

Bruxelles, 8 decembrie 2022
(OR. en)

15834/22

**Dosar interinstituțional:
2022/0405 (COD)**

EF 369
ECOFIN 1299
CODEC 1970

NOTĂ DE ÎNȘOȚIRE

Sursă:	Secretara Generală a Comisiei Europene, sub semnătura dnei Martine DEPREZ, Directoare
Data primirii:	8 decembrie 2022
Destinatar:	Dna Thérèse BLANCHET, Secretară Generală a Consiliului Uniunii Europene
Nr. doc. Csie:	COM(2022) 760 final
Subiect:	Propunere de DIRECTIVĂ A PARLAMENTULUI EUROPEAN ȘI A CONSILIULUI de modificare a Directivei 2014/65/UE pentru a face piețele publice de capital din Uniune mai atractive pentru întreprinderi și a facilita accesul la capital al întreprinderilor mici și mijlocii și de abrogare a Directivei 2001/34/CE

În anexă, se pune la dispoziția delegațiilor documentul COM(2022) 760 final.

Anexă: COM(2022) 760 final



COMISIA
EUROPEANĂ

Bruxelles, 7.12.2022
COM(2022) 760 final

2022/0405 (COD)

Propunere de

DIRECTIVĂ A PARLAMENTULUI EUROPEAN ȘI A CONSILIULUI

**de modificare a Directivei 2014/65/UE pentru a face piețele publice de capital din
Uniune mai atractive pentru întreprinderi și a facilita accesul la capital al
întreprinderilor mici și mijlocii și de abrogare a Directivei 2001/34/CE**

(Text cu relevanță pentru SEE)

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

EXPUNERE DE MOTIVE

1. CONTEXTUL PROPUNERII

- **Motivele și obiectivele propunerii**

Contextul politic

Prezenta propunere face parte din pachetul de acte legislative privind cotarea, un set de măsuri menite să sporească atractivitatea piețelor publice pentru întreprinderile din UE și să faciliteze accesul întreprinderilor mici și mijlocii (IMM-uri) la capital. Propunerea este în conformitate cu obiectivul principal al uniunii piețelor de capital (UPC) de a îmbunătăți accesul întreprinderilor din UE, inclusiv al întreprinderilor mai mici, la surse de finanțare bazate pe piață în fiecare etapă a dezvoltării lor. Întreprinderile cotate la bursă, inclusiv cele cotate recent, depășesc adesea întreprinderile private în ceea ce privește creșterea anuală a veniturilor și crearea de locuri de muncă¹. Prin cotarea pe piețele publice, întreprinderile își pot diversifica baza de investitori, își pot reduce dependența de creditele bancare, pot obține acces mai ușor și mai ieftin la capital propriu suplimentar și la finanțare prin îndatorare (prin oferte secundare), pot deveni mai vizibile pentru public și pot spori nivelul de recunoaștere a mărcilor.

De la publicarea primului plan de acțiune privind UPC în 2015, s-au înregistrat progrese în direcția unui acces mai ușor și mai puțin costisitor al întreprinderilor, în special al IMM-urilor, la piețele publice. În ianuarie 2018, Directiva 2014/65/UE a Parlamentului European și a Consiliului (MiFID II)² a introdus o nouă categorie de sisteme multilaterale de tranzacționare (*Multilateral Trading Facility* – MTF), și anume piețele de creștere pentru IMM-uri³, pentru a stimula accesul IMM-urilor la piețele de capital. În 2019, prin Regulamentul (UE) 2019/2115 al Parlamentului European și al Consiliului⁴ (denumit în

¹ *Empowering EU capital markets for SMEs - Making listing cool again* (Capacitarea piețelor de capital ale UE pentru IMM-uri – Cotarea la bursă revine la modă) [Raportul final al Grupului de experți tehnici al părților interesate (TESG) privind IMM-urile, mai 2021]. Oxera Consulting LPP, *Primary and secondary equity markets in EU, Final report* (Raportul final privind piețele de capital primare și secundare din UE), noiembrie 2020, [Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf](#).

² Directiva 2014/65/UE a Parlamentului European și a Consiliului din 15 mai 2014 privind piețele instrumentelor financiare și de modificare a Directivei 2002/92/CE și a Directivei 2011/61/UE (reformare) (JO L 173, 12.6.2014, p. 349).

³ Pentru ca un MTF să se califice drept piață de creștere pentru IMM-uri, trebuie ca cel puțin 50 % dintre emitenții ale căror instrumente financiare sunt tranzacționate în cadrul MTF-ului să fie IMM-uri, definite în MiFID II drept societăți cu o capitalizare bursieră medie mai mică de 200 de milioane EUR. Pentru a asigura un nivel adecvat de protecție a investitorilor, este de asemenea necesar ca normele de cotare pe piețele de creștere pentru IMM-uri să respecte anumite standarde de calitate, printre care se numără necesitatea de a elabora un document de admitere corespunzător (în cazul în care nu este obligatoriu un prospect) și de a respecta obligația privind raportarea financiară periodică. Cadrul privind piețele de creștere pentru IMM-uri a fost elaborat pentru a recunoaște într-un grad mai mare nevoile speciale ale IMM-urilor care intră pentru prima dată pe piețele publice de capital și de obligațiuni.

⁴ Regulamentul (UE) 2019/2115 al Parlamentului European și al Consiliului din 27 noiembrie 2019 de modificare a Directivei 2014/65/UE și a Regulamentelor (UE) nr. 596/2014 și (UE) 2017/1129 în ceea ce privește promovarea utilizării piețelor de creștere pentru IMM-uri (JO L 320, 11.12.2019, p. 1).

continuare „Actul legislativ privind cotarea IMM-urilor”) au fost stabilite noi norme ale UE menite să reducă birocratia și sarcina normativă pentru întreprinderile cotate pe piețele de creștere pentru IMM-uri, menținându-se totodată un nivel ridicat de protecție a investitorilor și de integritate a pieței. Și totuși, în pofida acestor progrese, părțile interesate susțin că sunt necesare măsuri de reglementare suplimentare pentru a simplifica procesul de cotare și pentru a-l face mai flexibil pentru emitenți.

În noul plan de acțiune privind UPC, adoptat în septembrie 2020, s-au anunțat următoarele: „Pentru a promova și a diversifica accesul la finanțare al întreprinderilor mici și inovatoare, Comisia va urmări să simplifice normele de cotare pe piețele publice.” Ca urmare a acestui anunț și pe baza Actului legislativ din 2019 privind cotarea IMM-urilor, Comisia a înființat un Grup de experți tehnici al părților interesate (TESG) privind IMM-urile, care a confirmat preocupările părților interesate cu privire la necesitatea unor acțiuni legislative suplimentare pentru a sprijini cotarea a întreprinderilor, în special a IMM-urilor. În raportul său final⁵ din mai 2021, TESG a formulat 12 recomandări de modificare a cadrului de cotare atât pe piețele reglementate, cât și pe piețele de creștere pentru IMM-uri.

La 15 septembrie 2021, președinta Von der Leyen a anunțat în scrisoarea sa de intenție⁶ adresată Parlamentului și Președinției Consiliului o propunere legislativă de facilitare a accesului IMM-urilor la capital, care a fost inclusă în programul de lucru al Comisiei pentru 2022⁷.

Decizia unei întreprinderi de a fi cotată la bursă este complexă și este influențată de o multitudine de factori, dintre care mulți sunt în afara sferei de acțiune a autorităților de reglementare și, prin urmare, nu pot fi abordați direct prin legislație. De exemplu, factorii care afectează costul serviciilor de cotare și, într-un context mai larg, instabilitatea geopolitică, Brexitul, pandemia de COVID-19 și inflația au avut (și este posibil să aibă în continuare) un impact asupra deciziei de cotare, asupra momentului cotării și asupra oportunității de a rămâne cotată în UE. Cerințele de reglementare, împreună cu costurile și sarcinile aferente, reprezintă însă și ele un factor major în decizia unei întreprinderi de a fi și a rămâne cotată la bursă. Pachetul de acte legislative privind cotarea prezintă un set specific de măsuri, care sunt menite: (i) să reducă sarcina normativă atunci când aceasta este considerată excesivă (adică atunci când reglementarea ar putea contribui la protecția investitorilor/integritatea pieței într-un mod mai eficient din punctul de vedere al costurilor pentru părțile interesate); (ii) și să sporească flexibilitatea acordată fondatorilor sau acționarilor majoritari ai unei întreprinderi, în temeiul dreptului societăților comerciale, de a alege modul de distribuire a drepturilor de vot după admiterea acțiunilor la tranzacționare.

⁵ Raportul final al Grupului de experți tehnici al părților interesate (TESG) privind IMM-urile – *Empowering EU capital markets - Making listing cool again* (Capacitatea piețelor de capital ale UE pentru IMM-uri – Cotarea la bursă revine la modă) (europa.eu).

⁶ A se vedea p. 4: *state_of_the_union_2021_letter_of_intent_ro.pdf* (europa.eu).

⁷ Comunicarea Comisiei către Parlamentul European, Consiliu, Comitetul Economic și Social European și Comitetul Regiunilor: Programul de lucru al Comisiei pentru 2022. Împreună pentru o Europă mai puternică, COM(2021) 645 final cwp2022_ro.pdf (europa.eu).

Cadrul de reglementare care se aplică procesului de cotare este multidimensional. Întreprinderile trebuie să respecte cerințele de reglementare înainte, în timpul și după oferta publică inițială (OPI). Propunerea de directivă este însoțită de alte două propuneri legislative, toate făcând parte din pachetul legislativ privind cotarea: (i) o propunere de regulament de modificare a Regulamentului privind prospectul și a Regulamentului privind abuzul de piață, care vizează simplificarea și clarificarea cerințelor de cotare aplicabile pe piețele primare și secundare, menținând totodată un nivel adecvat de protecție a investitorilor și de integritate a pieței; și (ii) o propunere de directivă privind structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple, menită să abordeze barierele de reglementare care apar în etapa premergătoare OPI, în special oportunitățile inegale cu care se confruntă pe care le au întreprinderile de pe cuprinsul UE atunci când aleg structurile de guvernare adecvate la momentul cotării.

Motivul propunerii

Societățile cotate, în special IMM-urile, trebuie să se facă cunoscute potențialilor investitori: nivelul actual scăzut al cercetării privind investițiile în astfel de emitenți, determinat de mulți factori subiacenți, conduce la o vizibilitate scăzută a acestora și la un interes scăzut al investitorilor, limitând și mai mult lichiditatea pentru societățile deja cotate.

Conform MiFID II și Directivei delegate (UE) 2017/593 a Comisiei⁸, în cazul în care cercetarea pentru investiții este furnizată de părți terțe firmelor de investiții în legătură cu servicii de executare/brokeraj, aceasta nu este considerată stimulent dacă este primită în schimbul: (i) unei plăți directe efectuate de firma de investiții din resursele sale proprii; sau (ii) al unei plăți dintr-un cont separat de plăți pentru cercetare care este controlat de firmă, dacă sunt îndeplinite mai multe condiții (cunoscute sub denumirea de „norme privind separarea”). După câțiva ani de aplicare, succesul normelor privind separarea este discutabil.

Normele privind separarea par să-și fi îndeplinit unele dintre obiective, de exemplu gestionarea mai bună a conflictelor de interese, limitarea supraproduției de cercetare privind acțiunile foarte lichide și îmbunătățirea transparenței costurilor asociate furnizării de servicii de cercetare. Totuși, normele nu au contribuit la creșterea numărului de furnizori independenți de servicii de cercetare pentru investiții. Dimpotrivă, în urma introducerii normelor privind separarea, cercetarea independentă a devenit nesustenabilă din cauza prețurilor mici practicate de unii furnizori de servicii de cercetare mai mari.

Dovezile sugerează și posibilitatea ca normele privind separarea să fi afectat disponibilitatea generală a serviciilor de cercetare, în special în cazul întreprinderilor cu capitalizare mică și medie, și să fi condus la reducerea infrastructurii de cercetare de piață, ceea ce este în detrimentul unei piețe competitive și diversificate a analiștilor. Brokerii din UE, care în trecut furnizau servicii de cercetare privind IMM-urile ca parte a serviciilor lor de investiții „grupate”, și-au redus capacitățile alocate IMM-urilor în urma deciziei de a nu transfera costurile cercetării către clienții lor. Segmentul întreprinderilor cu capitalizare mică și medie cotate la bursă a fost afectat în mod deosebit, deoarece plățile grupate făceau posibil ca plățile pentru cercetarea întreprinderilor mari să fie folosite pentru cercetări privind întreprinderile cu

⁸ Directiva delegată (UE) 2017/593 a Comisiei din 7 aprilie 2016 de completare a Directivei 2014/65/UE a Parlamentului European și a Consiliului în ceea ce privește protejarea instrumentelor financiare și a fondurilor care aparțin clienților, obligațiile de guvernare a produsului și normele aplicabile la acordarea sau primirea de onorarii, comisioane sau alte tipuri de beneficii pecuniare sau nepecuniare (JO L 87, 31.3.2017, p. 500).

capitalizare mică și medie. Per ansamblu, mai multe sondaje arată că acoperirea IMM-urilor a scăzut semnificativ sau chiar a dispărut complet în anii de după intrarea în vigoare a normelor privind separarea. Astfel, piața de cercetare „separată” a devenit și mai concentrată și s-a redus diversitatea și amploarea serviciilor de cercetare oferite.

Deși normele privind separarea au fost concepute pentru a rupe legătura dintre comisioanele de brokeraj și cercetarea pentru investiții, precum și pentru a crea un „preț” al cercetării pentru investiții, în realitatea separarea nu a dat posibilitatea stabilirii independente a prețului cercetării și nici nu a deschis această piață pentru furnizorii independenți (care nu sunt brokeri). Cel mai important aspect este acela că normele privind separarea nu au împiedicat evoluția negativă a activității de cercetare care urmărea întreprinderile cu capitalizare mică și medie și nu au condus la apariția unor furnizori de servicii de cercetare independenți, centrați pe IMM-uri.

În 2021, normele privind separarea au fost modificate pentru prima dată, ca parte a unui efort mai general depus în contextul CMRP⁹ de a contribui la redresarea în urma crizei COVID-19, care a forțat întreprinderile să se bazeze mai mult pe datorii, slăbindu-le structurile de finanțare. Într-o situație în care întreprinderile aveau nevoie urgentă de recapitalizare, necesitatea de a crește vizibilitatea întreprinderilor din UE, în special a întreprinderilor cu capitalizare mică și medie, a fost considerată fundamentală, iar costul implicit al inexistenței activităților de cercetare a fost și mai mare. În acest context, CMRP, aplicabil de la 28 februarie 2022, a încercat să îmbunătățească nivelul activităților de cercetare privind întreprinderile cu capitalizare mică și medie¹⁰ prin acordarea unei derogări de la normele privind separarea în cazul cercetărilor pentru investiții care vizează emitenți a căror capitalizare bursieră nu a depășit 1 miliard EUR în perioada de 36 de luni anterioară furnizării serviciilor de cercetare, făcând astfel posibilă, în astfel de cazuri, o plată comună pentru executarea tranzacțiilor și serviciile de cercetare. Cu toate că această măsură a fost salutăată pe scară largă, ea nu a remediat suficient problema. Deoarece multe firme de investiții și numeroși brokeri oferă servicii unor întreprinderi de dimensiuni diferite (și cu capitalizare diferită), inclusiv celor care depășesc capitalizarea de 1 miliard EUR prevăzută în CMRP, firmele de investiții și brokerii respectivi au decis să nu introducă două sisteme paralele de facturare a serviciilor de cercetare, menținând abordarea separată pentru toți clienții. Prin urmare, modificarea din CMRP nu și-a atins pe deplin obiectivul de a sprijini cercetarea

⁹ Directiva (UE) 2021/338 a Parlamentului European și a Consiliului din 16 februarie 2021 de modificare a Directivei 2014/65/UE în ceea ce privește cerințele în materie de informații, guvernanța produselor și limitele pozițiilor, precum și a Directivelor 2013/36/UE și (UE) 2019/878 în ceea ce privește aplicarea acestora în cazul firmelor de investiții, pentru a contribui la redresarea în urma crizei provocate de COVID-19.

¹⁰ În considerentul 8 din CMRP [Directiva (UE) 2021/338 a Parlamentului European și a Consiliului din 16 februarie 2021 de modificare a Directivei 2014/65/UE în ceea ce privește cerințele în materie de informații, guvernanța produselor și limitele pozițiilor, precum și a Directivelor 2013/36/UE și (UE) 2019/878 în ceea ce privește aplicarea acestora în cazul firmelor de investiții, pentru a contribui la redresarea în urma crizei provocate de COVID-19] se afirmă următoarele: „În perioada imediat următoare pandemiei de COVID-19, emitenții și, în special, întreprinderile cu capitalizare mică și medie trebuie să fie sprijinite de piețe de capital puternice. Cercetarea privind emitenții cu capitalizare mică și medie este esențială pentru a ajuta emitenții să stabilească o legătură cu investitorii. Cercetarea respectivă crește vizibilitatea emitenților și, astfel, asigură un nivel suficient de investiții și lichidități. Firmele de investiții ar trebui să fie autorizate să plătească în comun pentru furnizarea de servicii de cercetare și de servicii de executare, în anumite condiții.”

privind întreprinderile cu capitalizare mică și medie, în acest context fiind necesară o revizuire legislativă suplimentară.

Pe lângă modificările aduse regimului de separare a serviciilor de cercetare, propunerea introduce un număr limitat de modificări ale cadrului legislativ care reglementează piața de creștere pentru IMM-uri, o categorie de MTF-uri create în temeiul MiFID II pentru a spori vizibilitatea și profilul IMM-urilor, precum și pentru a sprijini dezvoltarea unor standarde de reglementare comune în UE pentru piețele specializate în IMM-uri¹¹.

În sfârșit, propunerea urmărește, de asemenea, abrogarea Directivei privind cotarea. Directiva privind cotarea, o directivă de armonizare minimă adoptată în 2001, a oferit baza pentru cotarea pe piețele UE înainte de adoptarea Directivei privind prospectul¹² și a Directivei privind transparența¹³, care au înlocuit ulterior majoritatea dispozițiilor de armonizare a condițiilor de furnizare a informațiilor privind cererile de admitere a valorilor mobiliare la cotare și a informațiilor privind valorile mobiliare admise la tranzacționare. MiFID a introdus noțiunea de „admitere a instrumentelor financiare la tranzacționare pe o piață reglementată”. Analiza Comitetului permanent pentru piețele valorilor mobiliare al ESMA cu privire la punerea în aplicare a Directivei privind cotarea a constatat că multe state membre nu mai aplică în legislația națională conceptele utilizate în Directiva privind cotarea¹⁴. În plus, statele membre care aplică în continuare noțiunile respective în legislația națională dispun de o marjă de apreciere destul de largă, care le permite să se abată de la normele prevăzute în Directiva privind cotarea pentru a ține seama de condițiile de piață specifice locale. În prezent, în unele state membre cele două concepte, „admitere la cotarea oficială” și „admitere la tranzacționare pe o piață reglementată”, sunt adesea utilizate alternativ. Regimul dual al admiterii la tranzacționare, pe de o parte, și al admiterii la cotarea oficială, pe de altă parte, ar putea conduce la insecuritate juridică la nivelul UE, în special din cauza faptului că cerințele privind transparența și abuzul de piață, care urmăresc să protejeze investitorii și să asigure integritatea pieței, nu se aplică în prezent instrumentelor admise la cotare oficială, dar se aplică instrumentelor admise la tranzacționare pe o piață reglementată.

Obiectivele propunerii

Obiectivul general al prezentei propunerii este de a introduce ajustări specifice ale cadrului de reglementare al UE pentru a spori vizibilitatea societăților cotate, în special a IMM-urilor, și pentru a simplifica procesul de cotare în vederea sporirii clarității juridice.

¹¹ În aprilie 2021, ESMA a publicat raportul său final privind funcționarea regimului pentru piețele de creștere pentru IMM-uri, care a concluzionat că acest nou regim a avut relativ succes, la momentul publicării raportului 17 MTF-uri fiind înregistrate ca piețe de creștere pentru IMM-uri. Raport disponibil la adresa: [final_report_on_sme_gms_-_mifid_ii.pdf](#) (europa.eu).

¹² Directiva 2003/71/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 4 noiembrie 2003 privind prospectul care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau pentru admiterea valorilor mobiliare la tranzacționare și de modificare a Directivei 2001/34/CE (JO L 345, 31.12.2003, p. 64).

¹³ Directiva 2004/109/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 15 decembrie 2004 privind armonizarea obligațiilor de transparență în ceea ce privește informația referitoare la emitenții ale căror valori mobiliare sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată (JO L 390, 31.12.2004, p. 38).

¹⁴ Doar șapte autorități naționale competente au observat că Directiva privind cotarea este încă în vigoare sau este parțial în vigoare în jurisdicția lor. O analiză mai detaliată se regăsește în anexa 7 la evaluarea impactului care însoțește prezenta propunere.

Modificările specifice propuse ale MiFID II urmăresc să faciliteze dezvoltarea și furnizarea de servicii de cercetare pentru investiții privind întreprinderile, în special cele cu capitalizare mică și medie, și să stimuleze mai mult atractivitatea regimului piețelor de creștere pentru IMM-uri, pentru a facilita, în cele din urmă, accesul întreprinderilor cu capitalizare mică și medie la piețele de capital. Prin prezenta propunere se majorează pragul de capitalizare bursieră pentru întreprinderile cu capitalizare mică și medie, sub care ar fi posibilă regruparea comisioanelor de executare a tranzacțiilor și a comisioanelor de cercetare. Scopul majorării pragului actual, de la 1 miliard EUR la 10 miliarde EUR, este de a include o gamă mai largă de întreprinderi cu capitalizare mică și medie și, în special, mai multe întreprinderi mijlocii, care să beneficieze de un regim de regrupare, făcând în special ca plățile pentru serviciile de cercetare privind întreprinderile mari să poată fi utilizate și pentru cercetarea privind întreprinderile mici. Derogarea de la regimul privind separarea va elimina barierele din calea accesului la mai multe activități de cercetare privind întreprinderile cu capitalizare mică și medie și se preconizează că, la nivel general, va revitaliza piața cercetării pentru investiții. Cu cât sunt puse la dispoziția potențialilor investitori mai multe activități de cercetare privind întreprinderile cu capitalizare mică și medie, cu atât crește șansa ca acestea să găsească fonduri. Intensificarea activității de cercetare pentru investiții privind aceste întreprinderi va crește vizibilitatea acestora și perspectiva de a atrage potențiali investitori. Având în vedere numărul mare de întreprinderi cu capitalizare mică și medie din UE, este esențial pentru economia UE ca aceste întreprinderi să aibă acces la surse diversificate de finanțare, inclusiv prin intermediul piețelor de capital.

În plus, prezenta propunere urmărește să ofere un cadru pentru dezvoltarea unui anumit tip de cercetare care este plătită de emitent („cercetare sponsorizată de emitent”). O consultare publică, schimburile cu părțile interesate și diferite analize¹⁵ au arătat că acest tip de cercetare s-a dezvoltat, în special în urma introducerii MiFID II, pentru a compensa absența activităților de cercetare privind întreprinderile cu capitalizare mică și medie. Având în vedere conflictele de interese inerente unor astfel de cercetări, pare necesar să se reglementeze realizarea acestora pentru a garanta informații corecte și exacte pentru consumatori. Pentru a promova o cercetare mai transparentă și mai independentă, prezenta propunere prevede ca o astfel de cercetare să se realizeze pe baza unui cod de conduită elaborat sau aprobat de un operator de piață sau de o autoritate competentă din UE.

Pentru ca cercetarea pentru investiții etichetată drept cercetare sponsorizată de emitent să devină mai ușor accesibilă publicului și pentru a promova vizibilitatea întreprinderilor cu capitalizare mică și medie în fața potențialilor investitori, propunerea menționează că statele membre trebuie să se asigure că emitenții pot prezenta cercetarea sponsorizată de emitent organismului de colectare, astfel cum este definit la [articolul 2 alineatul (2) din propunerea de regulament privind un punct unic de acces european¹⁶].

¹⁵ Raportul intitulat „*Reviving research in the wake of Directive 2014/65/EU: Observations, issues and recommendations*” (Reînnoirea cercetării ca urmare a Directivei 2014/65/UE: observații, probleme și recomandări), disponibil la: [20200124-rapport-mission-recherche-projet-va-pm.pdf](https://amf-france.org/20200124-rapport-mission-recherche-projet-va-pm.pdf) (amf-france.org).

¹⁶ Propunerea de regulament al Parlamentului European și al Consiliului de instituire a unui punct unic de acces european care oferă acces centralizat la informațiile puse la dispoziția publicului, relevante pentru serviciile financiare, pentru piețele de capital și pentru durabilitate. 2021/0378 (COD).

Odată înființat, punctul unic de acces european (*European Single Access Point – ESAP*), care a fost propus de Comisie la 25 noiembrie 2021¹⁷ și care în prezent face obiectul negocierilor interinstituționale cu colegiitorii UE, va oferi un punct unic de acces la informațiile financiare publice privind întreprinderile din UE, inclusiv IMM-urile, și produsele de investiții ale UE. ESAP este conceput pentru a oferi întreprinderilor din UE, în special IMM-urilor, o mai mare vizibilitate în fața investitorilor și ar putea fi utilizat pentru a colecta și a disemina cercetările sponsorizate de emitenți. În viitor, ESAP ar putea fi utilizat pentru a publica notificările emitenților referitoare la cercetările pe care le-au sponsorizat și la conținutul acestor cercetări.

În plus, modificările specifice aduse MiFID II urmăresc să clarifice faptul că un operator al unui sistem multilateral de tranzacționare (MTF) poate solicita ca un segment al MTF să fie înregistrat ca piață de creștere pentru IMM-uri, cu condiția respectării anumitor cerințe în ceea ce privește segmentul respectiv.

În plus, prezenta propunere urmărește să sporească nivelul de armonizare și de coerență al normelor de cotare din UE, astfel încât cadrul de reglementare să fie adecvat scopului. Mai precis, prezenta propunere armonizează și consolidează normele de cotare prin abrogarea Directivei privind cotarea și prin transferarea dispozițiilor relevante ale acesteia în MiFID II, pentru a reduce insecuritatea juridică și riscul de arbitraj de reglementare în UE.

Aceste dispoziții se referă la: (i) cerința minimă privind acțiunile liber tranzacționabile, care determină partea din capitalul social emis de o societate care se află în mâinile investitorilor publici și nu în mâinile directorilor, ale administratorilor sau ale acționarilor societății ale căror participații asigură controlul; și (ii) capitalizarea bursieră previzibilă a acțiunilor pentru care se solicită admiterea la cotare sau, în cazul în care aceasta nu poate fi evaluată, capitalul și rezervele societății, incluzând profitul sau pierderile, din ultimul exercițiu financiar. Propunerea reduce, de asemenea, cerința minimă privind acțiunile liber tranzacționabile de la 25 % la 10 %, pentru a oferi o mai mare flexibilitate emitenților care doresc să păstreze o cotă importantă în cadrul societății. În plus, noul prag minim de 10 % pentru acțiunile liber tranzacționabile nu se va limita la publicul din UE/SEE. Această restricție geografică a cerinței privind acțiunile liber tranzacționabile în UE/SEE nu va fi menținută, deoarece MiFID II nu prevede o astfel de restricție pentru instrumentele financiare admise la tranzacționare.

- **Coerența cu dispozițiile existente în domeniul de politică vizat**

Modificările aduse MiFID II și abrogarea Directivei privind cotarea sunt în conformitate cu obiectivele generale ale MiFID II de a spori transparența și de a consolida protecția investitorilor. În plus, prezenta propunere consolidează și dezvoltă în continuare modificările aduse de CMRP regimului de cercetare pentru investiții.

Modificările specifice aduse MiFID II sunt în deplină conformitate cu obiectivele regimului existent al piețelor de creștere pentru IMM-uri prevăzute în MiFID II pentru „facilitarea accesului la capital pentru întreprinderile mici și mijlocii” și cu necesitatea de a pune accentul pe „modul în care viitoarea reglementare ar trebui să stimuleze și să promoveze în continuare folosirea acestei piețe pentru a deveni mai atractivă pentru investitori și să ofere o reducere a

¹⁷ Propunerea de regulament al Parlamentului European și al Consiliului de instituire a unui punct unic de acces european care oferă acces centralizat la informațiile puse la dispoziția publicului, relevante pentru serviciile financiare, pentru piețele de capital și pentru durabilitate. 2021/0378 (COD).

poverii administrative, precum și stimulente suplimentare pentru ca întreprinderile cu capitalizare mică și medie să aibă acces la piețele de capital prin piețe de creștere pentru IMM-uri”¹⁸.

- **Coerența cu alte politici ale Uniunii**

Propunerea este în deplină concordanță cu obiectivul principal al UPC de a face finanțarea mai accesibilă pentru întreprinderile din UE, în special pentru IMM-uri. Propunerea este în concordanță cu o serie de acțiuni legislative și acțiuni fără caracter legislativ întreprinse de Comisie în cadrul Planului de acțiune privind UPC din 2015¹⁹, al evaluării la jumătatea perioadei a Planului de acțiune privind UPC, realizată în 2017²⁰, și al Planului de acțiune privind UPC din 2020.

Pentru a contribui la crearea de locuri de muncă și la creșterea economică în UE, un obiectiv-cheie al uniunii piețelor de capital a fost, încă de la început, facilitarea accesului la finanțare pentru întreprinderi, în special pentru IMM-uri. De la publicarea Planului de acțiune privind UPC în 2015, au fost întreprinse acțiuni specifice pentru a dezvolta surse adecvate de finanțare pentru IMM-uri în toate etapele lor de dezvoltare. În evaluarea la jumătatea perioadei a Planului de acțiune privind UPC, publicată în iunie 2017, Comisia a ales să își sporească nivelul de ambiție și să pună un accent mai mare pe accesul IMM-urilor la piețele publice. În luna mai 2018, Comisia a publicat o propunere de act legislativ privind cotarea IMM-urilor²¹, cu scopul de a reduce sarcina administrativă și costurile de conformare ridicate cu care se confruntă emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri, asigurând totodată un nivel ridicat de integritate a pieței și de protecție a investitorilor; de a promova lichiditatea acțiunilor IMM-urilor cotate la bursă pentru a face aceste piețe mai atractive pentru investitori, emitenți și intermediari; și de a facilita înregistrarea MTF-urilor ca piețe de creștere pentru IMM-uri. Actul legislativ privind cotarea IMM-urilor a fost adoptată în noiembrie 2019.

În plus, în urma crizei provocate de pandemia de COVID-19, Comisia a publicat CMRP, care cuprinde modificări specifice ale reglementărilor privind piețele de capital și băncile, cu scopul general de a facilita sprijinirea de către piețele de capital a redresării întreprinderilor din UE în urma acestei crize. Modificările propuse ale normelor privind piața de capital au vizat în special reducerea sarcinii normative și a complexității pentru firmele de investiții și pentru emitenți.

¹⁸ MiFID II, considerentul 132.

¹⁹ Comunicarea Comisiei către Parlamentul European, Consiliu, Comitetul Economic și Social European și Comitetul Regiunilor, Plan de acțiune privind edificarea unei Uniuni a piețelor de capital, COM(2015) 468 final.

²⁰ Comunicarea Comisiei privind evaluarea la jumătatea perioadei a planului de acțiune privind uniunea piețelor de capital [{SWD(2017) 224 final} și {SWD(2017) 225 final} – 8 iunie 2017] https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf.

²¹ Propunerea de Regulament al Parlamentului European și al Consiliului de modificare a Regulamentelor (UE) nr. 596/2014 și (UE) 2017/1129 în ceea ce privește promovarea utilizării piețelor de creștere pentru IMM-uri [COM(2018) 331 final].

Prezenta propunere dă curs Planului de acțiune privind UPC din 2020 și obiectivului acestuia de a face finanțarea mai accesibilă pentru întreprinderile din UE (acțiunea 2 „sprijinirea accesului la piețele publice”). Propunerea se axează pe reducerea cerințelor de reglementare care pot descuraja decizia unei întreprinderi de a fi sau a rămâne cotată la bursă. Alți factori care ar putea descuraja cotarea emitenților, cum ar fi baza de investitori restrânsă și tratamentul fiscal mai favorabil al datoriei în raport cu capitalurile proprii, sunt abordați prin alte inițiative în curs și viitoare privind UPC care completează modificările din prezenta propunere și care ar trebui să fie analizate împreună cu prezenta inițiativă. Aceste inițiative se referă, de exemplu, la: (i) crearea unui punct unic de acces al UE (ESAP), care va rezolva problema lipsei de date accesibile și comparabile pentru investitori, făcând ca întreprinderile să devină mai vizibile pentru investitori; (ii) centralizarea informațiilor privind tranzacțiile din UE într-un sistem centralizat de raportare, pentru a eficientiza peisajul tranzacțiilor de pe piața publică și procesul de stabilire a prețurilor și (iii) introducerea unei indemnizații care să reducă favorizarea îndatorării în cadrul sistemului de impozitare a societăților (DEBRA)²², astfel încât finanțarea prin capitaluri proprii să devină mai atractivă (și mai puțin costisitoare) pentru întreprinderi.

În plus, o serie de inițiative ale Comisiei vor consolida și mai mult baza de investitori pentru acțiunile cotate la bursă. Fondul UE pentru oferte publice inițiale ale IMM-urilor va juca rolul de investor de bază pentru a atrage mai multe investiții private în capitalul public al IMM-urilor prin crearea de parteneriate cu investitori instituționali și prin investirea în fonduri axate pe IMM-urile emitente. Revizuirea Regulamentului privind cerințele de capital și a Directivei Solvabilitate II vor spori baza de investitori pentru emitenți, deoarece vor facilita investițiile băncilor și ale societăților de asigurare în acțiuni publice (pe termen lung).

Prezenta propunere este, de asemenea, conformă cu Noua agendă europeană de inovare²³ publicată în 2022.

De asemenea, propunerea ține seama de dovezile care stau la baza avizului platformei „Pregătiți pentru viitor” privind facilitarea accesului IMM-urilor la capital și, în special, privind simplificarea procedurilor de admitere la tranzacționare a valorilor mobiliare ale IMM-urilor și a altor obligații de cotare.

În sfârșit, prezenta propunere va ajuta în special IMM-urile din UE să beneficieze de un regim legislativ mai clar și mai facil pentru a avea acces la piețele de capital. Acest lucru respectă și obiectivul pachetului de măsuri de ajutor pentru IMM-uri anunțat de președinta Comisiei, Ursula von der Leyen, în discursul privind starea Uniunii Europene din 19 septembrie 2022²⁴.

²² Propunerea de Directivă a Consiliului privind stabilirea normelor referitoare la o indemnizație pentru reducerea favorizării îndatorării și privind limitarea deductibilității dobânzii în scopul impozitului pe profit [COM(2022) 216 final].

²³ Comunicarea Comisiei către Parlamentul European, Consiliu, Comitetul Economic și Social European și Comitetul Regiunilor – O nouă agendă europeană de inovare [COM(2022) 332 final].

²⁴ Comisia Europeană – Declarația „A «Relief Package» to give our SMEs a lifeline in troubled waters” (Un pachet de măsuri de ajutor pentru a oferi IMM-urilor noastre un colac de salvare în ape tulburi) I Blogul Comisarului Thierry Breton; Bruxelles, 19 septembrie 2022.

2. TEMEI JURIDIC, SUBSIDIARITATE ȘI PROPORȚIONALITATE

• Temeiul juridic

Propunerea se întemeiază pe articolul 50, pe articolul 53 alineatul (1) și pe articolul 114 din Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene (TFUE)²⁵.

Articolul 50 alineatul (1) din TFUE și, în special, articolul 50 alineatul (2) litera (g) din TFUE prevăd competența UE de a acționa în vederea realizării libertății de stabilire cu privire la o activitate determinată, în special „coordonând, în măsura în care este necesar și în vederea echivalării lor, garanțiile solicitate de statele membre societăților în înțelesul articolului 54 al doilea paragraf, pentru a proteja deopotrivă interesele asociaților și ale terților”. Articolul 50 din TFUE mandatează Parlamentul și Consiliul să acționeze prin intermediul directivelor.

Articolul 114 din TFUE prevede adoptarea de măsuri privind apropierea actelor cu putere de lege și a actelor administrative ale statelor membre care au ca obiect instituirea și funcționarea pieței interne. Legiuitorul Uniunii poate recurge la articolul 114 din TFUE în special atunci când diferențele dintre normele naționale obstruiează libertățile fundamentale sau creează denaturări ale concurenței, având astfel un efect direct asupra funcționării pieței interne.

Temeiul juridic pentru modificările aduse MiFID II este articolul 53 alineatul (1) din TFUE. Articolul 53 din TFUE conferă colegiuitorilor competența de a emite directive menite să faciliteze accesul persoanelor la activități comerciale și exercitarea acestora pe întreg teritoriul UE.

• Subsidiaritatea (în cazul competențelor neexclusive)

Conform articolului 4 din TFUE, acțiunile UE pentru finalizarea pieței interne trebuie să fie evaluate din perspectiva principiului subsidiarității prevăzut la articolul 5 alineatul (3) din Tratatul privind Uniunea Europeană (TUE). Trebuie să se evalueze dacă obiectivele propunerii: (i) nu ar putea fi realizate de către statele membre în mod individual; și (ii) ar putea fi realizate mai bine la nivelul UE, având în vedere amploarea și efectele lor. De asemenea, trebuie să se analizeze dacă obiectivele ar putea fi realizate mai bine printr-o acțiune la nivel european (așa-numitul „test al valorii adăugate europene”).

Măsura propusă vizează asigurarea unei mai mari acoperiri a activității de cercetare în UE, în special pentru întreprinderile cu capitalizare mică și medie. Întrucât măsura intră în domeniul de aplicare al normelor privind stimulentele care sunt reglementate de MiFID II, normele revizuite s-ar aplica tot la nivelul UE.

În ceea ce privește codul de conduită aplicabil cercetării sponsorizate de emitent, având în vedere că o astfel de cercetare poate fi distribuită la nivel transfrontalier, măsura propusă la nivelul UE ar asigura faptul că tuturor activităților de cercetare sponsorizate de emitent li se aplică același nivel de cerințe sau unul similar. Acest lucru ar îmbunătăți, într-un mod armonizat, calitatea cercetării sponsorizate de emitent în întreaga UE și, în consecință, ar îmbunătăți accesul la oportunitățile de finanțare prin intermediul piețelor publice din UE.

²⁵ JO C 326, 26.10.2012, p. 47.

În ceea ce privește cerințele de cotare prevăzute în Directiva privind cotarea, abordările diferite adoptate de statele membre și interpretările diferite ale acestora cu privire la norme fac dificilă reducerea fragmentării legislative în UE. Având în vedere că MiFID II reglementează în prezent normele privind admiterea instrumentelor financiare la tranzacționare și urmărește o armonizare maximă între normele naționale, introducerea în MiFID II a dispozițiilor rămase relevante din Directiva privind cotarea pare a fi cea mai adecvată modalitate de a reduce aplicarea divergentă a normelor de cotare în UE.

- **Proportionalitatea**

În ceea ce privește principiul proporționalității, propunerea nu depășește ceea ce este strict necesar pentru atingerea obiectivelor sale. Aceasta este compatibilă cu principiul proporționalității, ținând cont de echilibrul corespunzător dintre interesele participanților pe piață relevanți și raportul cost-eficacitate al măsurii.

În ceea ce privește cercetarea pentru investiții, modificarea legislativă propusă va reduce sarcina impusă firmelor de investiții, lucru care, la rândul său, va asigura faptul că activitatea de cercetare va viza mai multe întreprinderi cu capitalizare mică și medie, iar acestea vor beneficia de o mai mare vizibilitate pe piață.

În ceea ce privește Directiva privind cotarea, în general, propunerea de abrogare a acesteia și de includere a dispozițiilor relevante în MiFID II arată evoluția mediului legislativ.

- **Alegerea instrumentului**

Prezenta propunere modifică o directivă a Parlamentului European și a Consiliului adoptată în temeiul articolului 53 alineatul (1) din TFUE. Prin urmare, pentru modificarea directivei menționate este necesară o propunere de directivă.

Directiva privind cotarea se întemeiază pe articolele 50 și 114 din TFUE. Directiva privind cotarea va fi abrogată, iar dispozițiile relevante privind cotarea vor fi introduse în MiFID II. Astfel, statele membre vor avea posibilitatea să modifice legislația în vigoare în măsura necesară pentru a asigura conformitatea cu dispozițiile relevante ale MiFID II.

3. REZULTATELE EVALUĂRILOR *EX-POST*, ALE CONSULTĂRILOR CU PĂRȚILE INTERESATE ȘI ALE EVALUĂRILOR IMPACTULUI

- **Evaluările *ex-post*/verificarea adecvării legislației existente**

Prezenta inițiativă pune accentul pe reducerea sarcinii normative cu care se confruntă emitenții în timpul procesului de cotare și ulterior, când sunt deja cotați. Prin urmare, aceasta vizează numai acele aspecte din legislația UE pe care părțile interesate le consideră a împiedica accesul întreprinderilor la piețele publice și capacitatea acestora de a rămâne pe piețele publice.

Pentru a fundamenta această inițiativă, serviciile Comisiei au colectat un volum semnificativ de date direct de la locurile de tranzacționare și de la emitenți (inclusiv de la asociațiile de IMM-uri). TESG (în vigoare în perioada octombrie 2020-mai 2021) a furnizat unele dovezi în plus față de informațiile primite de la participanții pe piață. De asemenea, în noiembrie 2020 Comisia a contractat cu Oxera un studiu privind piețele de capital primare și secundare din

UE, care conține o prezentare foarte detaliată a piețelor de capital din UE. S-au utilizat de asemenea, printre alte surse, un număr mare de lucrări științifice și cercetări academice.

Mai multe informații cu privire la problemele identificate în propunere se găsesc în evaluarea impactului Actului legislativ privind cotarea, anexată la prezenta propunere. Anexa 7 oferă o imagine de ansamblu a modului în care a fost pusă în aplicare Directiva privind cotarea de către statele membre și stabilește posibile direcții de acțiune viitoare. Anexa 9 analizează normele privind cercetarea pentru investiții și modificările aduse cadrului de reglementare al UE până în prezent. Tot aici se stabilesc posibilele căi de urmat.

- **Consultarea părților interesate**

La 19 noiembrie 2021, Comisia a lansat o consultare publică specifică de 14 săptămâni, prin care a solicitat opiniile părților interesate cu privire la modalitățile de creștere a atractivității generale a cotării pe piețele publice din Uniune, inclusiv cu privire la eventualele deficiențe ale cadrului de reglementare care descurajează societățile să atragă fonduri prin intermediul piețelor de capital. Consultarea a prevăzut întrebări specifice privind Regulamentul (UE) 2017/1129 și Regulamentul (UE) nr. 596/2014, precum și privind Directiva 2001/34/CE și Directiva 2014/65/UE și despre domeniile care necesită îmbunătățiri din punct de vedere general.

În total, s-au primit 108 răspunsuri, trimise de părți interesate din 22 de state membre, din SUA, Regatul Unit și Elveția.

Majoritatea respondenților (60 %) au considerat utilă includerea la nivelul 1 a condițiilor în care un operator al unui MTF poate înregistra un segment al MTF-ului ca piață de creștere pentru IMM-uri. Aceștia au subliniat că ar spori astfel claritatea juridică. Ei au adăugat că o astfel de modificare ar putea, de asemenea, să stimuleze mai multe MTF-uri să înregistreze anumite segmente ca piețe de creștere pentru IMM-uri.

O mică majoritate a respondenților (51 %) au considerat noul regim de cercetare introdus de CMRP ca fiind pozitiv pentru sprijinirea accesului IMM-urilor la piețele de capital. Majoritatea acestor respondenți au atras atenția asupra faptului că impactul CMRP este însă foarte limitat. Unii respondenți au precizat că acțiunile de cercetare pentru IMM-uri sunt considerate neeconomice pentru administratorii de active și furnizorii de servicii de cercetare și că aceasta pare a fi o tendință pe termen lung. Totuși, asociațiile de întreprinderi, în special, și autoritățile naționale competente (ANC) au subliniat că este încă prea devreme pentru a ști care este impactul global al noului regim. Majoritatea covârșitoare a respondenților (72,9 %) consideră că ar fi util să se relaxeze și mai mult regimul MiFID II privind cercetarea. În timp ce unii respondenți au sugerat majorarea pragului de exceptare pentru a acoperi pe deplin segmentul întreprinderilor cu capitalizare mică și medie, mai multe asociații de întreprinderi au considerat că revenirea la stabilirea unui preț complet grupat pentru serviciile de executare și de cercetare privind întreprinderile este singura soluție de stimulare a cercetării privind IMM-urile (care a scăzut la un nivel aproape inexistent). Alți respondenți au considerat, de asemenea, că regimul de cercetare din cadrul MiFID II a fost conceput în mod greșit, indiferent de mărimea societăților. Aceștia au susținut că regimul MiFID II a devenit indirect un stimulent pentru alocarea unei părți mai mari din valoarea serviciilor de cercetare în mâinile câtorva actori de mari dimensiuni (ceea ce a condus la consolidarea sectorului).

Majoritatea au recomandat exceptarea totală de la norma privind separarea activităților de cercetare cu venit fix, deoarece reforma nu a avut niciun impact asupra marjelor și nici nu a condus la mai multe activități de cercetare efectuate de furnizori independenți. Cățiva

respondenți s-au opus însă ferm și regroupării complete, argumentând că aceasta ar crea condiții de concurență inechitabile și inacceptabile între serviciile de cercetare prestate de firmele de investiții și de alți furnizori de servicii de cercetare – cercetarea trebuie să fie independentă indiferent dacă entitatea care o realizează desfășoară și alte activități sau aparține unui grup. Mulți respondenți au sugerat încurajarea cercetării sponsorizate de emitenți și au susținut că aceasta este singura modalitate de a dezvolta cercetarea privind IMM-urile (atât produse de capitaluri proprii, cât și produse cu venit fix). Totuși, au sugerat introducerea de garanții care să sporească acceptabilitatea acestei cercetări pentru investitori, de exemplu prin supunerea sa unui cod de conduită și prin semnalarea clară a faptului că este cercetare sponsorizată de emitent (și nu comunicare cu caracter publicitar). Marea majoritate a respondenților (58,5 %) au considerat că Directiva privind cotarea, în forma sa actuală, trebuie modificată. Respondenții au avut opinii diferite cu privire la întrebarea dacă Directiva privind cotarea ar trebui încorporată într-un alt act legislativ, modificată ca directivă sau modificată și transformată într-un regulament sau, respectiv, abrogată. Peste 33 % dintre respondenți au considerat că definițiile prevăzute la articolul 1 din Directiva privind cotarea sunt depășite. Aproape 47 % dintre ei nu au fost în măsură să răspundă. Foarte puțini respondenți (20 %) au considerat că definițiile nu sunt depășite. Majoritatea respondenților (54 %) au considerat că flexibilitatea amplă pe care Directiva privind cotarea o acordă statelor membre și ANC-urilor în ceea ce privește aplicarea normelor de admitere la cota oficială a acțiunilor și a titlurilor de creanță este adecvată, având în vedere condițiile de pe piața locală. Pentru majoritatea respondenților care și-au exprimat opinia, capitalizarea bursieră previzibilă [articolul 43 alineatul (1) din Directiva privind cotarea], publicarea informațiilor înainte de OPI (articolul 44 din Directiva privind cotarea) și cerința privind acțiunile liber tranzacționabile [articolul 48 alineatul (5) din Directiva privind cotarea] sunt foarte relevante sau destul de relevante (67 %, 68 % și, respectiv, 72 %). Unii respondenți au adăugat că este nevoie de flexibilitate pentru a adapta cerințele în funcție de dimensiunea pieței sau a emitentului (pentru a avea posibilitatea de a reduce pragul pentru acțiunile liber tranzacționabile), în timp ce alții au susținut că nu ar fi necesară o marjă de apreciere la nivel național dacă s-ar stabili un prag minim adecvat la nivelul UE.

- **Obținerea și utilizarea expertizei**

În ultimii ani, accesul întreprinderilor și, în special, al IMM-urilor la piețele publice s-a aflat în centrul evaluărilor continue ale Comisiei. În contextul TESG și al Planului de acțiune privind UPC din 2020, au fost semnalate probleme legate de sarcina normativă impusă întreprinderilor atunci când obțin acces la piețele publice. De asemenea, Comisia a luat în considerare cercetările ample pe această temă efectuate în cadrul studiului Oxera.

În aprilie 2022, Comisia a organizat și două reuniuni/ateliere tehnice cu părțile interesate din industrie, cu scopul de a perfecționa în continuare opțiunile de politică avute în vedere.

În plus, Comisia a prezentat obiectivul propunerii în cadrul Grupului de experți al Comitetului european pentru valori mobiliare și la reuniunea coordonatorilor Comisiei pentru afaceri economice și monetare (ECON) a Parlamentului European.

Recomandările grupurilor de experți

În octombrie 2020, Comisia Europeană a inițiat TESG. Grupul a fost însărcinat cu monitorizarea și evaluarea funcționării piețelor de creștere pentru IMM-uri, precum și cu furnizarea de expertiză și de posibile contribuții cu privire la alte domenii relevante ale accesului IMM-urilor la piețele publice. TESG a confirmat preocupările exprimate de părțile

interesate cu privire la faptul că sunt necesare acțiuni legislative suplimentare pentru a sprijini cotarea întreprinderilor, în special a IMM-urilor. În raportul său final, publicat în mai 2021, TESG a formulat 12 recomandări, încurajând printre altele statele membre să pună în aplicare măsuri de promovare a activităților de cercetare privind capitalul pentru toate întreprinderile mici și mijlocii cotate.

Reuniunile cu părțile interesate

În aprilie 2022, serviciile Comisiei au organizat și două reuniuni/ateliere tehnice cu părțile interesate din industrie, cu scopul de a rafina și mai mult opțiunile de politică pe care Comisia le avea în vedere. Reuniunea cu bursele a avut loc la 5 aprilie 2022. Majoritatea burselor s-au exprimat în favoarea abrogării Directivei privind cotarea atât timp cât anumite elemente (acțiunile liber tranzacționabile și capitalizarea bursieră minimă previzibilă) sunt incluse în regimul MiFID II. Unele burse au fost, de asemenea, în favoarea reducerii procentului minim de acțiuni liber tranzacționabile la 10 %. O bursă și-a exprimat opinia potrivit căreia conceptul de „admitere la cotarea oficială” este important și ar trebui păstrat. Din acest motiv, această bursă s-a opus abrogării directivei. Reuniunea cu emitenții și investitorii a avut loc la 8 aprilie 2022. În ceea ce privește Directiva privind cotarea, părțile interesate care și-au exprimat opinia au considerat utilă eliminarea dispozițiilor privind acțiunile liber tranzacționabile.

Reuniunile cu experți din statele membre

De asemenea, Comisia a prezentat obiectivul propunerii în cadrul Grupului de experți al Comitetului european pentru valori mobiliare (EGESC) la 15 octombrie 2021, precum și la 17 și 30 mai 2022. Delegațiile care au participat la discuție și-au exprimat sprijinul pentru obiectivul Comisiei de a îmbunătăți atractivitatea piețelor publice din UE, asigurând totodată protecția investitorilor și integritatea pieței.

Reuniunea cu coordonatorii ECON în cadrul Comisiei Parlamentului European

Deputații în Parlamentul European cu rol de coordonatori care au participat la discuție au salutat calea de urmat propusă de Comisie cu privire la Actul legislativ privind cotarea, recunoscând problema piețelor publice din UE. Ei au subliniat necesitatea găsirii de către Comisie a unui echilibru adecvat pentru a se asigura că toate întreprinderile, în special IMM-urile, pot avea acces la piețele publice în vederea obținerii de fonduri, asigurând în același timp protecția adecvată a investitorilor.

• Evaluarea impactului

Evaluarea impactului a fost prezentată Comitetului de control normativ (CCN) la 10 iunie 2022 și a fost aprobată de Comitetul de control normativ – cu rezerve – la 8 iulie 2022. CCN a solicitat modificarea proiectului de evaluare a impactului pentru a clarifica: (i) articularea și coerența inițiativei referitoare la Actul legislativ privind cotarea cu alte inițiative conexe privind piețele de capital; (ii) riscurile și limitările analizei; și (iii) opiniile diferite exprimate de diverse categorii de părți interesate cu privire la definirea problemei, la opțiuni și la impactul acestora. Observațiile comitetului au fost abordate și integrate în versiunea finală a evaluării impactului.

Evaluarea impactului pune accentul pe identificarea și abordarea barierelor de reglementare specifice din fiecare etapă a procesului de cotare. În cadrul acesteia se discută obstacolele din etapa premergătoare OPI care decurg din dreptul societăților comerciale, în special din faptul

că în unele state membre nu este posibilă cotarea acțiunilor cu drepturi de vot multiple. Evaluarea se axează apoi pe barierele din etapa OPI care decurg din Regulamentul privind prospectul, în special din costurile ridicate ale elaborării unui prospect. În sfârșit, sunt abordate barierele întâlnite în etapa ulterioară OPI care decurg din MAR, în special costurile cauzate de insecuritatea juridică legată de obligația emitenților de a publica informații privilegiate. Pentru fiecare etapă a procesului de cotare, în evaluarea impactului se stabilesc două opțiuni de politică alternative, după analizarea dovezilor empirice disponibile și după luarea în considerare a opiniilor părților interesate.

Evaluarea impactului analizează opțiunile în raport cu trei obiective, urmărind să stabilească dacă acestea: (i) reduc costurile de reglementare și de conformare suportate de întreprinderile care doresc să fie cotate sau care sunt deja cotate la bursă; (ii) asigură un nivel suficient de protecție a investitorilor și de integritate a pieței și (iii) oferă emitenților mai multe stimulente pentru cotare. Astfel, opțiunea preferată (pentru fiecare etapă a procesului de cotare) ar trebui să fie eficientă din punctul de vedere al costurilor și eficace în abordarea barierei identificate, asigurând în același timp un nivel suficient de ridicat de protecție a investitorilor și de integritate a pieței. La identificarea și evaluarea opțiunilor a fost luată în considerare proporționalitatea măsurilor pentru întreprinderile mai mici.

Deși modificările normative prevăzute în cadrul opțiunilor, aplicate de sine stătător, nu ar putea să soluționeze toate problemele cu care se confruntă piețele publice din UE, ele sunt menite să contribuie, împreună cu alte măsuri luate în considerare în cadrul unui plan mai amplu de îmbunătățire a accesului întreprinderilor la piețele publice de capital, la inversarea tendinței negative actuale de pe piețele publice din UE. În lipsa acestor îmbunătățiri în materie de reglementare, piețele publice din UE s-ar baza în continuare pe un cadru de reglementare care nu este cel mai bun pentru cotare, ceea ce, la rândul său, ar reduce atractivitatea piețelor publice și ar genera costuri economice pentru emitenți, investitori și economia UE în ansamblu. Prin urmare, scenariul de referință nu prevede nicio modificare a cadrului legislativ care reglementează normele privind cotarea și întreprinderile deja cotate.

În ceea ce privește Directiva privind cotarea, evaluarea impactului recomandă abrogarea Directivei privind cotarea și transferarea dispozițiilor relevante din aceasta în MiFID II.

În ceea ce privește MiFID, evaluarea impactului recomandă analizarea măsurilor care ar putea fi adoptate pentru a revitaliza piața cercetării pentru investiții, cum ar fi creșterea valorii capitalizării bursiere a emitenților/societăților până la care se aplică derogarea, pentru a include mai multe IMM-uri în sfera de cuprindere. În plus, o altă măsură care ar încuraja intensificarea activităților de cercetare sponsorizate de emitenți ar fi crearea unui „cod de conduită” care să reglementeze această cercetare.

În ceea ce privește impactul social, economic și de mediu, verificarea coerenței cu politicile climatice și a principiului de „a nu aduce prejudicii semnificative”, prezenta propunere va contribui la agenda UPC și la obiectivele sale de a asigura dezvoltarea și integrarea mai puternică a piețelor de capital din UE. Se preconizează că măsurile de reglementare propuse în prezenta inițiativă vor avea un impact asupra tuturor întreprinderilor din UE, dar în special asupra IMM-urilor, care sunt mai expuse sarcinii normative (excesive) decât întreprinderile mai mari cu un potențial mai mare de absorbție a costurilor. De asemenea, prezenta propunere ar contribui la dezvoltarea unor piețe de capital mai deschise și mai competitive, de care să beneficieze în special întreprinderile cu creștere mai rapidă din sectoarele inovatoare și cu activitate intensă de cercetare, care tind să aibă nevoi de capital mai mari.

Se preconizează că inițiativa nu va avea un impact social direct. Poate exista însă un impact indirect pozitiv asupra ocupării forței de muncă. Deși nu poate fi cuantificat, este probabil ca impactul social (indirect) să fie pozitiv. În ipoteza că propunerea își va atinge obiectivul de a facilita accesul întreprinderilor din UE la piețele publice, acestea din urmă vor putea beneficia de o rezervă de surse de finanțare mai mare și mai diversificată, care le va da posibilitatea să inoveze, să crească și să angajeze mai multe persoane.

Nu se preconizează niciun impact direct asupra mediului și niciun prejudiciu semnificativ, direct sau indirect, din punerea în aplicare a prezentei propuneri. Pe de altă parte, un număr semnificativ de societăți cotate pe piețele publice se pot implica în procesul de dezvoltare și inovare a unor noi tehnologii ecologice. Datorită accesului îmbunătățit la finanțare, aceste întreprinderi vor putea să se dezvolte într-un ritm mai rapid și să aloce mai multe resurse financiare programelor de cercetare și dezvoltare care pot contribui la obiectivele Pactului verde european.

Prezenta propunere este conformă cu ODD 8²⁶ – condiții de muncă decente și creștere economică – deoarece contribuie la creșterea IMM-urilor, facilitând accesul acestora la finanțare prin intermediul piețelor publice. Societățile cotate recent la bursă sunt un motor-cheie pentru noi investiții și pentru crearea de locuri de muncă. Accesul mai ușor la piețele publice creează stimulente pentru ca antreprenorii să se diversifice în perioade de turbulențe economice, rezultatul fiind o economie mai rezilientă. Acest lucru contribuie în mod direct și la atingerea obiectivului 8.3 „Promovarea unor politici orientate spre dezvoltare care susțin activitățile productive, crearea locurilor de muncă decente, antreprenoriatul, creativitatea și inovația și care încurajează formalizarea și creșterea întreprinderilor micro, mici și mijlocii, inclusiv prin acces la servicii financiare”, precum și a obiectivului 8.10 „Consolidarea capacității instituțiilor financiare interne pentru a încuraja și a extinde accesul la servicii bancare, de asigurări și servicii financiare pentru toți”, contribuind, de asemenea, indirect la atingerea obiectivului 8.2 „Atingerea unor niveluri mai ridicate de productivitate economică prin diversificare, modernizare tehnologică și inovare”.

În plus, propunerea este conformă cu ODD 9 – industrie, inovare și infrastructură –, deoarece facilitarea accesului la piețele publice ar trebui să sporească accesul întreprinderilor (industriale) mai mici la noi oportunități de finanțare. Acest lucru le-ar oferi surse alternative de finanțare și le-ar asigura capacitatea de a se dezvolta și de a inova, inclusiv în domenii de importanță strategică majoră pentru UE. Propunerea contribuie indirect la obiectivul 9.3 „Creșterea accesului întreprinderilor mici industriale și de altă natură la servicii financiare, inclusiv la credite accesibile, și integrarea acestora în lanțuri valorice și piețe”.

În ansamblu, prezenta propunere nu ar trebui să aibă niciun impact asupra digitalizării.

²⁶ Dintre obiectivele de dezvoltare durabilă (ODD) ale Organizației Națiunilor Unite, ODD 8 se referă la „condiții de muncă decente și creștere economică”. Se preconizează că Actul legislativ privind cotarea va contribui la creșterea IMM-urilor facilitând accesul acestora la finanțare prin intermediul piețelor publice. Societățile cotate recent la bursă sunt un motor-cheie pentru noi investiții și pentru crearea de locuri de muncă. Accesul mai ușor la piețele publice creează stimulente pentru ca antreprenorii să se diversifice în perioade de turbulențe economice, rezultatul fiind o economie mai rezilientă.

- **Adecvarea reglementărilor și simplificarea**

Se preconizează că pachetul global de acte legislative privind cotarea va genera economii anuale de costuri administrative de aproximativ 167 de milioane EUR pentru emitenți, inclusiv pentru IMM-uri. Se preconizează că ANC-urile își vor putea reduce costurile deoarece vor putea să își desfășoare mai eficient activitățile de supraveghere ca urmare a cerințelor mai simple și mai clare. Întrucât relevanța și valoarea adăugată a Directivei privind cotarea a scăzut ca urmare a legislației adoptate recent, pachetul de acte legislative privind cotarea propune, de asemenea, abrogarea Directivei privind cotarea. Se preconizează că emitenții și ANC-urile vor suporta doar costuri minore de ajustare în urma punerii în aplicare a propunerii.

- **Drepturile fundamentale**

Propunerea respectă drepturile fundamentale și principiile recunoscute în cartă, în special libertatea de a desfășura o activitate comercială (articolul 16) și dreptul la protecția consumatorilor (articolul 38). Întrucât vizează reducerea sarcinii administrative impuse emitenților, prezenta inițiativă va contribui la o mai mare respectare a dreptului de a desfășura liber o activitate comercială.

4. IMPLICAȚIILE BUGETARE

Inițiativa nu ar trebui să aibă un impact semnificativ asupra bugetului UE.

5. ALTE ELEMENTE

- **Planurile de punere în aplicare și modalitățile de monitorizare, evaluare și raportare**

Este prevăzută o evaluare după cinci ani de la punerea în aplicare a măsurii, în conformitate cu orientările Comisiei privind o mai bună legiferare. Obiectivul evaluării va fi să analizeze, printre altele, eficacitatea și eficiența directivei din punctul de vedere al îndeplinirii obiectivelor de politică și să decidă dacă sunt necesare noi măsuri sau modificări.

- **Explicații detaliate cu privire la prevederile specifice ale propunerii**

Modificarea Directivei 2014/65/UE

Articolul 1 din propunere modifică Directiva 2014/65/UE în modurile descrise mai jos.

- Articolul 1 alineatul (1) din propunere modifică articolul 4 alineatul (1) punctul 12 din Directiva 2014/65/UE, în care sunt definite „piețele de creștere pentru IMM-uri”, pentru a include în definiție și segmentul unui MTF.
- Articolul 1 alineatul (2) litera (a) din propunere introduce un nou alineat, alineatul (3a), referitor la calitățile cercetării pentru investiții. Acesta prevede că cercetările efectuate de terți trebuie să fie corecte, clare și neînșelătoare.
- Articolul 1 alineatul (2) litera (a) din propunere introduce și un alt nou alineat, alineatul (3b), referitor la condițiile de denumire a cercetării ca fiind „cercetare sponsorizată

de emitent”. Aceste condiții includ cerința ca cercetarea să respecte un cod de conduită, precum și cerințe referitoare la conținutul, publicarea și revizuirea codului de conduită respectiv. Articolul clarifică, de asemenea, faptul că emitenții își pot prezenta cercetarea sponsorizată de emitent organismului de colectare prevăzut în propunerea privind un punct unic de acces european. Se adaugă o clarificare finală cu privire la faptul că orice material de cercetare plătit de emitent, dar care nu este realizat în conformitate cu acest cod de conduită, trebuie etichetat drept comunicare cu caracter publicitar.

- Articolul 1 alineatul (2) litera (a) din propunere introduce un nou alineat, alineatul (3d). În cazul cercetării etichetate drept cercetare sponsorizată de emitent, trebuie să se indice în mod clar pe prima pagină că cercetarea a fost realizată în conformitate cu un cod de conduită.
- Articolul 1 alineatul (2) litera (b) din propunere majorează pragul capitalizării bursiere a societăților la 10 miliarde EUR, sumă până la care nu se aplică normele privind separarea.
- Articolul 1 alineatul (3) literele (a)-(c) clarifică faptul că un segment de MTF poate fi înregistrat ca piață de creștere pentru IMM-uri și stabilește condițiile și cerințele pentru înregistrarea sau radierea acestuia.
- Articolul 1 alineatul (4) din propunere introduce un nou articol, articolul 51a, pentru a acoperi condițiile specifice de admitere a acțiunilor la tranzacționare pe o piață reglementată. Aceste condiții cuprind cerința minimă de capitalizare bursieră de 1 milion EUR pentru societățile care doresc să își coteze acțiunile pe o piață reglementată, precum și cerința privind existența a minimum 10 % acțiuni liber tranzacționabile. În plus, Comisia este împuternicită să adopte acte delegate pentru a modifica aceste praguri atunci când acestea reprezintă un obstacol în calea lichidității pe piețele publice, având în vedere evoluțiile financiare.

Modificarea Directivei 2001/34/CE

Articolul 2 din propunere abrogă Directiva privind cotarea.

Articolul 3 stabilește cerința și calendarul pentru transpunerea prezentei directive.

Articolul 4 prevede data intrării în vigoare a prezentei directive.

Articolul 5 stabilește destinatarii prezentei directive.

Propunere de

DIRECTIVĂ A PARLAMENTULUI EUROPEAN ȘI A CONSILIULUI

de modificare a Directivei 2014/65/UE pentru a face piețele publice de capital din Uniune mai atractive pentru întreprinderi și a facilita accesul la capital al întreprinderilor mici și mijlocii și de abrogare a Directivei 2001/34/CE

(Text cu relevanță pentru SEE)

PARLAMENTUL EUROPEAN ȘI CONSILIUL UNIUNII EUROPENE,

având în vedere Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene, în special articolul 50, articolul 53 alineatul (1) și articolul 114,

având în vedere propunerea Comisiei Europene,

după transmiterea proiectului de act legislativ către parlamentele naționale,

având în vedere avizul Comitetului Economic și Social European²⁷,

hotărând în conformitate cu procedura legislativă ordinară,

întrucât:

- (1) Directiva 2014/65/UE a Parlamentului European și a Consiliului²⁸ a fost modificată prin Regulamentul (UE) 2019/2115 al Parlamentului European și al Consiliului²⁹, care a introdus simplificări proporționale pentru a spori utilizarea piețelor de creștere pentru IMM-uri și pentru a reduce cerințele de reglementare excesive pentru emitenții care solicită admiterea valorilor mobiliare pe piețele de creștere pentru IMM-uri, menținând totodată un nivel adecvat de protecție a investitorilor și de integritate a pieței. Totuși, pentru a simplifica procesul de cotare și a face ca tratamentul normativ al societăților să devină mai flexibil și mai proporțional cu dimensiunea acestora, sunt necesare modificări suplimentare ale Directivei 2014/65/UE.

²⁷ JO C , , p. .

²⁸ Directiva 2014/65/UE a Parlamentului European și a Consiliului din 15 mai 2014 privind piețele instrumentelor financiare și de modificare a Directivei 2002/92/CE și a Directivei 2011/61/UE (JO L 173, 12.6.2014, p. 349).

²⁹ Regulamentul (UE) 2019/2115 al Parlamentului European și al Consiliului din 27 noiembrie 2019 de modificare a Directivei 2014/65/UE și a Regulamentelor (UE) nr. 596/2014 și (UE) 2017/1129 în ceea ce privește promovarea utilizării piețelor de creștere pentru IMM-uri (JO L 320, 11.12.2019, p. 1).

- (2) Directiva 2014/65/UE și Directiva delegată (UE) 2017/593 a Comisiei³⁰ stabilesc condițiile în care furnizarea de servicii de cercetare pentru investiții de către terți unor firme de investiții care furnizează servicii de administrare a portofoliului sau alte servicii de investiții sau servicii auxiliare nu trebuie considerată un stimulent. Pentru a încuraja efectuarea mai multor cercetări pentru investiții privind întreprinderile din Uniune, în special privind întreprinderile cu capitalizare mică și medie, și pentru a spori vizibilitatea și perspectiva acestora de a atrage potențiali investitori, este necesar să se introducă unele modificări la directiva respectivă.
- (3) Dispozițiile privind cercetarea prevăzute în Directiva 2014/65/UE impun întreprinderilor de investiții să separe plățile pe care le primesc drept comisioane de brokeraj de compensația percepută pentru furnizarea de servicii de cercetare pentru investiții („normele privind separarea activităților de cercetare”) sau să plătească serviciile de cercetare pentru investiții din resursele proprii și să evalueze calitatea cercetării pe care o achiziționează pe baza unor criterii de calitate solide și a capacității cercetării respective de a contribui la luarea unor decizii de investiții mai bune. În 2021, aceste norme au fost modificate prin Directiva (UE) 2021/338 a Parlamentului European și a Consiliului³¹ pentru a permite efectuarea de plăți grupate pentru serviciile de executare și serviciile de cercetare privind întreprinderile cu capitalizare mică și medie cu capitalizare bursieră mai mică de 1 miliard EUR. Cu toate acestea, declinul cercetării pentru investiții nu a încetinit.
- (4) Pentru a revitaliza piața cercetării pentru investiții și pentru a asigura includerea în cercetare a unui număr suficient de întreprinderi, în special de întreprinderi cu capitalizare mică și medie, este necesară o relaxare suplimentară a normelor privind separarea activităților de cercetare. Prin majorarea de la 1 miliard EUR la 10 miliarde EUR a pragului de capitalizare bursieră a întreprinderilor până la care nu se aplică normele privind separarea, mai multe întreprinderi cu capitalizare mică și medie, în special mai multe întreprinderi cu capitalizare medie, vor beneficia de mai multe activități de cercetare, devenind astfel mai vizibile pentru potențialii investitori, ceea ce va crește capacitatea lor de a obține finanțare pe piețe.
- (5) În plus, pentru a sprijini și mai mult includerea întreprinderilor cu capitalizare mică și medie în cercetarea pentru investiții, materialele de cercetare plătite integral sau parțial de emitenți ar trebui să fie etichetate drept „cercetare sponsorizată de emitent”. Pentru a asigura un nivel adecvat de obiectivitate și independență a acestor materiale de cercetare, materialele respective ar trebui să fie realizate în conformitate cu un cod de conduită elaborat sau aprobat de un operator de piață înregistrat într-un stat membru sau de o autoritate competentă. Pentru a sprijini creșterea vizibilității cercetării sponsorizate de emitent, emitenții ar trebui să aibă posibilitatea de a prezenta această

³⁰ Directiva delegată (UE) 2017/593 a Comisiei din 7 aprilie 2016 de completare a Directivei 2014/65/UE a Parlamentului European și a Consiliului în ceea ce privește protejarea instrumentelor financiare și a fondurilor care aparțin clienților, obligațiile de guvernare a produsului și normele aplicabile la acordarea sau primirea de onorarii, comisioane sau alte tipuri de beneficii pecuniare sau nepecuniare (JO L 87, 31.3.2017, p. 500).

³¹ Directiva (UE) 2021/338 a Parlamentului European și a Consiliului din 16 februarie 2021 de modificare a Directivei 2014/65/UE în ceea ce privește cerințele în materie de informații, guvernarea produselor și limitele pozițiilor, precum și a Directivelor 2013/36/UE și (UE) 2019/878 în ceea ce privește aplicarea acestora în cazul firmelor de investiții, pentru a contribui la redresarea în urma crizei provocate de COVID-19 (JO L 68, 26.2.2021, p. 14).

cercetare organismului de colectare relevant, astfel cum este definit³² la [articolul 2 alineatul (2) din Propunerea de regulament³³ privind un punct unic de acces european].

- (6) Directiva 2014/65/UE a introdus categoria piețelor de creștere pentru IMM-uri pentru a spori vizibilitatea și profilul piețelor specializate în IMM-uri și pentru a încuraja dezvoltarea unor standarde de reglementare comune în Uniune pentru piețele specializate în IMM-uri. Piețele de creștere pentru IMM-uri au un rol esențial în facilitarea accesului la capital pentru acești emitenți mai mici, prin faptul că răspund nevoilor acestora. Pentru a încuraja dezvoltarea acestor piețe specializate și a limita sarcina organizațională pentru operatorii de sisteme multilaterale de tranzacționare (MTF), este necesar să se permită unui segment de MTF să solicite să devină o piață de creștere pentru IMM-uri, cu condiția ca segmentul respectiv să fie separat în mod clar de restul MTF-ului.
- (7) Directiva 2001/34/CE a Parlamentului European și a Consiliului³⁴ stabilește norme privind cota pe piețele Uniunii. Directiva respectivă vizează coordonarea normelor privind admiterea valorilor mobiliare la cota oficială a unei burse de valori și privind informațiile care trebuie publicate cu privire la aceste valori mobiliare, pentru a oferi o protecție echivalentă investitorilor la nivelul Uniunii. Directiva stabilește, de asemenea, normele cadrului de reglementare și de supraveghere pentru piețele primare din Uniune. În decursul anilor, Directiva 2001/34/CE a fost modificată semnificativ de mai multe ori. Directiva 2003/71/CE a Parlamentului European și a Consiliului³⁵ și Directiva 2004/109/CE a Parlamentului European și a Consiliului³⁶ au înlocuit majoritatea dispozițiilor de armonizare a condițiilor de furnizare a informațiilor privind cererile de admitere a valorilor mobiliare la cota oficială a unei burse de valori și a informațiilor privind valorile mobiliare admise la tranzacționare; prin urmare, o mare parte din Directiva 2001/34/CE a devenit redundantă. Directiva 2001/34/CE, ca directivă de armonizare minimă, oferă statelor membre o marjă de apreciere destul de largă pentru a se abate de la normele prevăzute în directiva respectivă, ceea ce a condus la fragmentarea pieței în Uniune. Pentru a stimula armonizarea pieței la nivelul Uniunii și pentru a crea un cadru unic de reglementare, Directiva 2001/34/CE ar trebui abrogată.
- (8) La fel ca Directiva 2001/34/CE, și Directiva 2014/65/UE prevede reglementarea piețelor instrumentelor financiare și consolidează protecția investitorilor în Uniune. De asemenea, Directiva 2014/65/UE stabilește norme privind admiterea instrumentelor financiare la tranzacționare. Prin extinderea domeniului de aplicare al Directivei 2014/65/UE pentru a include dispoziții specifice din Directiva 2001/34/CE, se va asigura menținerea tuturor dispozițiilor relevante din Directiva 2001/34/CE. O

³² A se vedea articolul 2 alineatul (2) din Propunerea de regulament [2021.78.COD].

³³ Propunerea de regulament [2021/03.78.COD].

³⁴ Directiva 2001/34/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 28 mai 2001 privind admiterea valorilor mobiliare la cota oficială a unei burse de valori și informațiile care trebuie publicate cu privire la aceste valori mobiliare (JO L 184, 6.7.2001, p. 1).

³⁵ Directiva 2003/71/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 4 noiembrie 2003 privind prospectul care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau pentru admiterea valorilor mobiliare la tranzacționare și de modificare a Directivei 2001/34/CE (JO L 345, 31.12.2003, p. 64).

³⁶ Directiva 2004/109/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 15 decembrie 2004 privind armonizarea obligațiilor de transparență în ceea ce privește informația referitoare la emitenții ale căror valori mobiliare sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată și de modificare a Directivei 2001/34/CE (JO L 390, 31.12.2004, p. 38).

serie de dispoziții ale Directivei 2001/34/CE, inclusiv cerințele privind acțiunile liber tranzacționabile și capitalizarea bursieră, care se aplică în continuare, sunt puse în aplicare de autoritățile competente și sunt considerate norme importante în ceea ce privește solicitările de admitere la tranzacționare a acțiunilor pe piețele reglementate din Uniune de către participanții la piață. Prin urmare, este necesar să se transfere aceste norme din Directiva 2014/65/UE pentru a stabili, într-o nouă dispoziție a directivei respective, condiții minime specifice pentru admiterea acțiunilor la tranzacționare pe piețele reglementate. Aplicarea acestei noi dispoziții ar trebui să completeze dispozițiile generale privind admiterea instrumentelor financiare la tranzacționare prevăzute în Directiva 2014/65/UE.

- (9) Pentru a le oferi o mai mare flexibilitate emitenților și pentru a spori competitivitatea piețelor de capital din Uniune, cerința minimă privind acțiunile liber tranzacționabile ar trebui redusă la 10 %, prag care asigură un nivel suficient de lichiditate pe piață. Cerința privind acțiunile liber tranzacționabile prevăzută în Directiva 2001/34/CE, conform căreia un număr suficient de acțiuni trebuie distribuite publicului dintr-unul sau mai multe state membre, se referă la publicul din Uniune și din Spațiul Economic European (UE/SEE). Această restricție geografică a cerinței privind acțiunile liber tranzacționabile în UE/SEE nu ar trebui să fie menținută, deoarece Directiva 2014/65/UE nu prevede o astfel de restricție pentru instrumentele financiare admise la tranzacționare. Cerința ca o societate să își fi publicat sau depus conturile anuale pentru o anumită perioadă de timp nu ar trebui să fie transferată în Directiva 2014/65/UE, deoarece Regulamentul (UE) 2017/1129 al Parlamentului European și al Consiliului³⁷ conține deja o dispoziție în acest sens. Directiva 2014/65/UE prevede deja dispoziții privind desemnarea autorităților competente. Astfel, dispozițiile Directivei 2001/34/CE privind desemnarea uneia sau mai multor autorități competente sunt redundante. Cerința referitoare la titlurile de creanță, conform căreia valoarea împrumutului trebuie să nu fie mai mică de 200 000 EUR, este considerată caducă, având în vedere practica actuală a pieței.
- (10) Conceptul de admitere a valorilor mobiliare la cota oficială a burselor de valori, prevăzut în Directiva 2001/34/CE, nu mai este utilizat frecvent, având în vedere evoluțiile pieței, deoarece Directiva 2014/65/UE prevede deja conceptul de „admitere a instrumentelor financiare la tranzacționare pe o piață reglementată”. Cele două concepte, „admitere la cotarea oficială” și „admitere la tranzacționare pe o piață reglementată”, sunt adesea utilizate alternativ în unele state membre. Acest lucru înseamnă că, în unele state membre, nu se face nicio distincție între cele două concepte. În plus, regimul dual de admitere la tranzacționare, pe de o parte, și de admitere la cotarea oficială, pe de altă parte, ar putea conduce la insecuritate juridică la nivelul Uniunii, în special din cauza faptului că cerințele prevăzute în Directiva 2003/71/CE, în Directiva 2004/109/CE și în Directiva 2014/57/UE a Parlamentului European și a Consiliului³⁸ nu se aplică instrumentelor admise la cotarea oficială, dar se aplică instrumentelor admise la tranzacționare pe o piață reglementată.

³⁷ Regulamentul (UE) 2017/1129 al Parlamentului European și al Consiliului din 14 iunie 2017 privind prospectul care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau al admiterii de valori mobiliare la tranzacționare pe o piață reglementată, și de abrogare a Directivei 2003/71/CE (JO L 168, 30.6.2017, p. 12).

³⁸ Directiva 2014/57/UE a Parlamentului European și a Consiliului din 16 aprilie 2014 privind sancțiunile penale pentru abuzul de piață (directiva privind abuzul de piață) (JO L 173, 12.6.2014, p. 179).

- (11) Pentru a spori vizibilitatea societăților cotate, în special a IMM-urilor, și pentru a adapta condițiile de cotare în vederea îmbunătățirii cerințelor impuse emitentilor, ar trebui delegată Comisiei competența de a adopta acte în conformitate cu articolul 290 din Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene în ceea ce privește modificarea Directivei 2014/65/UE. Ar trebui adaptat pragul de capitalizare bursieră pentru întreprinderi, în funcție de care ar fi posibilă regruparea comisioanelor de executare a tranzacțiilor și a comisioanelor de cercetare, pentru a include întreprinderile cu capitalizare mică și medie, și ar trebui asigurat un cadru pentru dezvoltarea unei anumite forme de cercetare plătită de emitent. Adaptarea normelor de cotare în Uniune ar trebui, de asemenea, să reflecte practica de piață pentru a fi eficace și a promova concurența. Este deosebit de important ca, în cursul lucrărilor sale pregătitoare, Comisia să organizeze consultări adecvate, inclusiv la nivel de experți, și ca respectivele consultări să se desfășoare în conformitate cu principiile stabilite în Acordul interinstituțional din 13 aprilie 2016 privind o mai bună legiferare³⁹. În special, pentru a asigura participarea egală la pregătirea actelor delegate, Parlamentul European și Consiliul primesc toate documentele în același timp cu experții din statele membre, iar experții acestor instituții au acces sistematic la reuniunile grupurilor de experți ale Comisiei însărcinate cu pregătirea actelor delegate.
- (12) Prin urmare, Directiva 2014/65/UE ar trebui modificată în consecință.
- (13) Întrucât obiectivele prezentei directive, și anume facilitarea accesului întreprinderilor cu capitalizare mică și medie din Uniune la piețele de capital și sporirea coerenței normelor Uniunii privind cotarea, nu pot fi realizate în mod satisfăcător de către statele membre, dar pot fi realizate mai bine la nivelul Uniunii având în vedere îmbunătățirile și efectele urmărite, Uniunea poate adopta măsuri în conformitate cu principiul subsidiarității, astfel cum este prevăzut la articolul 5 din Tratatul privind Uniunea Europeană. În conformitate cu principiul proporționalității, astfel cum este prevăzut la articolul respectiv, prezenta directivă nu depășește ceea ce este necesar pentru realizarea acestor obiective,

ADOPTĂ PREZENTA DIRECTIVĂ:

Articolul 1

Modificarea Directivei 2014/65/UE

Directiva 2014/65/UE se modifică după cum urmează:

- (1) la articolul 4 alineatul (1), punctul 12 se înlocuiește cu următorul text:
- „12. «piață de creștere pentru IMM-uri» înseamnă un MTF sau un segment dintr-un MTF înregistrat ca piață de creștere pentru IMM-uri în conformitate cu articolul 33;”;
- (2) articolul 24 se modifică după cum urmează:
- (a) se introduc următoarele alineate (3a)-(3d):

³⁹ JO L 123, 12.5.2016, p. 1.

„(3a) Serviciile de cercetare furnizate de către terți firmelor de investiții care oferă servicii de administrare a portofoliului ori alte servicii de investiții sau servicii auxiliare și cercetările realizate și distribuite de astfel de firme trebuie să fie corecte, clare și neînșelătoare. Cercetarea trebuie să poată fi identificată în mod clar ca atare sau în termeni similari, cu condiția să fie îndeplinite toate condițiile aplicabile activității de cercetare.

(3b) În cazul în care cercetarea este plătită, integral sau parțial, de către emitent și este diseminată către public sau către firme de investiții sau către clienții unor firme de investiții care oferă servicii de administrare a portofoliului ori alte servicii de investiții sau servicii auxiliare, cercetarea respectivă trebuie să fie denumită «cercetare sponsorizată de emitent», cu condiția să fie realizată în conformitate cu un cod de conduită elaborat sau aprobat de un operator de piață înregistrat într-un stat membru sau de o autoritate competentă.

Codul de conduită trebuie să stabilească standardele minime de independență și obiectivitate care trebuie respectate de către furnizorii unei astfel de cercetări. Operatorul de piață sau autoritatea competentă publică pe site-ul său codul de conduită și îl revizuieste și îl aprobă din nou o dată la doi ani.

(3c) Statele membre se asigură că orice emitent își poate prezenta cercetarea sponsorizată de emitent, astfel cum este menționată la alineatul (3b) din prezentul articol, organismului de colectare relevant, astfel cum este definit la [articolul 2 alineatul (2) din Propunerea de regulament privind un punct unic de acces european⁴⁰].

(3d) Cercetările care sunt denumite «cercetare sponsorizată de emitent» trebuie să indice pe prima pagină, într-un mod clar și vizibil, că au fost elaborate în conformitate cu un cod de conduită. Trebuie să menționeze, de asemenea, numele operatorului de piață sau al autorității competente care a elaborat sau a aprobat codul de conduită respectiv. Orice alt material de cercetare plătit integral sau parțial de către emitent, dar care nu este realizat în conformitate cu un cod de conduită, astfel cum este menționat la alineatul (3b), se numește «comunicare cu caracter publicitar».”;

(b) la alineatul (9a), litera (c) se înlocuiește cu următorul text:

„(c) cercetarea pentru care sunt efectuate cheltuielile combinate sau plățile comune îi privește pe emitenții a căror capitalizare bursieră pentru perioada de 36 de luni anterioară furnizării cercetării nu a depășit 10 miliarde EUR, exprimată prin cotațiile de sfârșit de an, pentru anii în care emitenții sunt sau au fost cotați, sau prin capitalul propriu aferent exercițiilor financiare în care emitenții respectivi nu sunt sau nu au fost cotați.”;

⁴⁰

Propunerea de regulament [2021/0378.COD].

(3) articolul 33 se modifică după cum urmează:

(a) alineatele (1) și (2) se înlocuiesc cu următorul text:

„(1) Statele membre prevăd că operatorul unui MTF poate depune o cerere pe lângă autoritatea competentă din statul său membru de origine pentru a înregistra MTF-ul sau un segment al acestuia ca piață de creștere pentru IMM-uri.

(2) Statele membre prevăd că autoritatea competentă din statul membru de origine poate înregistra MTF-ul sau un segment al acestuia ca piață de creștere pentru IMM-uri dacă autoritatea competentă primește cererea menționată la alineatul (1) și se asigură că cerințele de la alineatul (3) sunt îndeplinite în ceea ce privește MTF-ul sau că cerințele de la alineatul (3a) sunt îndeplinite în ceea ce privește segmentul MTF-ului.”;

(b) se adaugă următorul alineat (3a):

„(3a) Statele membre se asigură că segmentul relevant al MTF-ului face obiectul unor norme, sisteme și proceduri eficiente care asigură respectarea condițiilor menționate la alineatul (3) și a tuturor condițiilor următoare:

(a) segmentul MTF-ului înregistrat ca «piață de creștere pentru IMM-uri» este separat în mod clar de celelalte segmente de piață exploatate de operatorul MTF-ului, lucru indicat, printre altele, printr-o denumire diferită, printr-un cadru de reglementare diferit, printr-o strategie de marketing diferită și prin publicitate diferită, precum și printr-o alocare specifică a codului de identificare a pieței pentru segmentul pieței de creștere pentru IMM-uri;

(b) tranzacțiile efectuate pe segmentul specific al pieței de creștere pentru IMM-uri sunt distinse în mod clar de alte activități de piață din cadrul celorlalte segmente ale MTF-ului;

(c) la cererea autorității competente din statul membru de origine a MTF-ului, MTF-ul trebuie să transmită o listă cuprinzătoare a instrumentelor cotate pe segmentul în cauză înregistrat ca piață de creștere pentru IMM-uri, precum și orice informații solicitate de autoritatea competentă privind funcționarea segmentului înregistrat ca piață de creștere pentru IMM-uri.”;

(c) alineatele (4)-(6) se înlocuiesc cu următorul text:

„(4) Criteriile prevăzute la alineatele (3) și (3a) nu aduc atingere respectării de către firma de investiții sau de către operatorul de piață care exploatează MTF-ul sau un segment al acestuia a altor obligații care le revin în temeiul prezentei directive, pertinente pentru exploatarea MTF-urilor.

(5) Statele membre prevăd că autoritatea competentă din statul membru de origine poate radia un MTF sau un segment al acestuia de pe lista piețelor de creștere pentru IMM-uri în oricare dintre următoarele cazuri:

- (a) firma de investiții sau operatorul de piață care exploatează MTF-ul sau un segment al acestuia solicită radierea sa de pe listă;
 - (b) cerințele de la alineatul (3) sau (3a) nu mai sunt îndeplinite în ceea ce privește MTF-ul sau un segment al acestuia.
- (6) Statele membre impun că, dacă o autoritate competentă din statul membru de origine înregistrează sau radiază un MTF sau un segment al acestuia ca piață de creștere pentru IMM-uri în temeiul prezentului articol, respectiva autoritate trebuie să notifice cât mai curând posibil ESMA cu privire la înregistrarea sau radierea respectivă. ESMA publică o listă a piețelor de creștere pentru IMM-uri pe site-ul său și asigură actualizarea acesteia.”;
- (d) alineatul (8) se înlocuiește cu următorul text:

„(8) Comisia este împuternicită să adopte acte delegate în conformitate cu articolul 89, pentru a completa prezenta directivă prin detalierea suplimentară a cerințelor prevăzute la alineatele (3) și (3a) din prezentul articol. Aceste cerințe trebuie să țină seama de necesitatea de a menține niveluri ridicate de protecție a investitorilor pentru a promova încrederea investitorilor în piețele respective, reducând în același timp la minimum sarcinile administrative pentru emitenții de pe piață. De asemenea, acestea trebuie să ia în considerare faptul că nu au loc radieri și nu se refuză înregistrări doar din cauza nerespectării temporare a cerinței prevăzute la alineatul (3) litera (a) din prezentul articol.”;

- (4) se introduce următorul articol 51a:

„Articolul 51a

Condiții specifice pentru admiterea acțiunilor la tranzacționare

- (1) Statele membre impun ca nivelul capitalizării bursiere previzibile a acțiunilor pentru care se solicită admiterea la tranzacționare sau, în cazul în care aceasta nu poate fi evaluată, capitalul și rezervele societății, incluzând profitul și pierderile, din ultimul exercițiu financiar, să fie de cel puțin 1 000 000 EUR sau o sumă echivalentă într-o monedă națională diferită de euro.
- (2) Cu toate acestea, alineatul (1) nu se aplică admiterii la tranzacționare a acțiunilor fungibile cu acțiuni deja admise la tranzacționare.
- (3) În cazul în care, în urma unei ajustări a echivalentului sumei exprimate în euro în moneda națională, capitalizarea bursieră exprimată în moneda națională rămâne timp de un an la o valoare care este cu cel puțin 10 % mai mică sau mai mare decât valoarea de 1 000 000 EUR, statul membru își adaptează, în termen de 12 luni de la expirarea acelei perioade, actele cu putere de lege și actele administrative, pentru a se conforma dispozițiilor alineatului (1).
- (4) Statele membre impun piețelor reglementate să se asigure că, în orice moment, cel puțin 10 % din capitalul subscris reprezentat de clasa de acțiuni vizată de cererea de admitere la tranzacționare este deținut de către public.
- (5) În cazul în care procentul acțiunilor deținute de public este mai mic de 10 % din capitalul subscris, statele membre se asigură că piețele reglementate impun

distribuirea către public a unui număr suficient de acțiuni pentru a îndeplini cerința prevăzută la alineatul (4).

(6) În cazul în care se solicită admiterea la tranzacționare a unor acțiuni fungibile cu acțiuni deja admise la tranzacționare, piețele reglementate evaluează, pentru a îndeplini cerința prevăzută la alineatul (4), dacă a fost distribuit către public un număr suficient de acțiuni în raport cu toate acțiunile emise, nu numai în raport cu acțiunile fungibile cu acțiuni deja admise la tranzacționare.

(7) Comisia este împuternicită să adopte acte delegate în conformitate cu articolul 89 pentru a modifica prezenta directivă prin modificarea pragurilor menționate la alineatele (1) și (3) sau la alineatele (4) și (5) sau la ambele, atunci când pragurile aplicabile reprezintă un obstacol în calea lichidității de pe piețele publice având în vedere evoluțiile financiare.”;

(5) articolul 89 se modifică după cum urmează:

(a) alineatele (2) și (3) se înlocuiesc cu următorul text:

„(2) Delegarea de competențe menționată la articolul 2 alineatele (3) și (4), la articolul 4 alineatul (1) punctul 2 al doilea paragraf, la articolul 4 alineatul (2), la articolul 13 alineatul (1), la articolul 16 alineatul (12), la articolul 23 alineatul (4), la articolul 24 alineatul (13), la articolul 25 alineatul (8), la articolul 27 alineatul (9), la articolul 28 alineatul (3), la articolul 30 alineatul (5), la articolul 31 alineatul (4), la articolul 32 alineatul (4), la articolul 33 alineatul (8), la articolul 51a alineatul (7), la articolul 52 alineatul (4), la articolul 54 alineatul (4), la articolul 58 alineatul (6), la articolul 64 alineatul (7), la articolul 65 alineatul (7) și la articolul 79 alineatul (8) se conferă Comisiei pentru o durată nedeterminată.

(3) Delegarea de competențe menționată la articolul 2 alineatele (3) și (4), la articolul 4 alineatul (1) punctul 2 al doilea paragraf, la articolul 4 alineatul (2), la articolul 13 alineatul (1), la articolul 16 alineatul (12), la articolul 23 alineatul (4), la articolul 24 alineatul (13), la articolul 25 alineatul (8), la articolul 27 alineatul (9), la articolul 28 alineatul (3), la articolul 30 alineatul (5), la articolul 31 alineatul (4), la articolul 32 alineatul (4), la articolul 33 alineatul (8), la articolul 51a alineatul (7), la articolul 52 alineatul (4), la articolul 54 alineatul (4), la articolul 58 alineatul (6), la articolul 64 alineatul (7), la articolul 65 alineatul (7) și la articolul 79 alineatul (8) poate fi revocată oricând de Parlamentul European sau de Consiliu. O decizie de revocare pune capăt delegării de competențe specificate în decizia respectivă. Decizia produce efecte din ziua care urmează datei publicării în *Jurnalul Oficial al Uniunii Europene* sau de la o dată ulterioară menționată în decizie. Decizia nu aduce atingere actelor delegate care sunt deja în vigoare.”;

(b) alineatul (5) se înlocuiește cu următorul text:

„(5) Un act delegat adoptat în temeiul articolului 2 alineatele (3) și (4), al articolului 4 alineatul (1) punctul 2 al doilea paragraf, al articolului 4 alineatul (2), al articolului 13 alineatul (1), al articolului 16 alineatul (12), al articolului 23 alineatul (4), al articolului 24 alineatul (13), al articolului 25

alineatul (8), al articolului 27 alineatul (9), al articolului 28 alineatul (3), al articolului 30 alineatul (5), al articolului 31 alineatul (4), al articolului 32 alineatul (4), al articolului 33 alineatul (8), al articolului 51a alineatul (7), al articolului 52 alineatul (4), al articolului 54 alineatul (4), al articolului 58 alineatul (6), al articolului 64 alineatul (7), al articolului 65 alineatul (7) sau al articolului 79 alineatul (8) intră în vigoare numai în cazul în care nici Parlamentul European și nici Consiliul nu au formulat obiecții în termen de trei luni de la notificarea acestuia către Parlamentul European și Consiliu sau în cazul în care, înaintea expirării termenului respectiv, Parlamentul European și Consiliul au informat Comisia că nu vor formula obiecții. Respectiva perioadă se prelungește cu trei luni la inițiativa Parlamentului European sau a Consiliului.”.

Articolul 2

Abrogarea Directivei 2001/34/CE

Directiva 2001/34/CE se abrogă de la data de ... [OP: a se introduce data = 24 de luni de la data intrării în vigoare a prezentei directive].

Articolul 3

Transpunere

(1) Statele membre adoptă și publică, cel târziu până la ... [OP: a se introduce data = 12 luni de la data intrării în vigoare a prezentei directive], actele cu putere de lege și actele administrative necesare pentru a se conforma prezentei directive. Statele membre comunică de îndată Comisiei textul acestor acte.

Statele membre aplică actele respective începând cu ... [OP: a se introduce data = 18 luni de la data intrării în vigoare a prezentei directive].

Atunci când statele membre adoptă aceste acte, ele cuprind o trimitere la prezenta directivă sau sunt însoțite de o astfel de trimitere la data publicării lor oficiale. Statele membre stabilesc modalitatea de efectuare a acestei trimiteri.

(2) Comisiei îi sunt comunicate de către statele membre textele principalelor dispoziții de drept intern pe care le adoptă în domeniul reglementat de prezenta directivă.

Articolul 4

Intrare în vigoare

Prezenta directivă intră în vigoare în a douăzecea zi de la data publicării în *Jurnalul Oficial al Uniunii Europene*.

Articolul 5
Destinatari

Prezenta directivă se adresează statelor membre.

Adoptată la Bruxelles,

*Pentru Parlamentul European,
Președinta*

*Pentru Consiliu,
Președintele*