissão à cotação e tornar o tratamento regulamentar das empresas mais flexível e proporcional à sua dimensão, é necessário introduzir novas alterações na Diretiva 2014/65/UE.
- (2) A Diretiva 2014/65/UE e a Diretiva Delegada (UE) 2017/593 da Comissão³⁰ estabelecem as condições segundo as quais o fornecimento de estudos de investimento por terceiros a empresas de investimento que prestam serviços de gestão de carteiras

²⁷ JO C de , p. .

²⁸ Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/UE (JO L 173 de 12.6.2014, p. 349).

²⁹ Regulamento (UE) 2019/2115 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27 de novembro de 2019, que altera a Diretiva 2014/65/UE e os Regulamentos (UE) n.º 596/2014 e (UE) 2017/1129 no que diz respeito à promoção da utilização de mercados de PME em crescimento (JO L 320 de 11.12.2019, p. 1).

³⁰ Diretiva Delegada (UE) 2017/593 da Comissão, de 7 de abril de 2016, que completa a Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito à proteção dos instrumentos financeiros e dos fundos pertencentes a clientes, às obrigações em matéria de governação dos produtos e às regras aplicáveis ao pagamento ou receção de remunerações, comissões ou quaisquer benefícios monetários ou não monetários (JO L 87 de 31.3.2017, p. 500).

ou outros serviços de investimento ou auxiliares não deve ser considerado um incentivo. A fim de promover mais estudos de investimento sobre empresas na União, em especial as empresas de pequena e média capitalização, e para dar a essas empresas maior visibilidade e mais perspectivas de atrair potenciais investidores, é necessário introduzir algumas alterações nessa diretiva.

- (3) As disposições relativas aos estudos previstas na Diretiva 2014/65/UE exigem que as empresas de investimento separem os pagamentos que recebem como comissões de corretagem da remuneração obtida pela realização de estudos de investimento («regras de desagregação dos estudos») ou que paguem os estudos de investimento a partir dos seus próprios recursos e avaliem a qualidade dos estudos que adquirem com base em critérios de qualidade sólidos e a capacidade desses estudos contribuírem para melhores decisões de investimento. Em 2021, essas regras foram alteradas pela Diretiva (UE) 2021/338 do Parlamento Europeu e do Conselho³¹ para permitir pagamentos agregados de serviços de execução e de estudos para as empresas de pequena e média capitalização com uma capitalização bolsista abaixo de mil milhões de EUR. No entanto, o declínio dos estudos de investimento não abrandou.
- (4) A fim de revitalizar o mercado dos estudos de investimento e de assegurar uma cobertura suficiente dos estudos das empresas, nomeadamente das empresas de pequena e média capitalização, é necessária uma maior simplificação das regras de desagregação dos estudos. Ao aumentar o limiar de mil milhões de EUR para 10 mil milhões de EUR de capitalização bolsista das empresas abaixo do qual as regras de desagregação não são aplicáveis, mais empresas de pequena e média capitalização e, em especial, mais empresas de média capitalização, beneficiarão de uma maior cobertura de estudos, dando a essas empresas uma maior visibilidade em relação a potenciais investidores e aumentando assim a sua capacidade de angariar financiamento nos mercados.
- (5) Além disso, para continuar a apoiar a cobertura das empresas de pequena e média capitalização através dos estudos de investimento, os materiais de estudos pagos total ou parcialmente pelos emitentes devem ser designados como «estudos patrocinados por emitentes». Para assegurar um nível adequado de objetividade e de independência desses materiais de estudos, esses materiais devem ser elaborados em conformidade com um código de conduta desenvolvido ou aprovado por um operador de mercado registado num Estado-Membro ou por uma autoridade competente. A fim de apoiar uma maior visibilidade dos estudos patrocinados por emitentes, os emitentes devem ter a possibilidade de apresentar os seus estudos patrocinados por emitentes ao organismo de recolha competente, conforme definido³² no [artigo 2.º, ponto 2, da proposta de regulamento³³ relativo a um ponto de acesso único europeu].
- (6) A Diretiva 2014/65/UE introduziu a categoria de mercado de PME em crescimento para aumentar a visibilidade e o perfil dos mercados especializados em PME e promover o desenvolvimento de normas regulamentares comuns dos mercados especializados em PME na União. Os mercados de PME em crescimento

³¹ Diretiva (UE) 2021/338 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de fevereiro de 2021, que altera a Diretiva 2014/65/UE no respeitante aos requisitos de informação, à governação dos produtos e aos limites às posições e as Diretivas 2013/36/UE e (UE) 2019/878 no respeitante à sua aplicação às empresas de investimento a fim de contribuir para a recuperação na sequência da crise de COVID-19 (JO L 68 de 26.2.2021, p. 14).

³² Ver o artigo 2.º, ponto 2, da proposta de regulamento 2021/0378 (COD).

³³ Proposta de regulamento 2021/0378 (COD).

desempenham uma função essencial na facilitação do acesso dos emitentes de menor dimensão ao capital, satisfazendo as suas necessidades. Para promover o desenvolvimento desses mercados especializados e limitar os encargos de organização para os operadores de sistemas de negociação multilateral (MTF), é necessário permitir o registo de um segmento do MTF como um mercado de PME em crescimento, desde que esse segmento esteja claramente separado do resto do MTF.

- (7) A Diretiva 2001/34/CE do Parlamento Europeu e do Conselho³⁴ estabelece as regras relativas à admissão à cotação nos mercados da União. Essa diretiva visa coordenar as regras relativas à admissão de valores mobiliários à cotação oficial de uma bolsa de valores e à informação a publicar sobre esses valores, a fim de garantir uma proteção equivalente aos investidores a nível da União. Essa diretiva estabelece também as regras do quadro regulamentar e de supervisão dos mercados primários da União. Ao longo dos anos, a Diretiva 2001/34/CE foi alterada várias vezes de forma significativa. A Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho³⁵ e a Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho³⁶ substituíram a maior parte das disposições que harmonizam as condições para a prestação de informações relativas aos pedidos de admissão de valores mobiliários à cotação oficial de uma bolsa de valores e as informações sobre valores mobiliários admitidos à negociação, tendo tornado redundantes uma grande parte da Diretiva 2001/34/CE. A Diretiva 2001/34/CE, enquanto diretiva de harmonização mínima, confere aos Estados-Membros um poder discricionário bastante amplo para se desviarem das regras estabelecidas nessa diretiva, o que conduziu à fragmentação do mercado na União. Para impulsionar a harmonização do mercado a nível da União e criar um conjunto de regras único, deve revogar-se a Diretiva 2001/34/CE.
- (8) A Diretiva 2014/65/UE, tal como a Diretiva 2001/34/CE, prevê a regulamentação dos mercados de instrumentos financeiros e reforça a proteção dos investidores na União. A Diretiva 2014/65/UE também estabelece as regras relativas à admissão de instrumentos financeiros à negociação. Ao alargar o âmbito de aplicação da Diretiva 2014/65/UE para abranger as disposições específicas da Diretiva 2001/34/CE, tal assegurará que todas as disposições pertinentes da Diretiva 2001/34/CE são mantidas. Várias disposições da Diretiva 2001/34/CE, incluindo os requisitos em matéria de ações em circulação e capitalização bolsista que ainda são aplicáveis, são aplicadas pelas autoridades competentes e consideradas regras importantes na procura, por parte dos participantes no mercado, da admissão à negociação de ações nos mercados regulamentados na União. Por conseguinte, é necessário transferir essas regras da Diretiva 2014/65/UE para estabelecer, numa nova disposição dessa diretiva, condições mínimas específicas aplicáveis à admissão à negociação de ações nos mercados regulamentados. A aplicação dessa nova disposição deve complementar as disposições

³⁴ Diretiva 2001/34/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de maio de 2001, relativa à admissão de valores mobiliários à cotação oficial de uma bolsa de valores e à informação a publicar sobre esses valores (JO L 184 de 6.7.2001, p. 1).

³⁵ Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de novembro de 2003, relativa ao prospeto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação e que altera a Diretiva 2001/34/CE (JO L 345 de 31.12.2003, p. 64).

³⁶ Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de dezembro de 2004, relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado e que altera a Diretiva 2001/34/CE (JO L 390 de 31.12.2004, p. 38).

gerais relativas à admissão de instrumentos financeiros à negociação previstas na Diretiva 2014/65/UE.

- (9) Para proporcionar maior flexibilidade aos emitentes e para tornar os mercados de capitais da União mais competitivos, o requisito mínimo de ações em circulação deve ser reduzido para 10 %, que é um limiar que assegura um nível suficiente de liquidez no mercado. O requisito em matéria de ações em circulação estabelecido na Diretiva 2001/34/CE de que deve ser distribuído ao público um número suficiente de ações num ou mais Estados-Membros diz respeito ao público da União e do Espaço Económico Europeu (UE/EEE). Esta restrição geográfica do requisito em matéria de ações em circulação aplicável à UE/EEE não deve ser mantida, dado que a Diretiva 2014/65/UE não prevê tal restrição para os instrumentos financeiros admitidos à negociação. A exigência de que uma empresa tenha publicado ou arquivado as suas contas anuais durante um período específico não deve ser transferida para a Diretiva 2014/65/UE, uma vez que o Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho³⁷ já contém uma disposição para tal efeito. A Diretiva 2014/65/UE já estabelece disposições relativas à designação das autoridades competentes. Assim, as disposições previstas na Diretiva 2001/34/CE relativas à designação de uma ou mais autoridades competentes são redundantes. A exigência em matéria de valores mobiliários representativos de dívida de que o montante do empréstimo não pode ser inferior a 200 000 EUR é considerada obsoleta, tendo em conta as atuais práticas de mercado.
- (10) O conceito de «admissão de valores mobiliários à cotação oficial das bolsas de valores» previsto na Diretiva 2001/34/CE já não é frequentemente utilizado em virtude da evolução do mercado e porque a Diretiva 2014/65/UE já prevê o conceito de «admissão de instrumentos financeiros à negociação num mercado regulamentado». Os dois conceitos, ou seja, «admissão à cotação oficial» e «admissão à negociação num mercado regulamentado», são frequentemente utilizados de forma aleatória nalguns Estados-Membros. Isto indica que, nalguns Estados-Membros, não é feita qualquer distinção entre os dois conceitos. Além disso, o regime duplo de admissão à negociação, por um lado, e de admissão à cotação oficial, por outro, pode conduzir à insegurança jurídica a nível da União, em especial, devido ao facto de os requisitos previstos na Diretiva 2003/71/CE, na Diretiva 2004/109/CE e na Diretiva 2014/57/UE do Parlamento Europeu e do Conselho³⁸ não serem aplicáveis aos instrumentos admitidos à cotação oficial, mas serem aplicáveis aos instrumentos admitidos à negociação num mercado regulamentado.
- (11) Para aumentar a visibilidade das empresas cotadas, nomeadamente das PME, e para adaptar as condições de admissão à cotação a fim de melhorar os requisitos aplicáveis aos emitentes, deve ser delegado na Comissão o poder de adotar atos em conformidade com o artigo 290.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia no que respeita à alteração da Diretiva 2014/65/UE. O limiar de capitalização bolsista para as empresas deve ser adaptado a fim de permitir reagregar as comissões de execução da admissão à negociação e os custos dos estudos para abranger as empresas de pequena

³⁷ Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, relativo ao prospeito a publicar em caso de oferta de valores mobiliários ao público ou da sua admissão à negociação num mercado regulamentado, e que revoga a Diretiva 2003/71/CE (JO L 168 de 30.6.2017, p. 12).

³⁸ Diretiva 2014/57/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, relativa às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado) (JO L 173 de 12.6.2014, p. 179).

e média capitalização e proporcionar um quadro para o desenvolvimento de uma forma específica de estudo pago pelo emitente. A adaptação das regras de cotação na União deve também refletir as práticas de mercado para que seja eficaz e promova a concorrência. É particularmente importante que a Comissão realize consultas adequadas durante os seus trabalhos preparatórios, inclusive ao nível de peritos, e que essas consultas sejam conduzidas de acordo com os princípios estabelecidos no Acordo Interinstitucional, de 13 de abril de 2016, sobre legislar melhor³⁹. Em especial, para assegurar a igualdade de participação na preparação dos atos delegados, o Parlamento Europeu e o Conselho recebem todos os documentos ao mesmo tempo que os peritos dos Estados-Membros, e os respetivos peritos têm sistematicamente acesso às reuniões dos grupos de peritos da Comissão que tratam da elaboração dos atos delegados.

- (12) Por conseguinte, a Diretiva 2014/65/UE deve ser alterada em conformidade.
- (13) Atendendo a que os objetivos da presente diretiva, a saber, facilitar o acesso das empresas de pequena e média capitalização da União aos mercados de capitais e aumentar a coerência das regras de cotação da União, não podem ser suficientemente alcançados pelos Estados-Membros, mas podem, devido às suas melhorias e aos seus efeitos, ser mais bem alcançados ao nível da União, a União pode tomar medidas, em conformidade com o princípio da subsidiariedade consagrado no artigo 5.º do Tratado da União Europeia. Em conformidade com o princípio da proporcionalidade consagrado no mesmo artigo, a presente diretiva não excede o necessário para alcançar esses objetivos,

ADOTARAM A PRESENTE DIRETIVA:

Artigo 1.º
Alteração da Diretiva 2014/65/UE

A Diretiva 2014/65/UE é alterada do seguinte modo:

- (1) No artigo 4.º, n.º 1, o ponto 12 passa a ter a seguinte redação:
 - «12) «Mercado de PME em crescimento»: um MTF, ou um segmento de um MTF, registado como mercado de PME em crescimento, nos termos do artigo 33.º;»;
- (2) O artigo 24.º é alterado do seguinte modo:
 - (a) São aditados os seguintes n.ºs 3-A a 3-D:
 - «3-A. Os estudos fornecidos por terceiros às empresas de investimento que prestam serviços de gestão de carteiras ou outros serviços de investimento ou auxiliares e os estudos elaborados e distribuídos por essas empresas devem ser corretos, claros e não induzir em erro. Os estudos devem ser claramente identificados como tal ou por expressões análogas, desde que sejam respeitadas todas as condições aplicáveis aos estudos.
 - 3-B. Se os estudos forem pagos, total ou parcialmente, pelo emitente e divulgados ao público ou às empresas de investimento ou aos clientes das empresas de investimento que prestam serviços de gestão de carteiras ou outros serviços de investimento ou auxiliares, esses estudos são

³⁹ JO L 123 de 12.5.2016, p. 1.

designados como «estudos patrocinados por emitentes», desde que sejam elaborados em conformidade com um código de conduta desenvolvido ou aprovado por um operador de mercado registado num Estado-Membro ou por uma autoridade competente.

O código de conduta deve estabelecer as normas mínimas de independência e objetividade a respeitar pelos fornecedores desses estudos. O operador de mercado ou a autoridade competente devem publicar o código de conduta no seu sítio Web e proceder à sua revisão e aprovação de dois em dois anos.

3-C. Os Estados-Membros devem assegurar que qualquer emitente pode apresentar os seus estudos patrocinados por emitentes, conforme referido no n.º 3-B do presente artigo, ao organismo de recolha competente, tal como definido no [artigo 2.º, ponto 2, da proposta de regulamento relativo a um ponto de acesso único europeu]⁴⁰.

3-D. Os estudos designados como «estudos patrocinados por emitentes» devem indicar, na primeira página, de forma clara e visível, que foram elaborados em conformidade com um código de conduta. Também deve ser mencionado o nome do operador de mercado ou da autoridade competente que desenvolveu ou aprovou esse código de conduta. Quaisquer outros materiais de estudos pagos total ou parcialmente pelo emitente, mas que não tenham sido elaborados em conformidade com um código de conduta, referido no n.º 3-B, são designados como comunicação comercial.»;

(b) No n.º 9-A, a alínea c) passa a ter a seguinte redação:

«c) O estudo para o qual existem custos combinados ou o pagamento conjunto é efetuado disserem respeito a emitentes cuja capitalização bolsista nos 36 meses anteriores à realização do estudo não tenha excedido 10 mil milhões de EUR, com base em cotações de fim de exercício no que respeita aos anos em que esses emitentes estão ou estiveram cotados, ou nos capitais próprios para os exercícios em que esses emitentes não estão ou não estiveram cotados.»;

(3) O artigo 33.º é alterado do seguinte modo:

(a) Os n.ºs 1 e 2 passam a ter a seguinte redação:

«1. Os Estados-Membros preveem que o operador de um MTF possa solicitar à sua autoridade competente do país de origem o registo do MTF, ou de um segmento do mesmo, como mercado de PME em crescimento.

2. Os Estados-Membros preveem que a autoridade competente do país de origem possa registar o MTF, ou um segmento do mesmo, como um mercado de PME em crescimento, se a autoridade competente receber o pedido referido no n.º 1 e se considerar que as exigências estabelecidas no n.º 3 estão respeitadas em relação ao MTF ou que as exigências estabelecidas no n.º 3-A estão respeitadas em relação a um segmento do MTF.»;

(b) É aditado o seguinte n.º 3-A:

⁴⁰

Proposta de regulamento 2021/0378 (COD).

«3-A. Os Estados-Membros asseguram que o segmento pertinente do MTF é sujeito a regras, sistemas e procedimentos eficazes que garantam o respeito das condições referidas no n.º 3 e de todas as condições que se seguem:

- a) O segmento do MTF registado como «mercado de PME em crescimento» está claramente separado dos outros segmentos do mercado operados pelo operador do MTF, que é indicado, entre outros elementos, por um nome diferente, um conjunto de regras diferente, uma estratégia de comercialização diferente e publicidade diferente, bem como pela atribuição específica do código de identificação do mercado ao segmento do mercado de PME em crescimento;
 - b) As transações efetuadas no segmento específico do mercado de PME em crescimento distinguem-se claramente das outras atividades de mercado realizadas nos outros segmentos do MTF;
 - c) A pedido da autoridade competente do país de origem do MTF, o MTF fornece uma lista exaustiva dos instrumentos indicados no segmento do mercado de PME em crescimento em causa, bem como quaisquer informações sobre o funcionamento do segmento do mercado de PME em crescimento que a autoridade competente possa solicitar.»;
- (c) Os n.ºs 4 a 6 passam a ter a seguinte redação:
- «4. Os critérios estabelecidos nos n.ºs 3 e 3-A não prejudicam o cumprimento pela empresa de investimento ou pelo operador de mercado que opere o MTF, ou um segmento do mesmo, de outras obrigações previstas na presente diretiva, que sejam pertinentes para o funcionamento dos MTF.
5. Os Estados-Membros preveem a possibilidade de a autoridade competente do país de origem cancelar o registo de um MTF, ou de um segmento do mesmo, inscrito como mercado de PME em crescimento em qualquer dos seguintes casos:
- a) A empresa de investimento ou o operador de mercado que opere o MTF, ou um segmento do mesmo, solicita o cancelamento do registo;
 - b) Os requisitos constantes dos n.ºs 3 ou 3-A deixam de ser cumpridos em relação ao MTF ou a um segmento do mesmo.
6. Os Estados-Membros exigem que, no caso de a autoridade competente do país de origem registar ou cancelar o registo de um MTF, ou de um segmento do mesmo, inscrito como mercado de PME em crescimento nos termos do presente artigo, essa autoridade notifique o mais rapidamente possível a ESMA desse facto. A ESMA publica no seu sítio Web a lista dos mercados de PME em crescimento, mantendo-a atualizada.»;
- (d) O n.º 8 passa a ter a seguinte redação:
- «8. A Comissão fica habilitada a adotar atos delegados, nos termos do artigo 89.º, para completar a presente diretiva, especificando mais pormenorizadamente os requisitos estabelecidos nos n.ºs 3 e 3-A do presente artigo. Esses requisitos têm em conta a necessidade de assegurar elevados níveis de proteção dos investidores para promover a confiança dos investidores nesses mercados, minimizando ao mesmo tempo os encargos administrativos para os emitentes no mercado. Também devem ter em conta que não ocorrem cancelamentos nem que são recusados registos unicamente com fundamento no

incumprimento temporário do requisito estabelecido no n.º 3, alínea a), do presente artigo.»;

- (4) É inserido o seguinte artigo 51.º-A:

«Artigo 51.º-A

Condições específicas relativas à admissão à negociação de ações

1. Os Estados-Membros exigem que a capitalização previsível na bolsa das ações que são objeto do pedido de admissão à negociação, ou se ela não puder ser determinada, o capital e reservas da empresa, incluindo os resultados do último exercício, devem ser, pelo menos, de 1 000 000 de EUR ou um valor equivalente em moeda nacional diferente do euro.
2. No entanto, o n.º 1 não é aplicável à admissão à negociação de ações fungíveis com ações que já tenham sido admitidas à negociação.
3. Se, na sequência de ajustamentos do valor equivalente em euros na moeda nacional, a capitalização bolsista, expressa em moeda nacional, for cerca de, pelo menos, 10 % do valor de 1 000 000 de EUR durante o período de um ano, o Estado-Membro deve, no prazo de 12 meses a contar do termo desse período, adaptar as suas disposições legislativas, regulamentares e administrativas para dar cumprimento ao disposto no n.º 1.
4. Os Estados-Membros exigem que os mercados regulamentados garantam que, em qualquer momento, pelo menos 10 % do capital subscrito representado por essa categoria de ações objeto do pedido de admissão à negociação seja detido pelo público.
5. Quando a percentagem de ações detidas pelo público for inferior a 10 % do capital subscrito, os Estados-Membros asseguram que os mercados regulamentados exigem que seja efetuada uma difusão de um número suficiente de ações entre o público para satisfazer o requisito estabelecido no n.º 4.
6. No caso de pedido de admissão à negociação de ações fungíveis com ações que já tenham sido admitidas à negociação, os mercados regulamentados avaliam, para satisfazer o requisito estabelecido no n.º 4, se foi efetuada uma difusão de um número suficiente de ações entre o público em relação a todas as ações emitidas e não apenas em relação às ações fungíveis com ações que já tenham sido admitidas à negociação.
7. A Comissão está habilitada a adotar atos delegados, nos termos do artigo 89.º, para alterar a presente diretiva, modificando os limiares referidos nos n.ºs 1 e 3 ou nos n.ºs 4 e 5 ou em ambos, quando os limiares aplicáveis impeçam a liquidez nos mercados acionistas, tendo em conta a evolução financeira.»;

- (5) O artigo 89.º é alterado do seguinte modo:

- (a) Os n.ºs 2 e 3 passam a ter a seguinte redação:

«2. A delegação de poderes referida no artigo 2.º, n.º 3, no artigo 2.º, n.º 4, no artigo 4.º, n.º 1, ponto 2, segundo parágrafo, no artigo 4.º, n.º 2, no artigo 13.º, n.º 1, no artigo 16.º, n.º 12, no artigo 23.º, n.º 4, no artigo 24.º, n.º 13, no artigo 25.º, n.º 8, no artigo 27.º, n.º 9, no artigo 28.º, n.º 3, no artigo 30.º, n.º 5, no artigo 31.º, n.º 4, no artigo 32.º, n.º 4, no artigo 33.º, n.º 8, no artigo 51.º-A, n.º 7, no artigo 52.º, n.º 4, no artigo 54.º, n.º 4, no artigo 58.º, n.º 6, no

artigo 64.º, n.º 7, no artigo 65.º, n.º 7, e no artigo 79.º, n.º 8, é conferida à Comissão por prazo indeterminado.

3. A delegação de poderes referida no artigo 2.º, n.º 3, no artigo 2.º, n.º 4, no artigo 4.º, n.º 1, ponto 2, segundo parágrafo, no artigo 4.º, n.º 2, no artigo 13.º, n.º 1, no artigo 16.º, n.º 12, no artigo 23.º, n.º 4, no artigo 24.º, n.º 13, no artigo 25.º, n.º 8, no artigo 27.º, n.º 9, no artigo 28.º, n.º 3, no artigo 30.º, n.º 5, no artigo 31.º, n.º 4, no artigo 32.º, n.º 4, no artigo 33.º, n.º 8, no artigo 51.º-A, n.º 7, no artigo 52.º, n.º 4, no artigo 54.º, n.º 4, no artigo 58.º, n.º 6, no artigo 64.º, n.º 7, no artigo 65.º, n.º 7, e no artigo 79.º, n.º 8, pode ser revogada em qualquer momento pelo Parlamento Europeu ou pelo Conselho. A decisão de revogação põe termo à delegação dos poderes nela especificados. A decisão de revogação produz efeitos a partir do dia seguinte ao da sua publicação no *Jornal Oficial da União Europeia* ou numa data posterior nela especificada. A decisão de revogação não afeta os atos delegados já em vigor.»;

(b) O n.º 5 passa a ter a seguinte redação:

«5. Os atos delegados adotados nos termos do artigo 2.º, n.º 3, do artigo 2.º, n.º 4, do artigo 4.º, n.º 1, ponto 2, segundo parágrafo, do artigo 4.º, n.º 2, do artigo 13.º, n.º 1, do artigo 16.º, n.º 12, do artigo 23.º, n.º 4, do artigo 24.º, n.º 13, do artigo 25.º, n.º 8, do artigo 27.º, n.º 9, do artigo 28.º, n.º 3, do artigo 30.º, n.º 5, do artigo 31.º, n.º 4, do artigo 32.º, n.º 4, do artigo 33.º, n.º 8, do artigo 51.º-A, n.º 7, do artigo 52.º, n.º 4, do artigo 54.º, n.º 4, do artigo 58.º, n.º 6, do artigo 64.º, n.º 7, do artigo 65.º, n.º 7, ou do artigo 79.º, n.º 8, só entram em vigor se não tiverem sido formuladas objeções pelo Parlamento Europeu ou pelo Conselho no prazo de três meses a contar da notificação desse ato ao Parlamento Europeu e ao Conselho, ou se, antes do termo desse prazo, o Parlamento Europeu e o Conselho tiverem informado a Comissão de que não têm objeções a formular. O referido prazo é prorrogado por três meses por iniciativa do Parlamento Europeu ou do Conselho.».

Artigo 2.º

Revogação da Diretiva 2001/34/CE

A Diretiva 2001/34/CE é revogada a partir de ... [OP: Inserir a data correspondente a 24 meses a contar da data de entrada em vigor da presente diretiva].

Artigo 3.º

Transposição

1. Os Estados-Membros devem adotar e publicar, o mais tardar até ... [OP: Inserir a data correspondente a 12 meses a contar da data de entrada em vigor da presente diretiva], as disposições legislativas, regulamentares e administrativas necessárias para dar cumprimento à presente diretiva. Os Estados-Membros devem comunicar imediatamente à Comissão o texto dessas disposições.

Os Estados-Membros devem aplicar as referidas disposições a partir de ... [OP: Inserir a data correspondente a 18 meses a contar da data de entrada em vigor da presente diretiva].

As disposições adotadas pelos Estados-Membros devem fazer referência à presente diretiva ou ser acompanhadas dessa referência aquando da sua publicação oficial. As modalidades desta referência são estabelecidas pelos Estados-Membros.

2. Os Estados-Membros devem comunicar à Comissão o texto das principais disposições de direito interno que adotarem no domínio abrangido pela presente diretiva.

Artigo 4.º

Entrada em vigor

A presente diretiva entra em vigor no vigésimo dia seguinte ao da sua publicação no *Jornal Oficial da União Europeia*.

Artigo 5.º

Destinatários

Os destinatários da presente diretiva são os Estados-Membros.

Feito em Bruxelas, em

Pelo Parlamento Europeu
A Presidente

Pelo Conselho
O Presidente