

Bruselj, 8. december 2022
(OR. en)

15834/22

Medinstitucionalna zadeva:
2022/0405 (COD)

EF 369
ECOFIN 1299
CODEC 1970

SPREMNI DOPIS

Pošiljatelj:	za generalno sekretarko Evropske komisije: direktorica Martine DEPREZ
Datum prejema:	8. december 2022
Prejemnik:	Thérèse BLANCHET, generalna sekretarka Sveta Evropske unije
Št. dok. Kom.:	COM(2022) 760 final
Zadeva:	Predlog DIREKTIVE EVROPSKEGA PARLAMENTA IN SVETA o spremembi Direktive 2014/65/EU za povečanje privlačnosti javnih kapitalskih trgov v Uniji za podjetja in za olajšanje dostopa do kapitala za mala in srednja podjetja ter razveljavitvi Direktive 2001/34/ES

Delegacije prejmejo priloženi dokument COM(2022) 760 final.

Priloga: COM(2022) 760 final



EVROPSKA
KOMISIJA

Bruselj, 7.12.2022
COM(2022) 760 final

2022/0405 (COD)

Predlog

DIREKTIVA EVROPSKEGA PARLAMENTA IN SVETA

**o spremembi Direktive 2014/65/EU za povečanje privlačnosti javnih kapitalskih trgov v
Uniji za podjetja in za olajšanje dostopa do kapitala za mala in srednja podjetja ter
razveljavitvi Direktive 2001/34/ES**

(Besedilo velja za EGP)

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

OBRAZLOŽITVENI MEMORANDUM

1. OZADJE PREDLOGA

• Razlogi za predlog in njegovi cilji

Politično ozadje

Ta predlog je del svežnja akta o kotiranju, tj. svežnja ukrepov za povečanje privlačnosti javnih trgov za podjetja EU in olajšanje dostopa do kapitala za mala in srednje velika podjetja (MSP). Je v skladu z glavnim ciljem unije kapitalskih trgov, tj. izboljšati dostop do tržnih virov financiranja za podjetja EU v vseh fazah njihovega razvoja, tudi za manjša podjetja. Podjetja, ki kotirajo na borzi, vključno s tistimi, ki so začela kotirati pred kratkim, pogosto preHITEVAJO podjetja v zasebni lasti v smislu letne rasti prihodkov in ustvarjanja delovnih mest¹. S kotiranjem na javnih trgih lahko podjetja razpršijo bazo vlagateljev, zmanjšajo svojo odvisnost od bančnega financiranja, lažje in ceneje dostopajo do dodatnega lastniškega kapitala in dolžniškega financiranja (s sekundarnimi ponudbami), povečajo svojo prepoznavnost v javnosti in izboljšajo prepoznavnost blagovne znamke.

Od objave prvega akcijskega načrta za unijo kapitalskih trgov leta 2015 je bil dosežen napredek pri olajšanju in pocenitvi dostopa podjetij, zlasti MSP, do javnih trgov. Januarja 2018 je bila z Direktivo 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta (MiFID II)² uvedena nova kategorija večstranskih sistemov trgovanja, tj. zagonski trgi MSP³, da bi MSP olajšali dostop do kapitalskih trgov. Leta 2019 so bila z Uredbo (EU) 2019/2115 Evropskega parlamenta in Sveta⁴ (v nadaljnjem besedilu: uredba o kotiranju MSP) predlagana nova pravila EU za zmanjšanje upravnega bremena za podjetja, ki kotirajo na zagonskih trgih MSP, pri čemer naj bi se hkrati ohranila visoka raven zaščite vlagateljev in celovitosti trgov. Kljub temu napredku deležniki trdijo, da so potrebni nadaljnji regulativni ukrepi za racionalizacijo postopka kotiranja na borzi in povečanje njegove prožnosti za izdajatelje.

V novem akcijskem načrtu za unijo kapitalskih trgov, ki je bil sprejet septembra 2020, je bilo napovedano, da si bo Komisija „za spodbujanje in diverzifikacijo dostopa malih in

¹ Empowering EU capital markets – Making listing cool again (Krepitev kapitalskih trgov EU za MSP – obuditev privlačnosti kotiranja na borzi) (Končno poročilo strokovne skupine deležnikov (TESG) za MSP, maj 2021). Oxera Consulting LPP, Primary and secondary equity markets in EU (Primarni in sekundarni kapitalski trgi v EU), končno poročilo, november 2020, [Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf](#).

² Direktiva 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov ter spremembi Direktive 2002/92/ES in Direktive 2011/61/EU ((prenovitev) (UL L 173, 12.6.2014, str. 349).

³ Da bi se večstranski sistem trgovanja štel za zagonski trg MSP, mora biti vsaj 50 % izdajateljev, s finančnimi instrumenti katerih se trguje v večstranskem sistemu trgovanja, MSP, ki so v skladu z MiFID II opredeljena kot podjetja s povprečno tržno kapitalizacijo v višini manj kot 200 milijonov EUR. Za zagotovitev ustrezne ravni zaščite vlagateljev morajo pravila o kotiranju na zagonskih trgih MSP izpolnjevati tudi nekatere standarde kakovosti, vključno s potrebo po pripravi ustreznega dokumenta o uvrstitvi (kadar prospekt ni potreben) in rednem finančnem poročanju. Okvir zagonskega trga MSP je bil razvit, da bi se dodatno priznale potrebe MSP, ki prvič dostopajo do javnih trgov lastniških vrednostnih papirjev in obveznic.

⁴ Uredba (EU) 2019/2115 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 27. novembra 2019 o spremembi Direktive 2014/65/EU ter uredb (EU) št. 596/2014 in (EU) 2017/1129 v zvezi s spodbujanjem uporabe zagonskih trgov MSP (UL L 320, 11.12.2019, str. 1).

inovativnih podjetij do financiranja [...] prizadevala za poenostavitev pravil o kotiranju na javnih trgih“. Na podlagi tega in na podlagi uredbe o kotiranju MSP na borzi iz leta 2019 je Komisija ustanovila strokovno skupino deležnikov za MSP, ki je potrdila poglede deležnikov, da so potrebni nadaljnji zakonodajni ukrepi za podporo kotiranju podjetij na borzi, zlasti MSP. Strokovna skupina deležnikov je v svojem končnem poročilu iz maja 2021⁵ podala 12 priporočil za spremembo okvira za kotiranje tako na reguliranih trgih kot zagonskih trgih MSP.

Predsednica Ursula von der Leyen je 15. septembra 2021 v pismu o nameri⁶, naslovljenem na Parlament in predsedstvo Sveta, napovedala zakonodajni predlog za olajšanje dostopa MSP do kapitala, ki je bil vključen v delovni program Komisije za leto 2022⁷.

Odločitev podjetja za začetek kotiranja je zapletena in nanjo vplivajo številni dejavniki, od katerih so številni zunaj dosega regulatorjev in jih zato ni mogoče neposredno obravnavati z zakonodajo. Na primer, dejavniki, ki vplivajo na stroške storitev kotiranja na borzi, in splošneje geopolitična nestabilnost, brexit, COVID-19 in inflacija, so vplivali (in številni še vplivajo) na odločitev o začetku kotiranja, kdaj kotirati in ali naj podjetje kotira v EU. Vendar pa so regulativne zahteve ter s tem povezani stroški in breme prav tako pomemben dejavnik pri odločitvi podjetja, da začne kotirati in tudi še naprej kotira na borzi. Sveženj akta o kotiranju na borzi je ciljno usmerjen sklop ukrepov, katerih cilj je: (i) zmanjšati upravno breme, kadar se to šteje za pretirano (tj. kadar bi ureditev lahko prispevala k zaščiti vlagateljev/celovitosti trgov na stroškovno učinkovitejši način za deležnike), in (ii) povečati prožnost, ki jo pravo gospodarskih družb priznava ustanoviteljem podjetij ali večinskim delničarjem pri izbiri načina razdelitve glasovalnih pravic po uvrstitvi delnic v trgovanje.

Regulativni okvir, ki se uporablja za postopek kotiranja, je večplasten. Podjetja morajo izpolnjevati regulativne zahteve pred prvo javno ponudbo, med njo in po njej. Predlagano direktivo spremljata dva druga zakonodajna predloga, ki sta del svežnja akta o kotiranju: (i) predlog uredbe o spremembi uredbe o prospektu in uredbe o zlorabi trga, katerega cilj je racionalizirati in pojasniti zahteve glede kotiranja na primarnih in sekundarnih trgih, hkrati pa ohraniti ustrezno raven zaščite vlagateljev in celovitost trgov, in (ii) predlog direktive o delniških strukturah z različnimi glasovalnimi pravicami, katere cilj je odpraviti regulativne ovire, ki se pojavljajo v fazi pred prvo javno ponudbo, in zlasti neenake možnosti podjetij po vsej EU pri izbiri ustreznih struktur upravljanja ob začetku kotiranja na borzi.

Razlog za predlog

Podjetja, ki kotirajo na borzi, zlasti MSP, se morajo predstaviti morebitnim vlagateljem: sedanja nizka raven raziskav na področju investicij, razlog za katero so številni dejavniki v

⁵ Final report of the Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SMEs: Empowering EU capital markets – Making listing cool again (Končno poročilo strokovne skupine deležnikov za MSP: krepitev kapitalskih trgov EU – obuditev privlačnosti kotiranja na borzi) (europa.eu).

⁶ Glej str. 4: state_of_the_union_2021_letter_of_intent_en.pdf (europa.eu).

⁷ Sporočilo Komisije Evropskemu parlamentu, Svetu, Evropskemu ekonomsko-socialnemu odboru in Odboru regij – Delovni program Komisije za leto 2022 Skupaj za močnejšo Evropo (COM(2021) 645 final), na voljo na https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9fb5131e-30e9-11ec-bd8e-01aa75ed71a1.0021.02/DOC_1&format=PDF (europa.eu).

ozadju, povzroča njihovo slabo prepoznavnost in omejen interes vlagateljev, kar dodatno omejuje likvidnost podjetij, ki že kotirajo na borzi.

V skladu z MiFID II in Delegirano direktivo Komisije (EU) 2017/593⁸ se raziskava na področju investicij, kadar jo investicijskim podjetjem zagotovijo tretje osebe v povezavi s storitvami izvrševanja/borznega posredništva, ne šteje za spodbudo, če je prejeta v zameno za: (i) neposredno plačilo investicijskega podjetja iz lastnih sredstev ali (ii) plačilo z ločenega plačilnega računa za raziskave, ki ga nadzira podjetje in za katerega velja več pogojev (v nadaljnjem besedilu: pravila o ločevanju). Po nekaj letih uporabe je uspeh pravil o ločevanju postal vprašanje razprave.

Zdi se, da so pravila o ločevanju izpolnila nekatere cilje, vključno z boljšim obvladovanjem navzkrižij interesov, omejitvijo prekomernega izvajanja raziskav o zelo likvidnih delnicah in izboljšanjem preglednosti stroškov, povezanih z zagotavljanjem raziskav. Vendar ta pravila niso prispevala k rasti neodvisnih ponudnikov raziskav na področju investicij. Nasprotno, po uvedbi pravil o ločevanju so neodvisne raziskave postale nevzdržne zaradi nizkih cen, ki so jih zaračunavali nekateri večji ponudniki raziskav.

Dokazi nadalje kažejo, da bi pravila o ločevanju lahko zmanjšala splošno razpoložljivost raziskav, zlasti za podjetja z malo ali srednje veliko tržno kapitalizacijo, in povzročila krčenje infrastrukture za tržne raziskave, kar škodi konkurenčnemu in raznolikemu trgu izvajalcev analiz. Posredniki iz EU, ki so v preteklosti zagotavljali raziskave MSP v okviru svojih „združenih“ investicijskih storitev, so zmanjšali zmogljivosti za MSP, potem ko so se odločili, da stroškov raziskav ne bodo prenesli na svoje stranke. Segment podjetij z malo ali srednje veliko tržno kapitalizacijo, ki kotirajo na borzi, je bil še posebej prizadet, ker so združena plačila omogočala, da se plačila za raziskave o velikih podjetjih uporabijo za raziskave malih podjetij in podjetij s srednje veliko tržno kapitalizacijo. Na splošno je več raziskav pokazalo, da se je pokritost MSP z raziskavami v letih po začetku veljavnosti pravil o ločevanju znatno zmanjšala ali celo izginila. Posledici sta bili nadaljnja koncentracija na „ločenem“ raziskovalnem trgu ter zmanjšanje raznolikosti in obsega ponujenih raziskav.

Medtem ko so bila pravila o ločevanju zasnovana tako, da bi prekinila povezavo med posredniškimi provizijami in raziskavami na področju investicij ter ustvarila „ceno“ za raziskave na področju investicij, ločevanje dejansko ni omogočilo neodvisnega oblikovanja cen raziskav niti ni odprlo tega trga neodvisnim ponudnikom (ki niso posredniki). Najpomembnejše pa je, da pravila o ločevanju niso preprečila negativnega trenda obsega raziskav podjetij z malo ali srednje veliko kapitalizacijo in niso privedla do nastanka neodvisnih ponudnikov raziskav, osredotočenih na MSP.

Leta 2021 so bila pravila o ločevanju najprej spremenjena v okviru splošnejših prizadevanj v okviru svežnja za okrevanje v zvezi s kapitalskimi trgi⁹ za pomoč pri okrevanju po krizi

⁸ Delegirana direktiva Komisije (EU) 2017/593 z dne 7. aprila 2016 o dopolnitvi Direktive 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z zaščito finančnih instrumentov in sredstev, ki pripadajo strankam, obveznostmi glede upravljanja produktov in pravili, ki se uporabljajo za zagotavljanje ali prejemanje pristojbin, provizij ali kakršnih koli denarnih ali nedenarnih koristi (UL L 87, 31.3.2017, str. 500).

⁹ Direktiva (EU) 2021/338 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. februarja 2021 o spremembi Direktive 2014/65/EU glede zahtev po informacijah, upravljanja produktov in omejitev pozicij ter direktiv 2013/36/EU in (EU) 2019/878 glede njune uporabe za investicijska podjetja, za podporo okrevanju po krizi zaradi COVID-19.

zaradi COVID-19, zaradi česar so se morala podjetja bolj zanašati na dolg, kar je oslabilo njihove strukture financiranja. V okoliščinah, ko so podjetja potrebovala nujno dokapitalizacijo, se je potreba po večji prepoznavnosti podjetij EU, zlasti podjetij z malo ali srednje veliko tržno kapitalizacijo, štela za bistveno, implicitni stroški nepokritosti z raziskavami pa še za višje. V tem okviru je bil namen svežnja za okrevanje v zvezi s kapitalskimi trgi, ki se uporablja od 28. februarja 2022, izboljšati pokritost z raziskavami¹⁰ pri podjetjih z malo ali srednje veliko tržno kapitalizacijo, in sicer z zagotovitvijo izvzetja iz pravil o ločevanju za raziskave na področju investicij, ki zajemajo izdajatelje, katerih tržna kapitalizacija ne presega 1 milijarde EUR v obdobju 36 mesecev pred izvedbo raziskave, s katerim je bilo v takih primerih omogočeno skupno plačilo za izvrševanje trgovalnih poslov in raziskave. Čeprav je bil ta ukrep široko sprejet, pa težave ni obravnaval v zadostni meri. Ker številna investicijska podjetja in borzni posredniki ponujajo storitve podjetjem različnih velikosti (in z različnimi kapitalizacijami), vključno s tistimi, ki presegajo kapitalizacijo v višini 1 milijarde EUR, določeno v svežnju za okrevanje v zvezi s kapitalskimi trgi, so se ta investicijska podjetja in borzni posredniki odločili, da ne bodo uvedli dveh vzporednih sistemov za izdajanje računov za raziskave, s čimer bi ohranili ločen pristop za vse stranke. Zato sprememba svežnja za okrevanje v zvezi s kapitalskimi trgi ni v celoti dosegla svojega cilja, tj. podpreti izdelovanje raziskav o podjetjih z malo ali srednje veliko tržno kapitalizacijo, in v zvezi s tem bi bil potreben nadaljnji zakonodajni pregled.

Poleg sprememb ureditve ločevanja raziskav se s predlogom uvaja omejeno število sprememb zakonodajnega okvira, ki ureja zagonski trg MSP, tj. kategorijo večstranskih sistemov trgovanja, vzpostavljeno v skladu z direktivo MiFID II, za povečanje vidnosti in prepoznavnosti MSP ter za pomoč pri razvoju skupnih regulativnih standardov v EU za trge, specializirane za MSP¹¹.

Namen predloga je tudi razveljavitev direktive o kotiranju. Direktiva o kotiranju kot direktiva o minimalni uskladitvi, sprejeta leta 2001, je bila podlaga za kotiranje na trgih EU pred sprejetjem direktive o prospektu¹² in direktive o preglednosti¹³, ki sta nato nadomestili večino določb o uskladitvi pogojev za zagotavljanje informacij v zvezi z zahtevki za sprejem vrednostnih papirjev v kotiranje in informacij o vrednostnih papirjih, sprejetih v trgovanje. Z

¹⁰ V uvodni izjavi 8 svežnja za okrevanje v zvezi s kapitalskimi trgi (Direktiva (EU) 2021/338 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. februarja 2021 o spremembi Direktive 2014/65/EU glede zahtev po informacijah, upravljanja produktov in omejitev pozicij ter direktiv 2013/36/EU in (EU) 2019/878 glede njune uporabe za investicijska podjetja, za podporo okrevanju po krizi zaradi COVID-19) je navedeno: „Takoj po pandemiji COVID-19 je treba izdajatelje, predvsem mala podjetja in podjetja s srednje veliko tržno kapitalizacijo, podpreti z močnimi kapitalskimi trgi. Raziskave o malih izdajateljih in izdajateljih s srednje veliko tržno kapitalizacijo so bistvene za pomoč izdajateljem pri povezovanju z vlagatelji. Te raziskave povečujejo prepoznavnost izdajateljev in tako zagotavljajo zadostno raven naložb in likvidnost. Naložbena podjetja bi morala imeti možnost, da skupaj plačajo za zagotavljanje raziskav in za opravljanje storitev izvrševanja, če so izpolnjeni določeni pogoji.“

¹¹ ESMA je aprila 2021 objavil končno poročilo o delovanju ureditve za zagonske trge MSP, v katerem je ugotovil, da je bila ta nova ureditev razmeroma uspešna, saj je bilo v času objave poročila 17 večstranskih sistemov trgovanja registriranih kot zagonski trg MSP. Poročilo je na voljo: [final_report_on_sme_gms_-_mifid_ii.pdf](#) (europa.eu).

¹² Direktiva 2003/71/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 4. novembra 2003 o prospektu, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje in o spremembi Direktive 2001/34/ES (UL L 345, 31.12.2003, str. 64).

¹³ Direktiva 2004/109/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. decembra 2004 o uskladitvi zahtev v zvezi s preglednostjo informacij o izdajateljih, katerih vrednostni papirji so sprejeti v trgovanje na reguliranem trgu (UL L 390, 31.12.2004, str. 38).

direktivo MiFID je bil uveden pojem „sprejem finančnih instrumentov v trgovanje na reguliranem trgu“. V analizi Stalnega odbora ESMA za trge vrednostnih papirjev o izvajanju direktive o kotiranju je bilo ugotovljeno, da številne države članice konceptov, uporabljenih v direktivi o kotiranju, ne uporabljajo več v nacionalni zakonodaji¹⁴. Poleg tega imajo države članice, ki še vedno uporabljajo take pojme v nacionalnem pravu, precej široko diskrecijsko pravico, da odstopajo od pravil iz direktive o kotiranju, da bi upoštevale posebne razmere na lokalnem trgu. Trenutno se pojma „sprejem v uradno kotacijo“ in „sprejem v trgovanje na reguliranem trgu“ v nekaterih državah članicah pogosto uporabljata izmenično. Dvojna ureditev sprejema v trgovanje na eni strani in sprejema v uradno kotacijo na drugi strani bi lahko povzročila pravno negotovost na ravni Unije, zlasti ker se zahteve glede preglednosti in zlorabe trga, katerih namen je zaščititi vlagatelje in zagotoviti celovitost trgov, zdaj ne uporabljajo za instrumente, sprejete v uradno kotacijo, medtem ko se te zahteve uporabljajo za instrumente, sprejete v trgovanje na reguliranem trgu.

Cilji predloga

Splošni cilj tega predloga je uvesti ciljno usmerjene prilagoditve pravil EU, da se poveča prepoznavnost podjetij, ki kotirajo na borzi, zlasti MSP, in racionalizira postopek kotiranja, da se poveča pravna jasnost.

Namen predlaganih ciljno usmerjenih sprememb MiFID II je olajšati razvoj in zagotavljanje raziskav na področju investicij v zvezi s podjetji, zlasti malimi in srednjimi, ter dodatno spodbuditi privlačnost ureditve zagonskega trga MSP, da bi se na koncu olajšal dostop podjetij z malo ali srednje veliko tržno kapitalizacijo do kapitalskih trgov. Ta predlog zvišuje prag tržne kapitalizacije za podjetja z malo ali srednje veliko tržno kapitalizacijo, pod katerim bi bila mogoča ponovna združitev pristojbin za izvrševanje trgovalnih poslov in pristojbin za raziskave. S povišanjem sedanjega praga 1 milijarde EUR na 10 milijard EUR je cilj zajeti širši krog podjetij z malo ali srednje veliko tržno kapitalizacijo, zlasti srednje velikih podjetij, ki bi imela koristi od ureditve ponovnega združitve, kar bi zlasti omogočilo, da se plačila za raziskave o velikih podjetjih uporabijo tudi za raziskave malih podjetij. Izvzetje iz ureditve ločevanja bo odpravilo ovire za dostop do več raziskav pri podjetjih z malo ali srednje veliko tržno kapitalizacijo, pričakuje pa se tudi, da bo po vsem svetu oživilo trg za raziskave na področju investicij. Več raziskav o podjetjih z malo ali srednje veliko tržno kapitalizacijo, kot je na voljo potencialnim vlagateljem, večja je možnost, da ta podjetja najdejo vire financiranja. Več raziskav na področju investicij v zvezi s temi podjetji bo povečalo njihovo prepoznavnost in povečalo možnosti za privabljanje potencialnih vlagateljev. Glede na veliko število podjetij z malo ali srednje veliko tržno kapitalizacijo v EU je za gospodarstvo EU bistveno, da imajo ta podjetja dostop do različnih virov financiranja, tudi prek kapitalskih trgov.

Poleg tega je namen tega predloga zagotoviti okvir za razvoj posebne vrste raziskav, ki jih plača izdajatelj („raziskave, ki jih naroči izdajatelj“). Javno posvetovanje, izmenjava mnenj z deležniki in različne analize¹⁵ so pokazale, da so se tovrstne raziskave razvile zlasti po uvedbi

¹⁴ Samo sedem pristojnih nacionalnih organov je navedlo, da je direktiva o kotiranju še vedno v veljavi ali delno velja v njihovi jurisdikciji. Podrobnejša analiza je na voljo v Prilogi 7 k oceni učinka, priloženi temu predlogu.

¹⁵ Poročilo z naslovom „Reviving research in the wake of Directive 2014/65/EU: Observations, issues and recommendations“ (*Oživitve raziskav po Direktivi 2014/65/EU: ugotovitve, vprašanja in priporočila*), na voljo na: [20200124-rapport-mission-recherche-projet-va-pm.pdf \(amf-france.org\)](https://www.amf-france.org/20200124-rapport-mission-recherche-projet-va-pm.pdf).

direktive MiFID II, da bi nadomestile nezadostno pokritost z raziskavami o podjetjih z malo ali srednje veliko tržno kapitalizacijo. Glede na navzkrižja interesov, ki so neločljivo povezana s takšnimi raziskavami, se zdi, da je treba urediti njihovo izdelovanje, da se potrošnikom zagotovijo poštene in točne informacije. Za spodbujanje bolj preglednih in neodvisnih raziskav ta predlog določa, da se take raziskave pripravijo na podlagi kodeksa ravnanja, ki ga pripravi ali potrdi udeleženec na trgu ali pristojni organ v EU.

Da bi bile raziskave na področju investicij, označene kot raziskave, ki jih naročijo izdajatelji, lažje dostopne javnosti in da bi se povečala prepoznavnost podjetij z malo ali srednje veliko tržno kapitalizacijo pri potencialnih vlagateljih, je v predlogu navedeno, da naj države članice zagotovijo, da lahko izdajatelji svoje raziskave, ki jih naročijo izdajatelji, predložijo organu za zbiranje podatkov, kot je opredeljen v [členu 2(2) predloga uredbe o evropski enotni točki dostopa¹⁶].

Ko bo vzpostavljena evropska enotna točka dostopa (ESAP), ki jo je Komisija predlagala 25. novembra 2021¹⁷ in v zvezi s katero zdaj potekajo medinstitucionalna pogajanja s sozakonodajalcema EU, bo to enotna točka dostopa do javnih finančnih informacij o podjetjih v EU, vključno z MSP, in naložbenih produktih EU. Točka ESAP je zasnovana tako, da podjetjem v EU, zlasti MSP, zagotovi večjo prepoznavnost za vlagatelje in bi se lahko uporabljala za zbiranje in razširjanje raziskav, ki jih naročijo izdajatelji. V prihodnje bi se lahko točka ESAP uporabljala za objavljane obvestil izdajateljev v zvezi z raziskavami, ki jih naroči izdajatelj, in vsebino takih raziskav.

Poleg tega je namen ciljno usmerjenih sprememb direktive MiFID II pojasniti, da lahko upravljavec večstranskega sistema trgovanja (MTF) zaprosi za registracijo segmenta večstranskega sistema trgovanja kot zagonkega trga MSP, če so v zvezi s tem segmentom izpolnjene nekatere zahteve.

Namen tega predloga je tudi povečati usklajenost in skladnost pravil o kotiranju v EU, da bi regulativni okvir ustrezal svojemu namenu. Ta predlog zlasti usklajuje in konsolidira pravila o kotiranju z razveljavitvijo direktive o kotiranju in prenosom njenih ustreznih določb v MiFID II, da se zmanjšata pravna negotovost in tveganje regulativne arbitraže v EU.

Te določbe se nanašajo na naslednja področja: (i) zahteva glede minimalnega prostega obtoka, ki določa delež izdanega delniškega kapitala podjetja, ki je v rokah javnih vlagateljev, ne pa vodstvenih delavcev, direktorjev ali delničarjev, ki imajo obvladujoči delež, in (ii) predvidljiva tržna kapitalizacija delnic, za katere se zahteva sprejem v kotiranje, ali, če tega ni mogoče oceniti, kapital in rezerve podjetja, vključno s poslovnim izidom, iz zadnjega poslovnega leta. Predlog tudi zmanjšuje zahtevo glede minimalnega prostega obtoka s 25 % na 10 %, da se omogoči večja prožnost za izdajatelje, ki želijo obdržati velik delež v podjetju. Poleg tega novi prag minimalnega prostega obtoka v višini 10 % ne bo omejen na javnost v EU/EGP. Ta geografska omejitev zahteve glede prostega obtoka na EU/EGP se ne bo ohranila, saj direktiva MiFID II take omejitve ne določa za finančne instrumente, uvrščene v trgovanje.

¹⁶ Predlog uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o vzpostavitvi evropske enotne točke dostopa, ki zagotavlja centraliziran dostop do javno dostopnih informacij, pomembnih za finančne storitve, kapitalske trge in trajnostnost 2021/0378 (COD).

¹⁷ Predlog uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o vzpostavitvi evropske enotne točke dostopa, ki zagotavlja centraliziran dostop do javno dostopnih informacij, pomembnih za finančne storitve, kapitalske trge in trajnostnost 2021/0378 (COD).

- **Skladnost z veljavnimi predpisi s področja zadevne politike**

Spremembe direktive MiFID II in razveljavitev direktive o kotiranju so v skladu s splošnimi cilji direktive MiFID II, tj. povečati preglednost in okrepiti zaščito vlagateljev. Poleg tega ta predlog nadgrajuje in nadalje razširja spremembe ureditve za raziskave na področju investicij, ki so bile uvedene s svežnjem za okrevanje v zvezi s kapitalnimi trgi.

Ciljno usmerjene spremembe direktive MiFID II so popolnoma v skladu s cilji obstoječe ureditve za zagonske trge MSP iz direktive MiFID II, tj. „da se malim in srednjim podjetjem (MSP) olajša dostop do kapitala“, in s potrebo po osredotočanju na to, „kako naj bi ureditev v prihodnosti dodatno spodbujala in podpirala uporabo tega trga, da bi bil privlačen za vlagatelje, ter zagotavljala zmanjšanje upravnega bremena in dodatne spodbude za podjetja z malo ali srednje veliko tržno kapitalizacijo, da bi na kapitalne trge dostopala prek zagonskih trgov MSP“¹⁸.

- **Skladnost z drugimi politikami Unije**

Predlog je popolnoma v skladu s temeljnim ciljem unije kapitalnih trgov, da postane financiranje dostopnejše za podjetja EU, zlasti za MSP. Skladen je s številnimi zakonodajnimi in nezakonodajnimi ukrepi, ki jih je Komisija sprejela v okviru akcijskega načrta za unijo kapitalnih trgov iz leta 2015¹⁹, vmesnega pregleda akcijskega načrta za unijo kapitalnih trgov iz leta 2017²⁰ in akcijskega načrta za unijo kapitalnih trgov iz leta 2020.

Da bi podprli delovna mesta in rast v EU, je bil že od samega začetka ključni cilj unije kapitalnih trgov olajšanje dostopa do financiranja za podjetja, zlasti MSP. Od objave akcijskega načrta za unijo kapitalnih trgov leta 2015 so bili sprejeti nekateri ciljno usmerjeni ukrepi za razvoj zadostnih virov financiranja za MSP v vseh fazah razvoja. Komisija se je v okviru vmesnega pregleda akcijskega načrta za unijo kapitalnih trgov, objavljenem junija 2017, odločila povečati svojo raven ambicij in se bolj osredotočiti na dostop MSP do javnih trgov. Komisija je maja 2018 objavila predlog akta o kotiranju MSP²¹, katerega cilj je zmanjšati upravno breme in visoke stroške izpolnjevanja obveznosti, s katerimi se srečujejo izdajatelji na zagonskih trgih MSP, hkrati pa zagotoviti visoko raven celovitosti trgov in zaščite vlagateljev; spodbujati likvidnost delnic MSP, ki kotirajo na borzi, da bi ti trgi postali privlačnejši za vlagatelje, izdajatelje in posrednike; ter olajšati izdajanje dovoljenja večstranskim sistemom trgovanja za poslovanje kot zagonski trg MSP. Akt o kotiranju MSP je bil sprejet novembra 2019.

Poleg tega je Komisija po krizi zaradi COVID-19 objavila sveženj za okrevanje v zvezi s kapitalnimi trgi, ki je vključeval ciljno usmerjene spremembe kapitalnih trgov in regulacije bank, da bi kapitalni trgi lažje podprli podjetja EU pri okrevanju po krizi zaradi COVID-19.

¹⁸ Direktiva MiFID II, uvodna izjava 132.

¹⁹ Sporočilo Komisije Evropskemu parlamentu, Svetu, Evropskemu ekonomsko-socialnemu odboru in Odboru regij – Akcijski načrt o oblikovanju unije kapitalnih trgov (COM(2015) 468 final).

²⁰ Communication from the Commission on the mid-term review of the capital markets union action plan (Sporočilo Komisije o vmesnem pregledu akcijskega načrta za unijo kapitalnih trgov) ({SWD(2017) 224 final} in {SWD(2017) 225 final} – 8. junij 2017) https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf.

²¹ Predlog uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o spremembi uredb (EU) št. 596/2014 in (EU) 2017/1129 v zvezi s spodbujanjem uporabe zagonskih trgov MSP (COM(2018) 331 final).

Namen predlaganih sprememb pravil za kapitalske trge je bil zlasti zmanjšati regulativno breme in zapletenost za investicijska podjetja in izdajatelje.

Ta predlog temelji na akcijskem načrtu za unijo kapitalskih trgov iz leta 2020 in njegovem cilju, da postane financiranje dostopnejše za podjetja v EU (Ukrep 2: „Podpiranje dostopa do javnih trgov“). Predlog se osredotoča na poenostavitev regulativnih zahtev, ki lahko podjetje odvrnejo od tega, da bi se odločilo za začetek kotiranja ali nadaljnje kotiranje borzi. Drugi dejavniki, ki lahko izdajatelje odvrnejo od kotiranja, kot sta majhno število vlagateljev in ugodnejša davčna obravnava dolga kot lastniškega kapitala, so obravnavani v drugih tekočih in prihodnjih pobudah za unijo kapitalskih trgov, ki dopolnjujejo spremembe iz tega predloga in bi jih bilo treba analizirati v povezavi s to pobudo. Te pobude se na primer nanašajo na (i) vzpostavitev evropske enotne točke dostopa (ESAP), ki bo obravnavala pomanjkanje dostopnih in primerljivih podatkov za vlagatelje, s čimer bodo podjetja postala bolj prepoznavna za vlagatelje, (ii) centralizacijo informacij o trgovanju v EU v sistemu stalnih informacij za učinkovitejše trgovanje na javnih trgih in oblikovanje cen ter (iii) uvedbo olajšave za zmanjšanje naklonjenosti zadolževanju v razmerju do lastniškega kapitala (DEBRA)²², da bi lastniško financiranje postalo privlačnejše (in cenejše) za podjetja.

Poleg tega bo vrsta pobud Komisije dodatno okrepila bazo vlagateljev za lastniške vrednostne papirje, ki kotirajo na borzi. Sklad EU za prvo javno ponudbo MSP bo imel vlogo vodilnega vlagatelja, da bi privabil več zasebnih naložb v javni lastniški kapital MSP s partnerstvi z institucionalnimi vlagatelji in naložbami v sklade, osredotočene na izdajatelje MSP. S pregledoma uredbe o kapitalskih zahtevah in direktive Solventnost II se bo povečala baza vlagateljev za izdajatelje, saj se bodo olajšale naložbe bank in zavarovalnic v javni dolgoročni lastniški kapital.

Ta predlog je tudi v skladu z novim evropskim programom za inovacije²³, objavljenim leta 2022.

Predlog upošteva tudi dokaze iz mnenja platforme Pripravljeni na prihodnost o olajšanju dostopa MSP do kapitala in zlasti o poenostavitvi postopkov za uvrstitev vrednostnih papirjev MSP v trgovanje in drugih obveznosti glede kotiranja.

Ta predlog bo zlasti malim in srednjim podjetjem EU pomagal izkoristiti jasnejšo in enostavnejšo zakonodajno ureditev za dostop do kapitalskih trgov. To je tudi v skladu s ciljem svežnja pomoči za MSP, ki ga je predsednica Komisije Ursula von der Leyen 19. septembra 2022 napovedala v govoru o stanju v Uniji²⁴.

²² Predlog Direktiva Sveta o določitvi pravil o olajšavi za zmanjšanje naklonjenosti zadolževanju v razmerju do lastniškega kapitala in o omejitvi odbitka obresti za namene davka od dohodkov pravnih oseb (COM/2022/216 final).

²³ Sporočilo Komisije Evropskemu parlamentu, Svetu, Evropskemu ekonomsko-socialnemu odboru in Odboru regij – Novi evropski program za inovacije (COM/2022/332 final).

²⁴ Evropska komisija – Izjava z naslovom A “Relief Package” to give our SMEs a lifeline in troubled waters („Sveženj pomoči“, ki našim MSP omogoča rešilno vrvo v nemirnih vodah, spletni dnevnik komisarja Thierryja Bretona); Bruselj, 19. september 2022.

2. PRAVNA PODLAGA, SUBSIDIARNOST IN SORAZMERNOST

• Pravna podlaga

Predlog temelji na členu 50, členu 53(1) in členu 114 Pogodbe o delovanju Evropske unije (PDEU)²⁵.

Člen 50(1) PDEU in zlasti člen 50(2), točka (g), PDEU določata, da je EU pristojna za ukrepanje za uresničevanje svobode ustanavljanja v zvezi s posamezno dejavnostjo, zlasti tako da „[usklajuje], kolikor je to potrebno, zaščitne ukrepe, ki jih od družb ali podjetij iz drugega odstavka člena 54 za zaščito interesov družbenikov in tretjih zahtevajo države članice, zato da bi te zaščitne ukrepe izenačili v vsej Uniji“. Člen 50 PDEU pooblašča Parlament in Svet, da ukrepata z direktivami.

Člen 114 PDEU omogoča sprejetje ukrepov za približevanje določb zakonov in drugih predpisov v državah članicah, katerih predmet je vzpostavitev in delovanje notranjega trga. Zakonodajna veja Unije lahko uporabi člen 114 PDEU, zlasti kadar razlike med nacionalnimi predpisi ovirajo temeljne svoboščine ali izkrivljajo konkurenco in tako neposredno vplivajo na delovanje notranjega trga.

Pravna podlaga za spremembe direktive MiFID II je člen 53(1) PDEU. Člen 53 PDEU daje sozakonodajalcema pooblastilo za izdajo direktiv, katerih namen je osebam olajšati začetek in opravljanje gospodarskih dejavnosti po vsej EU.

• Subsidiarnost (za neizključno pristojnost)

V skladu s členom 4 PDEU mora biti ukrepanje EU za dokončanje notranjega trga ocenjeno z vidika načela subsidiarnosti iz člena 5(3) Pogodbe o Evropski uniji (PEU). Oceniti je treba, ali ciljev predloga: (i) države članice same ne bi mogle doseči in (ii) bi jih bilo glede na njihov obseg in učinek lažje doseči na ravni EU. Preučiti je treba tudi, ali bi bilo cilje bolje doseči z ukrepanjem na ravni EU (t. i. „preskus evropske dodane vrednosti“).

Cilj predlaganega ukrepa je zagotoviti boljšo pokritost z raziskavami v EU, zlasti za podjetja z malo in srednjo tržno kapitalizacijo. Ker ukrep zadeva pravila o spodbudah, ki jih ureja direktiva MiFID II, bi se revidirana pravila uporabljala tudi na ravni EU.

Kar zadeva kodeks ravnanja za raziskave, ki jih naroči izdajatelj, bi predlagani ukrep EU glede na to, da se take raziskave lahko distribuirajo čezmejno, zagotovil, da bi za vse raziskave, ki jih naroči izdajatelj, veljale enake ali podobne zahteve. To bi na usklajen način izboljšalo kakovost raziskav, ki jih naročijo izdajatelji, po vsej EU in posledično izboljšalo dostop do možnosti financiranja prek javnih trgov EU.

Kar zadeva zahteve za začetek kotiranja iz direktive o kotiranju, je zaradi različnih pristopov držav članic in njihovih različnih razlag pravil težko zmanjšati regulativno razdrobljenost v EU. Ker direktiva MiFID II zdaj zajema pravila za sprejem finančnih instrumentov v trgovanje in si prizadeva za čim večjo uskladitev nacionalnih pravil, se zdi uvedba preostalih ustreznih določb direktive o kotiranju v direktivo MiFID II najprimernejši način za zmanjšanje različne uporabe pravil o kotiranju v EU.

²⁵ UL C 326, 26.10.2012, str. 47.

- **Sorazmernost**

Kar zadeva načelo sorazmernosti, predlog ne presega okvirov, ki so nujno potrebni za doseganje njegovih ciljev. Skladen je z načelom sorazmernosti ob upoštevanju pravega ravnovesja med interesi udeležencev na trgu in stroškovno učinkovitostjo ukrepa.

Kar zadeva raziskave na področju investicij, bo predlagana regulativna sprememba zmanjšala breme za naložbena podjetja in posledično zagotovila, da bo več podjetij z malo in srednje veliko tržno kapitalizacijo pokritih z raziskavami in imelo koristi od večje prepoznavnosti na trgu.

Kar zadeva direktivo o kotiranju, predlog za njeno razveljavitev in vključitev ustreznih določb v direktivo MiFID II na splošno kaže razvoj zakonodajnega okolja.

- **Izbira instrumenta**

Ta predlog spreminja direktivo Evropskega parlamenta in Sveta, sprejeto na podlagi člena 53(1) PDEU. Zato je za spremembo navedene direktive potreben predlog direktive.

Direktiva o kotiranju temelji na členih 50 in 114 PDEU. Direktiva o kotiranju bo razveljavljena, ustrezne določbe o kotiranju pa bodo vključene v direktivo MiFID II. To bo državam članicam omogočilo, da spremenijo veljavno zakonodajo v obsegu, ki je potreben za zagotovitev skladnosti z ustreznimi določbami direktive MiFID II.

3. REZULTATI NAKNADNIH OCEN, POSVETOVANJ Z DELEŽNIKI IN OCEN UČINKA

- **Naknadne ocene/preverjanja primernosti obstoječe zakonodaje**

Ta pobuda se osredotoča na zmanjšanje regulativnega bremena, ki ga imajo izdajatelji med postopkom za začetek kotiranja in pozneje, ko kotirajo na borzi. Zato zajema le tiste vidike zakonodaje EU, za katere deležniki menijo, da ovirajo dostop podjetij do javnih trgov in njihovo zmožnost ostati na javnih trgih.

Službe Komisije so za pripravo te pobude zbrale znatno količino podatkov neposredno od mest trgovanja in izdajateljev (vključno z združenji MSP). Strokovna skupina deležnikov (ki je delovala med oktobrom 2020 in majem 2021) je poleg prispevkov udeležencev na trgu predložila še nekaj dokazov. Komisija je novembra 2020 pri družbi Oxera naročila tudi študijo o trgih primarnih in sekundarnih lastniških vrednostnih papirjev v EU, ki vsebuje zelo podroben pregled kapitalskih trgov EU. Drugi uporabljeni viri so vključevali obsežno akademsko literaturo in raziskave.

Več informacij o težavah, ugotovljenih v predlogu, je na voljo v oceni učinka akta o kotiranju, ki je priložena temu predlogu. Priloga 7 vsebuje pregled, kako države članice izvajajo direktivo o kotiranju, in določa možne prihodnje ukrepe. V Prilogi 9 so analizirana pravila o raziskavah na področju investicij in dosedanje spremembe zakonodajnega okolja EU. V njej so določeni tudi možni nadaljnji ukrepi.

- **Posvetovanja z deležniki**

Komisija je 19. novembra 2021 začela 14-tedensko javno in ciljno usmerjeno posvetovanje, v katerem je zbrala mnenja deležnikov o tem, kako povečati splošno privlačnost kotiranja na javnih trgih v Uniji, vključno z morebitnimi pomanjkljivostmi regulativnega okvira, ki podjetja odvrčajo od zbiranja sredstev prek kapitalskih trgov. V okviru posvetovanja so bila

postavljena posebna vprašanja v zvezi z Uredbo (EU) 2017/1129, Uredbo (EU) št. 596/2014, vključno z Direktivo 2001/34/ES in Direktivo 2014/65/EU, ter področji, na katerih so potrebne splošne izboljšave.

Skupaj je bilo prejetih 108 odgovorov, ki so jih poslali deležniki iz 22 držav članic, Združenih držav Amerike, Združenega kraljestva in Švice.

Večina anketirancev (60 %) je menila, da bi bilo koristno v raven 1 vključiti pogoje, pod katerimi lahko upravljavec MTF registrira segment MTF kot zagonski trg MSP. Poudarili so, da bi to povečalo pravno jasnost. Dodali so, da bi takšna sprememba lahko spodbudila tudi več večstranskih sistemov trgovanja k registraciji segmentov kot zagonskega trga MSP.

Majhna večina anketirancev (51 %) je menila, da je nova ureditev raziskav, ki je bila uvedena s svežnjem za okrevanje v zvezi s kapitalskimi trgi, pozitivna za podporo dostopu MSP do kapitalskih trgov. Večina sodelujočih pa je poudarila, da je učinek svežnja za okrevanje v zvezi s kapitalskimi trgi zelo omejen. Nekateri so poudarili, da pokrivanje MSP z raziskavami velja za negospodarno za upravljavce premoženja in ponudnike raziskav ter da je to dolgoročen trend. Kljub temu so zlasti poslovna združenja in pristojni nacionalni organi poudarili, da je še prezgodaj, da bi lahko ugotovili, kakšen je splošni učinek nove ureditve. Velika večina anketirancev (72,9 %) meni, da bi bilo koristno še bolj olajšati ureditev direktive MiFID II na področju raziskav. Medtem ko so nekatera predlagala odpravo praga za izvzetje, da bi v celoti pokrili segmenta z malo in srednje veliko tržno kapitalizacijo, je več poslovnih združenj menilo, da je vrnitev na popolnoma združene cene za izvrševanje naročil in raziskave podjetij edina rešitev za spodbujanje raziskav za MSP (ki so se zmanjšale na skoraj neobstoječo raven). Nekateri so menili tudi, da je bil sistem raziskav v okviru direktive MiFID II napačno zasnovan za podjetja katere koli velikosti. Trdili so, da je ureditev iz direktive MiFID II posredno postala spodbuda za dodelitev večjega dela vrednosti raziskovalnih storitev v roke nekaj velikih akterjev (kar vodi do konsolidacije v industriji).

Večina je priporočila, naj se iz pravila o ločevanju v celoti izvzamejo raziskave o stalnem donosu, saj reforma ni imela nobenega učinka na razpone cen niti ni privedla do več raziskav neodvisnih ponudnikov. Vendar je nekaj anketirancev tudi močno nasprotovalo popolni ponovni združitvi, pri čemer so trdili, da bi to ustvarilo nesprejemljive neenake konkurenčne pogoje za raziskave, ki jih izvajajo investicijska podjetja in drugi pripravljavci raziskav – raziskave morajo biti neodvisne ne glede na dejstvo, da lahko subjekt, ki jih izda, opravlja druge dejavnosti ali pripada skupini. Številni anketiranci so predlagali spodbujanje raziskav, ki jih naročijo izdajatelji, in trdili, da je to edini način za razvoj raziskav o MSP (tako lastniških produktov kot produktov s stalnim donosom). Vendar so predlagali zaščitne ukrepe za povečanje sprejemljivosti za vlagatelje, na primer tako, da bi zanje veljala pravila ravnanja in da bi jih jasno označili kot raziskave, ki jih je naročil izdajatelj (in ne kot tržno sporočilo). Velika večina anketirancev (58,5 %) je menila, da je treba direktivo o kotiranju v sedanji obliki spremeniti. Mnenja anketirancev glede tega, ali bi bilo treba direktivo o kotiranju vključiti v drug zakonodajni akt, spremeniti kot direktivo ali spremeniti in preoblikovati v uredbo ali razveljaviti, so bila deljena. Več kot 33 % anketirancev je menilo, da so opredelitve iz člena 1 direktive o kotiranju zastarele. Skoraj 47 % anketirancev na to vprašanje ni moglo odgovoriti. Zelo malo anketirancev (20 %) je menilo, da opredelitve niso zastarele. Večina anketirancev (54 %) je menila, da je široka prožnost, ki jo direktiva o kotiranju dopušča državam članicam in pristojnim nacionalnim organom pri uporabi pravil za uvrstitev delnic in dolžniških vrednostnih papirjev v uradno kotacijo, ustrezna glede na lokalne tržne razmere. Večina anketirancev, ki so izrazili svoje mnenje, je menila, da so pričakovana tržna kapitalizacija (člen 43(1) direktive o kotiranju na borzi), razkritje pred IPO (člen 44 direktive o kotiranju na borzi) in zahteva glede prostega obtoka (člen 48(5) direktive o kotiranju na borzi) zelo ali precej pomembni (67 %, 68 % oziroma 72 %). Nekateri anketiranci so dodali,

da je potrebna prožnost za prilagoditev zahtev glede na velikost trga ali izdajatelja (da bi imeli možnost znižati prag prostega obtoka), drugi pa so trdili, da nacionalna diskrecijska pravica ne bi bila potrebna, če bi bil na ravni EU določen ustrezen minimalni prag.

- **Zbiranje in uporaba strokovnega znanja in izkušenj**

Komisija zadnja leta nenehno ocenjuje dostop podjetij in zlasti MSP do javnih trgov. Vprašanja v zvezi z regulativnim bremenom za podjetja pri dostopu do javnih trgov so bila izpostavljena v okviru strokovne skupine deležnikov in akcijskega načrta za unijo kapitalskih trgov iz leta 2020. Komisija je upoštevala tudi obsežno raziskavo o tej temi, opravljeno v študiji družbe Oxera.

Komisija je aprila 2022 organizirala tudi dva tehnična sestanka/delavnice z deležniki iz industrije, da bi dodatno izpopolnila obravnavane možnosti politike.

Poleg tega je Komisija cilj predloga predstavila strokovni skupini Evropskega odbora za vrednostne papirje in koordinatorjem Odbora za ekonomske in monetarne zadeve (ECON) Evropskega parlamenta.

Priporočila strokovne skupine

Evropska komisija je oktobra 2020 ustanovila strokovno skupino deležnikov. Skupina je bila zadolžena za spremljanje in ocenjevanje delovanja zagonskih trgov MSP ter zagotavljanje strokovnega znanja in morebitnega prispevka na drugih pomembnih področjih dostopa MSP do javnih trgov. Strokovna skupina deležnikov je potrdila pomisleke, ki so jih izrazili deležniki, da so potrebni nadaljnji zakonodajni ukrepi za podporo kotiranja podjetij, zlasti MSP. Skupina je v končnem poročilu, objavljenem maja 2021, podala 12 priporočil, vključno s spodbudo državam članicam, naj uvedejo ukrepe za spodbujanje pokritosti vseh malih in srednjih podjetij, ki kotirajo na borzi, z raziskavami o lastniškem kapitalu.

Srečanja z deležniki

Službe Komisije so aprila 2022 organizirale tudi dva tehnična sestanka/delavnice z deležniki iz industrije, da bi dodatno izpopolnile obravnavane možnosti politike, ki jih je preučevala Komisija. Srečanje z borzami je potekalo 5. aprila 2022. Večina borz se je zavzela za razveljavitev direktive o kotiranju, če se nekateri elementi (prosti obtok in minimalna predvidljiva tržna kapitalizacija) vključijo v ureditev MiFID II. Nekatere so podprle tudi znižanje minimalnega prostega obtoka na 10 %. Ena borza je izrazila mnenje, da je koncept „uvrstitev v uradno kotacijo na borzi“ pomemben in bi ga bilo treba ohraniti. Ta borza je iz tega razloga nasprotovala razveljavitvi direktive. Srečanje z izdajatelji in vlagatelji je potekalo 8. aprila 2022. Kar zadeva direktivo o kotiranju, so deležniki, ki so izrazili svoje mnenje, menili, da bi bilo smiselno črtati določbe o prostem obtoku.

Srečanja s strokovnjaki iz držav članic

Komisija je 15. oktobra 2021 cilj predloga predstavila tudi na seji strokovne skupine Evropskega odbora za vrednostne papirje (EGESC), nato pa še 17. in 30. maja 2022. Delegacije, ki so sodelovale v razpravi, so podprle cilj Komisije glede izboljšanja privlačnosti javnih trgov EU ob hkratnem zagotavljanju zaščite vlagateljev in celovitosti trgov.

Srečanje s koordinatorji Odbora za ekonomske in monetarne zadeve Evropskega parlamenta.

Koordinatorji poslancev Evropskega parlamenta, ki so sodelovali v razpravi, so pozdravili predlog Komisije o nadaljnjem ukrepanju v zvezi z aktom o kotiranju in priznali težave z javnimi trgi EU. Poudarili so, da mora Komisija najti pravo ravnovesje, da bodo lahko vsa

podjetja, zlasti MSP, dostopala do javnih trgov za financiranje, hkrati pa zagotovila ustrezno zaščito vlagateljev.

- **Ocena učinka**

Ocena učinka je bila 10. junija 2022 predložena Odboru za regulativni nadzor, 8. julija 2022 pa jo je zadevni odbor odobril s pridržki. Odbor za regulativni nadzor je zahteval spremembo osnutka ocene učinka, da se pojasni: (i) povezanost in skladnost pobude akta o kotiranju z drugimi povezanimi pobudami na kapitalskih trgih; (ii) tveganja in omejitve analize ter (iii) različna stališča različnih kategorij deležnikov o opredelitvi problema, možnostih in njihovih učinkih. Pripombe, ki jih je oblikoval odbor, so bile obravnavane in vključene v končno različico ocene učinka.

Ocena učinka se osredotoča na opredelitev in odpravo posebnih regulativnih ovir v vsaki fazi postopka kotiranja. V njej so obravnavane ovire v fazi pred prvo javno ponudbo, ki izhajajo iz prava gospodarskih družb, zlasti iz dejstva, da kotiranje delnic z večjo glasovalno močjo v nekaterih državah članicah ni mogoče. Nato je poudarek na ovirah v fazi prve javne ponudbe, ki izhajajo iz uredbe o prospektu, zlasti zaradi visokih stroškov priprave prospekta. Nazadnje so obravnavane še ovire, ki se pojavijo v fazi po prvi javni ponudbi in ki izhajajo iz uredbe o zlorabi trga, zlasti stroški zaradi pravne nejasnosti v zvezi z obveznostjo izdajateljev, da javno razkrijejo notranje informacije. V oceni učinka sta za vsako fazo postopka kotiranja določeni dve alternativni možnosti politike na podlagi analize razpoložljivih empiričnih dokazov in upoštevanja stališč deležnikov.

V oceni učinka so analizirane možnosti v zvezi s tremi cilji, tj. ali: (i) so se zmanjšali regulativni stroški in stroški izpolnjevanja obveznosti za podjetja, ki želijo kotirati na borzi, ali tista, ki že kotirajo na borzi, (ii) je zagotovljena zadostna raven zaščite vlagateljev in celovitosti trgov ter (iii) je izdajateljem zagotovljenih več spodbud za kotiranje. Prednostna možnost (za vsako fazo postopka kotiranja) bi zato morala biti stroškovno učinkovita in uspešna pri odpravljanju ugotovljene ovire, hkrati pa bi morala zagotavljati dovolj visoko raven zaščite vlagateljev in celovitosti trgov. Pri opredeljevanju in ocenjevanju možnosti je bila upoštevana sorazmernost ukrepov za manjša podjetja.

Čeprav regulativne spremembe, določene v možnostih, same po sebi ne bi mogle obravnavati vseh izzivov, s katerimi se srečujejo javni trgi EU, poskušajo skupaj z drugimi ukrepi, ki se obravnavajo kot del širšega načrta za izboljšanje dostopa podjetij do javnih kapitalskih trgov, prispevati k temu, da bi se trenutni negativni trend na javnih trgih EU obrnil. Brez teh regulativnih izboljšav bi se javni trgi EU še naprej zanašali na neoptimalen regulativni okvir za kotiranje, kar bi zmanjšalo privlačnost javnih trgov, to pa bi povzročilo gospodarske stroške za izdajatelje, vlagatelje in gospodarstvo EU kot celoto. Osnovni scenarij zato ne predvideva sprememb zakonodajnega okvira, ki ureja pravila o kotiranju in podjetja, ki že kotirajo na borzi.

V zvezi z direktivo o kotiranju se v oceni učinka priporoča razveljavitev direktive o kotiranju in prenos ustreznih določb iz direktive o kotiranju v direktivo MiFID II.

V zvezi z direktivo MiFID se v oceni učinka priporoča preučitev ukrepov, ki bi jih bilo mogoče sprejeti za oživitev trga za raziskave na področju investicij, kot je povečanje tržne kapitalizacije izdajateljev/podjetij, pod katero se uporablja izvzetje, da bi se pokrili širši nabor MSP. Še en ukrep, ki bi prispeval k spodbujanju več raziskav, ki bi jih naročili izdajatelji, bi bila priprava „kodeksa ravnanja“, ki bi urejal takšne raziskave.

Kar zadeva socialne, gospodarske in okoljske učinke, preverjanje podnebne skladnosti in načelo, da se ne škoduje bistveno, bo ta predlog prispeval k agendi za unijo kapitalskih trgov in njenim ciljem za zagotovitev razvoja in nadaljnega povezovanja kapitalskih trgov v EU. Pričakuje se, da bodo regulativni ukrepi, predlagani v tej pobudi, vplivali na vsa podjetja v EU, zlasti na MSP, ki so bolj izpostavljena (prekomernemu) regulativnemu bremenu kot večja podjetja z večjo sposobnostjo pokrivanja stroškov. Ta predlog bi prispeval tudi k razvoju bolj odprtih in konkurenčnih kapitalskih trgov, kar bi koristilo zlasti hitreje rastočim podjetjem v inovativnih in raziskovalno intenzivnih sektorjih, ki imajo običajno večje kapitalske potrebe.

Pobuda predvidoma ne bo imela neposrednega socialnega učinka. Vendar lahko pride do pozitivnega posrednega vpliva na zaposlovanje. Čeprav (posrednega) socialnega učinka ni mogoče količinsko opredeliti, je verjetno pozitiven. Če bo s predlogom dosežen cilj olajšanja dostopa do javnih trgov za podjetja iz EU, bodo lahko ta imela koristi od bolj raznolikih in večjih virov financiranja, kar bo tem podjetjem omogočilo inovacije, rast in zaposlovanje več ljudi.

Izvajanje tega predloga ne bo neposredno ali posredno povzročilo nobenih neposrednih ali posrednih vplivov na okolje ali znatne škode. Vendar pa bo lahko veliko število podjetij, ki kotirajo na javnih trgih, sodelovalo v procesu razvoja in inovacij novih okolju prijaznih tehnologij. Boljši dostop do financiranja bo tem podjetjem omogočil hitrejšo rast in dodelitev več finančnih sredstev programom raziskav in razvoja, ki lahko prispevajo k ciljem evropskega zelenega dogovora.

Ta predlog je v skladu s ciljem trajnostnega razvoja 8²⁶ – dostojno delo in gospodarska rast, saj prispeva k rasti MSP z olajšanjem dostopa do financiranja prek javnih trgov. Podjetja, ki začnejo kotirati na borzi, so ključno gonilo novih naložb in ustvarjanja delovnih mest. Lažji dostop do javnih trgov spodbuja podjetnike k diverzifikaciji v času gospodarskih pretresov, kar vodi v odpornejše gospodarstvo. Prav tako neposredno prispeva k cilju 8.3 „spodbujati razvojno naravnane politike v podporo proizvodnim dejavnostim, ustvarjanju dostojnih delovnih mest, podjetništvu, ustvarjalnosti in inovativnosti ter ureditev pravnega statusa in rast mikro, malih in srednje velikih podjetij, tudi z dostopom do finančnih storitev“, cilju 8.10, „okrepiti zmogljivosti domačih finančnih ustanov za spodbujanje in širjenje splošnega dostopa do bančnih, zavarovalnih in finančnih storitev“, ter posredno k cilju 8.2, „izboljšati produktivnost gospodarstva z diverzifikacijo, tehnološko prenovu in inovacijami ter s poudarkom na delovno intenzivnih panogah z visoko dodano vrednostjo“.

Poleg tega je ta v skladu s ciljem trajnostnega razvoja št. 9 – industrija, inovacije in infrastruktura, saj bi lažji dostop do javnih trgov povečal dostop manjših (industrijskih) podjetij do novih možnosti financiranja. To bi jim zagotovilo alternativne vire financiranja ter njihovo sposobnost rasti in inovacij, tudi na področjih, ki so ključnega strateškega pomena za EU. Posredno prispeva k cilju 9.3 „povečati dostop do finančnih storitev in ugodnih posojil za mala industrijska in druga podjetja, zlasti iz držav v razvoju, ter jih dejavneje vključevati v vrednostne verige in na trge.“

²⁶ Cilj trajnostnega razvoja št. 8 med cilji trajnostnega razvoja Združenih narodov se nanaša na „dostojno delo in gospodarsko rast“. Pričakuje se, da bo akt o kotiranju prispeval k rasti MSP zagotavljanjem lažjega dostopa do financiranja prek javnih trgov. Podjetja, ki začnejo kotirati na borzi, so ključno gonilo novih naložb in ustvarjanja delovnih mest. Lažji dostop do javnih trgov spodbuja podjetnike k diverzifikaciji v času gospodarskih pretresov, kar vodi v odpornejše gospodarstvo.

Pričakuje se, da ta predlog na splošno ne bo imel učinka na digitalizacijo.

- **Primernost in poenostavitev ureditve**

Splošni sveženj akta o kotiranju naj bi izdajateljem, vključno z MSP, prinesel letne prihranke pri upravnih stroških v višini približno 167 milijonov EUR. Pričakuje se, da bodo pristojni nacionalni organi lahko znižali svoje stroške, saj bodo enostavnejše in jasnejše zahteve omogočile učinkovitejše izvajanje njihovih nadzornih dejavnosti. Ker sta se ustreznost in dodana vrednost direktive o kotiranju zaradi nedavno sprejete zakonodaje zmanjšali, je v svežnju akta o kotiranju predlagana tudi razveljavitev direktive o kotiranju. Zaradi izvajanja predloga za izdajatelje in pristojne nacionalne organe se pričakujejo le manjši stroški prilagajanja.

- **Temeljne pravice**

Predlog spoštuje temeljne pravice in načela, ki jih priznava Listina EU o temeljnih pravicah, zlasti svobodo gospodarske pobude (člen 16) in varstvo potrošnikov (člen 38). Ker je cilj te pobude zmanjšati upravno breme za izdajatelje, bi ta pobuda pripomogla k izboljšanju svobode gospodarske pobude.

4. PRORAČUNSKE POSLEDICE

Ta pobuda predvidoma ne bo imela učinka na proračun EU.

5. DRUGI ELEMENTI

- **Načrti za izvedbo ter ureditev spremljanja, ocenjevanja in poročanja**

Ocena je predvidena pet let po izvedbi ukrepa in v skladu s smernicami Komisije za boljše pravno urejanje. Cilj ocene bo ovrednotiti, kako uspešna in učinkovita je direktiva pri doseganju ciljev politike, in odločiti, ali so potrebni novi ukrepi ali spremembe.

- **Natančnejša pojasnitev posameznih določb predloga**

Spremembe Direktive 2014/65/EU

Člen 1 predloga spreminja Direktivo 2014/65/EU na načine, opisane v nadaljevanju.

- Člen 1(1) predloga spreminja člen 4(1), točka 12, Direktive 2014/65/EU, tj. opredelitev pojma „zagoni trg MSP“, tako da v opredelitev vključuje tudi segment večstranskega sistema trgovanja.

- Člen 1(2), točka (a), predloga uvaja novo točko 3a o kakovosti raziskav na področju investicij. Določa, da morajo biti raziskave, ki jih izvajajo tretje osebe, poštene, jasne in nezavajajoče.

- Člen 1(2), točka (a), predloga prav tako uvaja novo točko 3b o pogojih za označevanje raziskav kot „raziskave, ki jih naroči izdajatelj“. Taki pogoji vključujejo zahtevo, da morajo biti raziskave skladne s kodeksom ravnanja, ter zahteve glede vsebine, objave in pregleda takega kodeksa ravnanja. V navedenem členu je poleg tega pojasnjeno, da lahko izdajatelj svoje raziskave, ki jih naroči izdajatelj, predložijo organu za zbiranje podatkov v skladu s predlogom za evropsko enotno točko dostopa. Dodano je končno pojasnilo, da se vsako raziskovalno gradivo, ki ga plača izdajatelj, vendar ni pripravljeno v skladu s takšnim kodeksom ravnanja, označi kot tržno sporočilo.

- Člen 1(2), točka (a), predloga uvaja novo točko 3d. Pri raziskavah, označenih kot raziskave, ki jih naroči izdajatelj, mora biti na sprednji strani raziskave jasno navedeno, da je bila pripravljena v skladu s kodeksom ravnanja.
- Člen 1(2), točka (b), predloga zvišuje prag tržne kapitalizacije podjetij, pod katerim se pravila o ločevanju ne uporabljajo, na 10 milijard EUR.
- Člen 1(3), točke (a) do (c), pojasnjuje, da lahko segment večstranskega sistema trgovanja pridobi dovoljenje za poslovanje kot zagonski trg MSP, ter določa pogoje in zahteve za izdajo ali odvzem dovoljenja.
- Člen 1(4) predloga uvaja nov člen 51a, ki zajema posebne pogoje za sprejem delnic v trgovanje na reguliranem trgu. Taki pogoji so zahteva za minimalno tržno kapitalizacijo v višini 1 milijona EUR za podjetja, ki želijo, da njihove delnice kotirajo na organiziranem trgu, ter zahteva glede minimalnega prostega obtoka v višini 10 %. Poleg tega je Komisija pooblaščen za sprejete delegiranih aktov za spremembo teh pragov, kadar ovirajo likvidnost na javnih trgih, ob upoštevanju razvoja na finančnem področju.

Spremembe Direktive 2001/34/EC

Člen 2 predloga razveljavlja direktivo o kotiranju.

Člen 3 določa zahtevo in časovni okvir za prenos te direktive.

Člen 4 določa datum začetka veljavnosti te direktive.

Člen 5 določa, na koga je ta direktiva naslovljena

Predlog

DIREKTIVA EVROPSKEGA PARLAMENTA IN SVETA**o spremembi Direktive 2014/65/EU za povečanje privlačnosti javnih kapitalskih trgov v Uniji za podjetja in za olajšanje dostopa do kapitala za mala in srednja podjetja ter razveljavitvi Direktive 2001/34/ES**

(Besedilo velja za EGP)

EVROPSKI PARLAMENT IN SVET EVROPSKE UNIJE STA –

ob upoštevanju Pogodbe o delovanju Evropske unije ter zlasti člena 50, člena 53(1) in člena 114 Pogodbe,

ob upoštevanju predloga Evropske komisije,

po posredovanju osnutka zakonodajnega akta nacionalnim parlamentom,

ob upoštevanju mnenja Evropskega ekonomsko-socialnega odbora²⁷,

v skladu z rednim zakonodajnim postopkom,

ob upoštevanju naslednjega:

- (1) Direktiva 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta²⁸ je bila spremenjena z Uredbo (EU) 2019/2115 Evropskega parlamenta in Sveta²⁹, s katero so bile uvedene sorazmerna zmanjšanja zahtev, da bi se povečala uporaba zagonskih trgov MSP in zmanjšale pretirane regulativne zahteve za izdajatelje, ki želijo uvrstiti svoje vrednostne papirje na zagonskih trgih MSP, hkrati pa ohranila ustrezna raven zaščite vlagateljev in celovitosti trgov. Vendar so potrebne nadaljnje spremembe Direktive 2014/65/EU, da bi racionalizirali postopek kotiranja ter zagotovili prožnejšo in bolj sorazmerno regulativno obravnavo podjetij glede na njihovo velikost.
- (2) Direktiva 2014/65/EU in Delegirana direktiva Komisije (EU) 2017/593³⁰ določata pogoje, pod katerimi se zagotavljanje raziskav na področju investicij s strani tretjih oseb investicijskim podjetjem, ki opravljajo storitve upravljanja portfeljev ali druge investicijske ali pomožne storitve, ne šteje za spodbudo. Da bi spodbudili več raziskav na področju investicij o podjetjih v Uniji, zlasti o podjetjih z malo in srednje veliko

²⁷ UL C , , str. .²⁸ Direktiva 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov ter spremembi Direktive 2002/92/ES in Direktive 2011/61/EU (prenovitev) (UL L 173, 12.6.2014, str. 349).²⁹ Uredba (EU) 2019/2115 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 27. novembra 2019 o spremembi Direktive 2014/65/EU ter uredb (EU) št. 596/2014 in (EU) 2017/1129 v zvezi s spodbujanjem uporabe zagonskih trgov MSP (UL L 320, 11.12.2019, str. 1).³⁰ Delegirana direktiva Komisije (EU) 2017/593 z dne 7. aprila 2016 o dopolnitvi Direktive 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z zaščito finančnih instrumentov in sredstev, ki pripadajo strankam, obveznostmi glede upravljanja produktov in pravili, ki se uporabljajo za zagotavljanje ali prejemanje pristojbin, provizij ali kakršnih koli denarnih ali nedenarnih koristi (UL L 87, 31.3.2017, str. 500).

tržno kapitalizacijo, ter povečali njihovo prepoznavnost in možnosti za privabljanje potencialnih vlagateljev, je treba v navedeno direktivo uvesti nekatere spremembe.

- (3) Določbe v zvezi z raziskavami iz Direktive 2014/65/EU zahtevajo, da investicijska podjetja ločijo plačila, ki jih prejmejo kot posredniške provizije, od nadomestila, ki se šteje za zagotavljanje raziskav na področju investicij (v nadaljnjem besedilu: pravila o ločevanju raziskav), ali plačajo za raziskave na področju investicij iz lastnih sredstev ter ocenijo kakovost raziskav, ki jih kupijo, na podlagi trdnih meril kakovosti in zmožnosti takih raziskav, da prispevajo k boljšim odločitvam glede naložb. Leta 2021 so bila ta pravila spremenjena z Direktivo (EU) 2021/338 Evropskega parlamenta in Sveta³¹, da bi se omogočila združena plačila za storitve izvrševanja in raziskave za podjetja z malo in srednjo kapitalizacijo pod tržno kapitalizacijo v višini 1 milijarde EUR. Vendar pa se upad raziskav na področju investicij ni upočasnil.
- (4) Da bi oživili trg za raziskave na področju investicij in zagotovili zadostno pokritost podjetij, zlasti podjetij z malo ali srednje veliko tržno kapitalizacijo, na področju raziskav, je treba nadalje ublažiti pravila o ločevanju raziskav. Z zvišanjem praga tržne kapitalizacije podjetij, pod katerim se pravila o ločevanju ne uporabljajo, z 1 milijarde EUR na 10 milijard EUR bo več podjetij z malo ali srednje veliko tržno kapitalizacijo, zlasti podjetij s srednje veliko tržno kapitalizacijo, imelo koristi od večjega obsega raziskav, kar bo tem podjetjem omogočilo večjo prepoznavnost med potencialnimi vlagatelji in s tem povečalo njihovo zmogljivost za zbiranje finančnih sredstev na trgih.
- (5) Poleg tega bi moralo biti raziskovalno gradivo, ki ga v celoti ali delno plačujejo izdajatelji, označeno kot „raziskave, ki jih je naročil izdajatelj“, da se dodatno podpre pokritost malih in srednjih podjetij z raziskavami na področju investicij. Za zagotovitev ustrezne ravni objektivnosti in neodvisnosti takega raziskovalnega gradiva bi bilo treba tako gradivo pripraviti v skladu s kodeksom ravnanja, ki ga pripravi ali potrdi upravljavec trga, registriran v državi članici, ali pristojni organ. Da bi podprli večjo prepoznavnost raziskav, ki jih naroči izdajatelj, bi morali imeti izdajatelji možnost, da svoje raziskave, ki jih naroči izdajatelj, predložijo ustreznemu organu za zbiranje podatkov, kakor je opredeljen³² v [členu 2(2) predloga uredbe³³ o evropski enotni točki dostopa].
- (6) Z Direktivo 2014/65/EU je bila uvedena kategorija zagonskega trga MSP, da bi se povečala prepoznavnost in profil trgov, specializiranih za MSP, ter spodbudil razvoj skupnih regulativnih standardov v Uniji za trge, specializirane za MSP. Zagonski trgi MSP imajo ključno vlogo pri omogočanju lažjega dostopa do kapitala za te manjše izdajatelje, saj upoštevajo njihove potrebe. Da bi spodbudili razvoj takšnih specializiranih trgov in omejili organizacijsko breme za upravljavce večstranskih sistemov trgovanja (MTF), je treba omogočiti, da lahko segment večstranskega sistema trgovanja zaprosi, da postane zagonski trg MSP, če je tak segment jasno ločen od preostalega večstranskega sistema trgovanja.

³¹ Direktiva (EU) 2021/338 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. februarja 2021 o spremembi Direktive 2014/65/EU glede zahtev po informacijah, upravljanja produktov in omejitev pozicij ter direktiv 2013/36/EU in (EU) 2019/878 glede njune uporabe za investicijska podjetja, za podporo okrevanju po krizi zaradi COVID-19 (UL L 68, 26.2.2021, str. 14).

³² Glej člen 2(2) predloga uredbe [2021.78.COD].

³³ Predlog uredbe [2021/03.78.COD].

- (7) Direktiva 2001/34/ES Evropskega parlamenta in Sveta³⁴ določa pravila o kotiranju na trgih Unije. Namen navedene direktive je uskladiti pravila o uvrstitvi vrednostnih papirjev v uradno kotacijo na borzi in o informacijah, ki jih je treba objaviti o teh vrednostnih papirjih, da se zagotovi enakovredna zaščita vlagateljev na ravni Unije. Navedena direktiva določa tudi pravila regulativnega in nadzornega okvira za primarne trge Unije. Skozi leta je bila Direktiva 2001/34/ES večkrat bistveno spremenjena. Direktiva 2003/71/ES Evropskega parlamenta in Sveta³⁵ ter Direktiva 2004/109/ES Evropskega parlamenta in Sveta³⁶ sta nadomestili večino določb, ki usklajujejo pogoje za zagotavljanje informacij o zahtevah za uvrstitev vrednostnih papirjev v uradno kotacijo na borzi in informacij o vrednostnih papirjih, sprejetih v trgovanje, zaradi česar je velik del Direktive 2001/34/ES postal odvečen. Direktiva 2001/34/ES kot direktiva o minimalni uskladitvi daje državam članicam precej široko diskrecijsko pravico, da odstopajo od pravil iz navedene direktive, kar je povzročilo razdrobljenost trga v Uniji. Za spodbujanje usklajevanja trga na ravni Unije in oblikovanje enotnih pravil bi bilo treba Direktivo 2001/34/ES razveljaviti.
- (8) Direktiva 2014/65/EU tako kot Direktiva 2001/34/ES določa urejanje trgov finančnih instrumentov in krepi zaščito vlagateljev v Uniji. Direktiva 2014/65/EU določa tudi pravila o sprejemu finančnih instrumentov v trgovanje. Z razširitvijo področja uporabe Direktive 2014/65/EU na posebne določbe iz Direktive 2001/34/ES se bo zagotovilo, da se ohranijo vse ustrezne določbe iz Direktive 2001/34/ES. Pristojni organi izvajajo številne določbe Direktive 2001/34/ES, vključno z zahtevami glede prostega obtoka in tržne kapitalizacije, ki se še vedno uporabljajo, in veljajo za pomembna pravila za udeležence na trgu, ki zaprosijo za sprejem delnic v trgovanje na reguliranih trgih v Uniji. Zato je treba navedena pravila prenesti v Direktivo 2014/65/EU, da se v novi določbi navedene direktive določijo posebni minimalni pogoji za sprejem delnic v trgovanje na reguliranih trgih. Uporaba te nove določbe bi morala dopolnjevati splošne določbe o sprejemu finančnih instrumentov v trgovanje iz Direktive 2014/65/EU.
- (9) Da bi izdajateljem omogočili večjo prožnost in povečali konkurenčnost kapitalskih trgov Unije, bi bilo treba minimalno zahtevo glede prostega obtoka zmanjšati na 10 %, kar je prag, ki zagotavlja zadostno raven likvidnosti na trgu. Zahteva glede prostega obtoka iz Direktive 2001/34/ES, da se dovolj delnic distribuira javnosti v eni ali več državah članicah, se nanaša na javnost v Uniji in Evropskem gospodarskem prostoru (EU/EGP). Navedena geografska omejitev zahteve glede prostega obtoka na EU/EGP se ne bi smela ohraniti, saj Direktiva 2014/65/EU take omejitve ne določa za finančne instrumente, sprejete v trgovanje. Zahteva, da mora podjetje objaviti ali predložiti svoje letne računovodske izkaze za določeno časovno obdobje, se ne bi smela prenesti v Direktivo 2014/65/EU, saj Uredba (EU) 2017/1129 Evropskega parlamenta in Sveta³⁷ že vsebuje določbo v zvezi s tem. Direktiva 2014/65/EU že vsebuje določbe o

³⁴ Direktiva 2001/34/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 28. maja 2001 o sprejemu vrednostnih papirjev v uradno kotacijo na borzi in o informacijah, ki jih je treba objaviti v zvezi s temi vrednostnimi papirji (UL L 184, 6.7.2001, str. 1).

³⁵ Direktiva 2003/71/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 4. novembra 2003 o prospektu, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje in o spremembi Direktive 2001/34/ES (UL L 345, 31.12.2003, str. 64).

³⁶ Direktiva 2004/109/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. decembra 2004 o uskladitvi zahtev v zvezi s preglednostjo informacij o izdajateljih, katerih vrednostni papirji so sprejeti v trgovanje na reguliranem trgu, in o spremembah Direktive 2001/34/ES (UL L 390, 31.12.2004, str. 38).

³⁷ Uredba (EU) 2017/1129 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2017 o prospektu, ki se objavi ob ponudbi vrednostnih papirjev javnosti ali njihovi uvrstitvi v trgovanje na reguliranem trgu, in razveljavitvi Direktive 2003/71/ES (UL L 168, 30.6.2017, str. 12).

imenovanju pristojnih organov. Zato so določbe Direktive 2001/34/ES o imenovanju enega ali več pristojnih organov odveč. Zahteva za dolžniške vrednostne papirje, da znesek posojila ne sme znašati manj kot 200 000 EUR, se glede na sedanjo tržno prakso šteje za zastarelo.

- (10) Pojem sprejema vrednostnih papirjev v uradno kotacijo na borzah iz Direktive 2001/34/ES se zaradi razvoja trga ne uporablja več pogosto, saj Direktiva 2014/65/EU že določa pojem „sprejem finančnih instrumentov v trgovanje na reguliranem trgu“. Pojma „sprejem v uradno kotacijo“ in „sprejem v trgovanje na reguliranem trgu“ se v nekaterih državah članicah pogosto uporabljata izmenično. To pomeni, da v nekaterih državah članicah ni razlikovanja med tema pojmomoma. Poleg tega bi lahko dvojna ureditev sprejema v trgovanje na eni strani in sprejema v uradno kotacijo na drugi strani povzročila pravno negotovost na ravni Unije, zlasti ker se zahteve iz Direktive 2003/71/ES, Direktive 2004/109/ES in Direktive 2014/57/EU Evropskega parlamenta in Sveta³⁸ ne uporabljajo za instrumente, sprejete v uradno kotacijo, medtem ko se te zahteve uporabljajo za instrumente, sprejete v trgovanje na reguliranem trgu.
- (11) Za povečanje prepoznavnosti podjetij, ki kotirajo na borzi, zlasti MSP, in za prilagoditev pogojev kotiranja za izboljšanje zahtev za izdajatelje bi bilo treba na Komisijo prenesti pooblastilo, da v skladu s členom 290 PDEU sprejme akte v zvezi s spremembo Direktive 2014/65/EU. Prag tržne kapitalizacije za podjetja, za katera bi bila mogoča ponovna združitev pristojbin za izvedbo trgovanja in raziskave, da se zajamejo podjetja z malo ali srednje veliko tržno kapitalizacijo, ter zagotavljanje okvira za razvoj posebne oblike raziskav, ki jih plača izdajatelj, bi bilo treba prilagoditi. Prilagoditev pravil o kotiranju v Uniji bi morala odražati tudi tržno prakso, da bi bila učinkovita in spodbujala konkurenčnost. Zlasti je pomembno, da se Komisija pri svojem pripravljalnem delu ustrezno posvetuje, tudi na ravni strokovnjakov, in da se ta posvetovanja izvedejo v skladu z načeli iz Medinstitucionalnega sporazuma z dne 13. aprila 2016 o boljši pripravi zakonodaje³⁹. Za zagotovitev enakopravnega sodelovanja pri pripravi delegiranih aktov Evropski parlament in Svet zlasti prejmeta vse dokumente sočasno s strokovnjaki iz držav članic, njuni strokovnjaki pa se lahko sistematično udeležujejo sestankov strokovnih skupin Komisije, ki se nanašajo na pripravo delegiranih aktov.
- (12) Direktivo 2014/65/EU bi bilo zato treba ustrezno spremeniti.
- (13) Ker ciljev te direktive, in sicer olajšati dostop malih in srednjih podjetij Unije do kapitalskih trgov ter povečati skladnost pravil Unije za kotiranje na borzi, države članice ne morejo zadovoljivo doseči, temveč se zaradi želenih izboljšav in učinkov lažje dosežejo na ravni Unije, lahko Unija sprejme ukrepe v skladu z načelom subsidiarnosti iz člena 5 Pogodbe o Evropski uniji. V skladu z načelom sorazmernosti iz navedenega člena ta direktiva ne presega tistega, kar je potrebno za doseganje navedenih ciljev –

³⁸ Direktiva 2014/57/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o kazenskih sankcijah za zlorabo trga (direktiva o zlorabi trga) (UL L 173, 12.6.2014, str. 179).

³⁹ UL L 123, 12.5.2016, str. 1.

SPREJELA NASLEDNJO DIREKTIVO:

Člen 1

Spremembe Direktive 2014/65/EU

Direktiva 2014/65/EU se spremeni:

- (1) v členu 4(1) se točka 12 nadomesti z naslednjim:

„(12) ‚zagoni trg MSP‘ pomeni večstranski sistem trgovanja (MTF) ali segment večstranskega sistema trgovanja, ki je registriran kot zagoni trg MSP v skladu s členom 33;“;
- (2) člen 24 se spremeni:
 - (a) vstavijo se naslednji odstavki 3a do 3d:

„3a. raziskave, ki jih opravijo tretje osebe za investicijska podjetja, ki zagotavljajo upravljanje portfelja ali druge investicijske ali pomožne storitve, ter raziskave, ki jih pripravijo in razširjajo taka podjetja, so poštene, jasne in nezavajajoče. Raziskave so jasno prepoznavne z izrazom raziskava ali s podobnimi izrazi, če so izpolnjeni vsi pogoji, ki veljajo za raziskavo.

3b. Kadar raziskavo v celoti ali delno plača izdajatelj in se ta razširja javnosti ali investicijskim podjetjem ali strankam investicijskih podjetij, ki zagotavljajo storitve upravljanje portfelja ali druge investicijske ali pomožne storitve, se takšne raziskave označijo kot „raziskave, ki jih naroči izdajatelj“, če so pripravljene v skladu s kodeksom ravnanja, ki ga pripravi ali potrdi upravljavec trga, registriran v državi članici, ali pristojni organ.

Kodeks ravnanja določa minimalne standarde neodvisnosti in objektivnosti, ki jih morajo upoštevati ponudniki takih raziskav. Upravljavec trga ali pristojni organ objavi kodeks ravnanja na svojem spletnem mestu ter ga vsaki dve leti pregleda in ponovno potrdi.

3c. Države članice zagotovijo, da lahko vsak izdajatelj predloži svoje raziskave, ki jih naroči izdajatelj, iz odstavka 3b tega člena ustreznemu organu za zbiranje podatkov, kot je opredeljen v [členu 2(2) predloga uredbe o evropski enotni točki dostopa⁴⁰].

3d. Pri raziskavah, ki so označene kot raziskave, ki jih naroči izdajatelj, je na njihovi sprednji strani jasno in vidno navedeno, da so bile pripravljene v skladu s kodeksom ravnanja. Navede se tudi ime upravljavca trga ali pristojnega organa, ki je pripravil ali potrdil tak kodeks ravnanja. Vsako drugo raziskovalno gradivo, ki ga v celoti ali delno plača izdajatelj, vendar ni pripravljeno v skladu s kodeksom ravnanja iz odstavka 3b, se označi kot tržno sporočilo.“;
 - (b) v odstavku 9a se točka (c) nadomesti z naslednjim:

„(c) se raziskave, za katere so bili izplačani skupni stroški ali je bilo opravljeno skupno plačilo, nanašajo na izdajatelje, katerih tržna

⁴⁰

Predlog uredbe [2021/0378.COD].

kapitalizacija za 36 mesecev pred izvedbo raziskav ni presegala 10 milijard EUR, kot je izražena v kotacijah ob koncu leta za leta, v katerih kotirajo ali so kotirali na borzi, ali kot lastniški kapital za poslovna leta, v katerih ne kotirajo ali niso kotirali na borzi.“;

(3) člen 33 se spremeni:

(a) odstavka 1 in 2 se nadomestita z naslednjim:

„1. Države članice določijo, da lahko upravljavec MTF pri svojem matičnem pristojnem organu vloži vlogo za registracijo MTF ali njegovega segmenta kot zagonskega trga MSP.

2. Države članice določijo, da lahko matični pristojni organ registrira MTF ali njegov segment kot zagonski trg MSP, če prejme vlogo iz odstavka 1 in se prepriča, da so v zvezi z MTF izpolnjene zahteve iz odstavka 3 ali da so v zvezi s segmentom MTF izpolnjene zahteve iz odstavka 3a.“;

(b) doda se naslednji odstavek 3a:

„3a. Države članice zagotovijo, da zadevni segment MTF posluje v skladu z učinkovitimi pravili, sistemi in postopki, ki zagotavljajo, da so izpolnjeni vsi pogoji iz odstavka 3 in vsi naslednji pogoji:

(a) segment MTF, registriran kot ‚zagonski trg MSP‘, je jasno ločen od drugih tržnih segmentov, ki jih upravlja upravljavec MTF, zanj pa se med drugim uporabljajo drugačno ime, drugačen pravilnik, drugačna strategija trženja in drugačno obveščanje javnosti ter posebna dodelitev identifikacijske kode trga segmentu zagonskega trga MSP;

(b) transakcije, opravljene na posebnem segmentu zagonskega trga MSP, se jasno razlikujejo od drugih tržnih dejavnosti v drugih segmentih MTF;

(c) MTF na zahtevo matičnega pristojnega organa MTF zagotovi izčrpen seznam instrumentov, uvrščenih na zadevni segment zagonskega trga MSP, ter vse informacije o delovanju segmenta zagonskega trga MSP, ki jih lahko zahteva pristojni organ.“;

(c) odstavki 4 do 6 se nadomestijo z naslednjim:

„4. Merila iz odstavkov 3 in 3a ne posegajo v izpolnjevanje drugih obveznosti iz te direktive, ki se nanašajo na delovanje MTF, s strani investicijskega podjetja ali upravljavca trga, ki upravlja MTF, ali njegovega segmenta.

5. Države članice določijo, da lahko matični pristojni organ MTF ali njegovemu segmentu odvzame dovoljenje za poslovanje kot zagonski trg MSP v naslednjih primerih:

(a) za odvzem dovoljenja zaprosi investicijsko podjetje ali upravljavec trga, ki upravlja MTF ali njegov segment;

(b) zahteve iz odstavkov 3 ali 3a v zvezi z MTF ali njegovim segmentom niso več izpolnjene.

6. Države članice zahtevajo, da če matični pristojni organ MTF ali njegovemu segmentu izda ali odvzame dovoljenje za poslovanje kot zagonski trg MSP v skladu s tem členom, o tej izdaji ali odvzemu dovoljenja čim prej

uradno obvesti ESMA. ESMA na svojem spletnem mestu objavi seznam zagonskih trgov MSP in ga redno posodablja.“;

(d) odstavek 8 se nadomesti z naslednjim:

„8. Komisija je pooblaščenca za sprejetje delegiranih aktov v skladu s členom 89, da dopolni to direktivo s podrobnejšo določitvijo zahtev iz odstavkov 3 in 3a tega člena. V teh zahtevah se upošteva potreba, da se ohrani visoka raven zaščite vlagateljev za spodbujanje njihovega zaupanja v navedene trge ob hkratnem čim večjem zmanjšanju upravnih bremen za izdajatelje na trgu. Upošteva se tudi, da se dovoljenje ne odvzame oziroma se izdaja dovoljenja ne zavrne zgolj zaradi začasnega neizpolnjevanja pogojev iz odstavka 3, točka (a), tega člena.“;

(4) vstavi se naslednji člen 51a:

„Člen 51a

Posebni pogoji za sprejem delnic v trgovanje

1. Države članice zahtevajo, da predvidena tržna kapitalizacija delnic, za katere se zaprosi za sprejem v trgovanje, ali, če tega ni mogoče oceniti, kapital in rezerve družbe, vključno s poslovnim izidom, iz zadnjega poslovnega leta znaša najmanj 1 000 000 EUR ali enakovreden znesek v nacionalni valuti, ki ni euro.

2. Vendar se odstavek 1 ne uporablja za sprejem delnic v trgovanje, ki so zamenljive z delnicami, ki so že bile sprejete v trgovanje.

3. Če zaradi prilagoditve protivrednosti eura v nacionalni valuti tržna kapitalizacija, izražena v nacionalni valuti, v obdobju enega leta ostane vsaj v mejah 10 % približno enaka vrednosti 1 000 000 EUR, država članica v 12 mesecih po izteku tega obdobja prilagodi svoje zakone in druge predpise za usklajevanje z odstavkom 1.

4. Države članice zahtevajo, da se na organiziranih trgih zagotovi, da je v vsakem trenutku v lasti javnosti vsaj 10 % vpisanega kapitala, ki ga predstavlja razred delnic, na katerega se nanaša vloga za sprejem v trgovanje.

5. Če je odstotek delnic, ki jih ima v lasti javnost, nižji od 10 % vpisanega kapitala, države članice zagotovijo, da se na organiziranih trgih zahteva, da se javnosti razdeli zadostno število delnic, da se izpolni zahteva iz odstavka 4.

6. Kadar se zaprosi za sprejem v trgovanje za delnice, ki so zamenljive z delnicami, ki so že bile sprejete v trgovanje, se na organiziranih trgih za izpolnitev zahteve iz odstavka 4 oceni, ali je bilo javnosti razdeljeno zadostno število delnic v razmerju do vseh izdanih delnic in ne le v razmerju do delnic, ki so zamenljive z delnicami, ki so že bile sprejete v trgovanje.

7. Na Komisijo se prenese pooblastilo za sprejetje delegiranih aktov v skladu s členom 89 za spremembo te direktive s spremembo pragov iz odstavkov 1 in 3 ali odstavkov 4 in 5 ali obeh, kadar veljavni pragovi ovirajo likvidnost na javnih trgih ob upoštevanju finančnih gibanj.“;

(5) člen 89 se spremeni:

(a) odstavek 2 in 3 se nadomestita z naslednjim:

„2. Pooblastilo za sprejetje delegiranih aktov iz členov 2(3), 2(4), člena 4(1)(2), drugi pododstavek, členov 4(2), 13(1), 16(12), 23(4), 24(13),

25(8), 27(9), 28(3), 30(5), 31(4), 32(4), 33(8), 51a(7), 52(4), 54(4), 58(6), 64(7), 65(7) in 79(8) se prenese na Komisijo za nedoločen čas.

3. Prenos pooblastila iz členov 2(3), 2(4), člena 4(1)(2), drugi pododstavek, členov 4(2), 13(1), 16(12), 23(4), 24(13), 25(8), 27(9), 28(3), 30(5), 31(4), 32(4), 33(8), 51a(7), 52(4), 54(4), 58(6), 64(7), 65(7) in 79(8) lahko kadar koli prekliče Evropski parlament ali Svet. S sklepom o preklicu preneha veljati prenos pooblastila, naveden v sklepu. Sklep začne veljati dan po njegovi objavi v *Uradnem listu Evropske unije* ali na poznejši datum, kot je določen v sklepu. Sklep ne vpliva na veljavnost že veljavnih delegiranih aktov.“;

(b) odstavek 5 se nadomesti z naslednjim:

„5. „Delegirani akt, sprejet na podlagi členov 2(3), 2(4), člena 4(1)(2), drugi pododstavek, členov 4(2), 13(1), 16(12), 23(4), 24(13), 25(8), 27(9), 28(3), 30(5), 31(4), 32(4), 33(8), 51a(7), 52(4), 54(4), 58(6), 64(7), 65(7) ali 79(8) začne veljati le, če mu niti Evropski parlament niti Svet ne nasprotuje v treh mesecih od uradnega obvestila Evropskemu parlamentu in Svetu o tem aktu ali če pred iztekom tega roka tako Evropski parlament kot tudi Svet Komisijo obvestita, da mu ne bosta nasprotovala. Ta rok se na pobudo Evropskega parlamenta ali Sveta podaljša za tri mesece.“;

Člen 2

Razveljavitev Direktive 2001/34/ES

Direktiva 2001/34/ES se razveljavi z dnem [Urad za publikacije: vstaviti datum 24 mesecev po začetku veljavnosti te direktive].

Člen 3

Prenos

1. Države članice najpozneje do [Urad za publikacije: vstaviti datum 12 mesecev po datumu začetka veljavnosti te direktive] sprejmejo in objavijo zakone in druge predpise, potrebne za uskladitev s to direktivo. Besedilo navedenih predpisov nemudoma sporočijo Komisiji.

Navedene predpise uporabljajo od [Urad za publikacije: vstaviti datum 18 mesecev po začetku veljavnosti te direktive].

Države članice se v sprejetih predpisih sklicujejo na to direktivo ali pa sklic nanjo navedejo ob njihovi uradni objavi. Način sklicevanja določijo države članice.

2. Države članice Komisiji sporočijo besedilo temeljnih predpisov nacionalne zakonodaje, sprejetih na področju, ki ga ureja ta direktiva.

Člen 4

Začetek veljavnosti

Ta direktiva začne veljati dvajseti dan po objavi v *Uradnem listu Evropske unije*.

Člen 5
Naslovniki

Ta direktiva je naslovljena na države članice.

V Bruslju,

Za Evropski parlament
predsednica

Za Svet
predsednik