

Brusel 30. května 2018
(OR. en)

9402/18

**Interinstitucionální spis:
2018/0165 (COD)**

EF 149
ECOFIN 500
CODEC 869

NÁVRH

Odesílatel:	Jordi AYET PUIGARNAU, ředitel, za generálního tajemníka Evropské komise
Datum přijetí:	25. května 2018
Příjemce:	Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, generální tajemník Rady Evropské unie
Č. dok. Komise:	COM(2018) 331 final
Předmět:	Návrh NAŘÍZENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY, kterým se mění nařízení (EU) č. 596/2014 a (EU) 2017/1129, pokud jde o podporu využívání trhů pro růst malých a středních podniků

Delegace naleznou v příloze dokument COM(2018) 331 final.

Příloha: COM(2018) 331 final



EVROPSKÁ
KOMISE

V Bruselu dne 24.5.2018
COM(2018) 331 final

2018/0165 (COD)

Návrh

NAŘÍZENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY,

**kterým se mění nařízení (EU) č. 596/2014 a (EU) 2017/1129, pokud jde o podporu
využívání trhů pro růst malých a středních podniků**

(Text s významem pro EHP)

{SEC(2018) 247 final} - {SWD(2018) 243 final} - {SWD(2018) 244 final}

DŮVODOVÁ ZPRÁVA

1. SOUVISLOSTI NÁVRHU

• Odůvodnění a cíle návrhu

Rozšiřování přístupu evropských podniků v každé fázi jejich vývoje k tržním zdrojům financování je ústředním prvkem unie kapitálových trhů. Od zahájení akčního plánu unie kapitálových trhů dosáhla EU značného pokroku při navyšování zdrojů financování během postupného rozvoje podniků a zajišťování širší dostupnosti tržního financování v celé EU. Jsou již zavedena nová pravidla, která mají posílit investice evropských fondů rizikového kapitálu (EuVECA) do začínajících a středních podniků. Spolu s Evropským investičním fondem spustila Komise také celoevropský program fondů rizikového kapitálu (VentureEU), který bude podporovat investice do inovativních začínajících a rychle se rozvíjejících podniků v celé Evropě. Byla již přijata nová pravidla týkající se prospektů za účelem podpory podniků při získávání finančních prostředků na veřejných trzích pro kapitálové a dluhové nástroje. Pro malé a střední podniky a společnosti se střední tržní kapitalizací, které chtějí získat finanční prostředky v celé EU, je vytvářen nový unijní prospekt pro růst. Kromě toho, aby zvýšila přístup k financování pro začínající podniky a podnikatele, navrhla Komise evropské označení pro platformy skupinového financování založené na investicích a půjčkách („evropští poskytovatelé služeb skupinového financování pro podniky“).

Je však třeba učinit více pro rozvoj příznivějšího regulačního rámce, který podpoří přístup k veřejnému financování pro malé a střední podniky („MSP“). Tohoto cíle by mělo být dosaženo zejména prosazováním označení trhu pro růst malých a středních podniků, které vytvořila směrnice o trzích finančních nástrojů II („směrnice MiFID II“)¹, a zajištěním správné rovnováhy mezi ochranou investorů a integritou trhu na jedné straně a zabráněním zbytečné administrativní zátěži na straně druhé.

V hodnocení akčního plánu unie kapitálových trhů v polovině období² z června 2017 Komise zaměřila větší pozornost na přístup malých a středních podniků na veřejné trhy. V této souvislosti se Komise zavázala zveřejnit „*posouzení dopadů, které bude zkoumat, zda by cílené změny příslušných předpisů EU mohly vytvořit proporcionálnější regulační prostředí, jež by podporovalo kotování malých a středních podniků na veřejných trzích*“.

Nově kótované malé a střední podniky jsou hlavní hnací silou investic a tvorby pracovních míst. Nedávno kótované společnosti často předčí společnosti v soukromém vlastnictví z hlediska ročního růstu a zvyšování počtu pracovních sil. Kótované společnosti jsou méně závislé na bankovním financování a těží z více diverzifikované investiční základny, snazšího přístupu k dodatečnému vlastnímu kapitálu a dluhovému financování (prostřednictvím sekundárních nabídek) a z vyššího povědomí veřejnosti a uznání značky.

I přes uvedené přínosy však veřejné trhy pro malé a střední podniky v EU lákají nové emitenty jen s velkým úsilím. Počet primárních veřejných nabídek akcií na trzích pro malé a střední podniky se v Evropské unii v důsledku krize prudce snížil a od té doby se nijak významně nezotavil. Evropa tudíž produkuje pouze polovinu primárních veřejných nabídek akcií malých a středních podniků v porovnání s počtem, který generovala před finanční krizí (v průměru 478 primárních veřejných nabídek akcií ročně v období 2006–2007 oproti 218

¹ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU.

² Sdělení Komise o hodnocení akčního plánu unie kapitálových trhů v polovině období ({SWD(2017) 224 final} a {SWD(2017) 225 final} – 8. června 2017).

nabídkám v době od roku 2009 do roku 2017 v mnohostranných obchodních systémech pro malé a střední podniky v EU). V letech 2006 až 2007 bylo prostřednictvím primárních veřejných nabídek akcií v evropských mnohostranných obchodních systémech pro malé a střední podniky každoročně získáno v průměru 13,8 miliardy EUR. Tato částka se v období let 2009 až 2017 snížila v průměru na 2,55 miliardy EUR.

Rozhodnutí malých a středních podniků vstoupit na veřejný trh a rozhodnutí investorů investovat do finančních nástrojů pro malé a střední podniky ovlivňuje řada faktorů. Posouzení dopadů³ ukazuje, že veřejné trhy pro malé a střední podniky se potýkají se dvěma skupinami problémů v oblasti regulace: i) na straně nabídky čelí emitenti při kotacích na veřejných trzích vysokým nákladům na dodržování předpisů; ii) na straně poptávky může nedostatečná likvidita tížit emitenty (kvůli vyšším nákladům kapitálu), investory (kteří mohou váhat investovat především do malých a středních podniků z důvodu nízké výše likvidity a souvisejících rizik volatility) a zprostředkovatele trhů (jejichž obchodní modely se opírají o tok příkazů klientů na likvidních trzích).

Oblast působnosti iniciativy: trhy pro růst malých a středních podniků

Tato iniciativa je přísně omezena na trhy pro růst malých a středních podniků⁴ a na společnosti kótované v těchto obchodních systémech. Trhy pro růst malých a středních podniků jsou novou kategorií mnohostranných obchodních systémů („MOS“), které zavedla směrnice o trzích finančních nástrojů II v lednu 2018.

Při posuzování toho, zda by emitenti z řad malých a středních podniků přijatí k obchodování na regulovaných trzích měli využívat rovnocenných zmírnění předpisů, bylo rozhodnuto omezit příjemce úlev na emitenty přijaté k obchodování na trzích pro růst malých a středních podniků. Požadavky uložené emitentům na regulovaném trhu by se měly použít bez ohledu na velikost společnosti. Odlišné požadavky na malé a střední podniky v porovnání s podniky s vysokou tržní kapitalizací budou pravděpodobně pro zúčastněné subjekty (zejména investory) matoucí.

Stávající právní souvislosti

Společnosti kótované na trhu pro růst malých a středních podniků jsou povinny dodržovat určitá pravidla EU, zejména nařízení o zneužívání trhu⁵ a nařízení o prospektu⁶.

Od svého data použitelnosti dne 1. července 2016 je **nařízení o zneužívání trhu** rozšířeno i na mnohostranné obchodní systémy včetně trhů pro růst malých a středních podniků. Cílem uvedeného nařízení je zvýšit integritu trhů a důvěru investorů. Nařízení zakazuje: i) provádět obchodování zasvěcené osoby nebo se o ně pokoušet; ii) doporučovat jiné osobě, aby prováděla obchodování zasvěcené osoby, nebo ji k tomu navádět; iii) nedovoleně zveřejnit vnitřní informaci⁷; nebo iv) provádět manipulaci s trhem nebo se o ni pokoušet. Emitenti také podle nařízení podléhají několika povinnostem v oblasti zveřejňování a uchovávání záznamů.

³ Posouzení dopadů {SWD(2018) 243} a {SWD(2018) 244}.

⁴ Aby byly splněny podmínky vymezení trhu pro růst malých a středních podniků, musí být nejméně 50 % emitentů, jejichž finanční nástroje jsou na trzích pro růst malých a středních podniků obchodovány, malé a střední podniky, které směrnice MIFID II definuje jako podniky s průměrnou tržní kapitalizací nižší než 200 milionů EUR na základě kotací na konci roku za předchozí tři kalendářní roky.

⁵ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu).

⁶ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129 ze dne 14. června 2017 o prospektu, který má být uveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu.

⁷ K tomu dochází v případě, že kterákoli fyzická nebo právnická osoba zpřístupní vnitřní informaci v situaci, která nespadá do rámce běžného výkonu zaměstnání, povolání či plnění povinností.

Konkrétně pro dotyčné investory platí obecná povinnost co nejdříve zveřejnit vnitřní informace. Nařízení o zneužívání trhu posílilo integritu trhu a rozšířilo režim týkající se zneužívání trhu na mnohostranné obchodní systémy, a mělo tudíž zásadní význam při obnově důvěry investorů ve finanční trhy.

Tento právní předpis je však předpisem typu „jedno řešení pro všechny“. Téměř všechny jeho požadavky platí stejným způsobem pro všechny emitenty bez ohledu na jejich velikost nebo obchodní systémy, v nichž jsou jejich finanční nástroje přijaty k obchodování. Nařízení obsahuje pouze dvě omezené úpravy pro emitenty kótované na trzích pro růst malých a středních podniků. První z nich umožňuje obchodním systémům, které provozují trh pro růst malých a středních podniků, umístit vnitřní informace na webových stránkách obchodního systému (namísto na webových stránkách emitenta). Druhá úprava umožňuje emitentům kótovaným na trzích pro růst malých a středních podniků vypracovávat seznamy zasvěcených osob pouze na žádost příslušného vnitrostátního orgánu. Účinek této úlevy je však omezený, neboť společnosti jsou stále povinny shromažďovat a uchovávat veškeré významné informace, aby byly na požádání schopny seznamy zasvěcených osob vypracovat.

Prospekt je zákonem vyžadovaný dokument, který uvádí informace o společnosti při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu. Podle akčního plánu unie kapitálových trhů již Evropská unie malým podnikům zajistila snadnější a méně nákladný přístup na veřejné trhy, zejména vytvořením zjednodušeného „unijního prospektu pro růst“ v revidovaném nařízení o prospektu. Emitent může požádat o přijetí k obchodování na regulovaném trhu poté, co jsou jeho akcie několik let obchodovány na trhu pro růst malých a středních podniků. K tomuto kroku může přistoupit, aby využil výhod větší likvidity a větší skupiny investorů. Pokud však chce tento emitent své akcie převést z trhu pro růst malých a středních podniků na regulovaný trh, musí vypracovat úplný prospekt, neboť podniky v takové situaci nemohou využít žádný zjednodušený vzor prospektu.

Plnému využití „značky“ trhu pro růst malých a středních podniků brání omezený počet zjednodušení, která v současné době předpokládají právní předpisy EU pro emitenty kótované v tomto novém druhu obchodních systémů. Obecné cíle této iniciativy proto spočívají v zavedení technických úprav souboru pravidel EU, které mají: i) snížit administrativní zátěž a náklady na dodržování předpisů, s nimiž se potýkají malé a střední podniky, jsou-li jejich finanční nástroje přijaty k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků, a přitom zajistit vysokou úroveň ochrany investorů a integritu trhu; a ii) zvýšit likviditu kapitálových nástrojů kótovaných na trzích pro růst malých a středních podniků.

Uvedené cílené změny předpisů předpokládané v tomto návrhu samy o sobě neoživí přístup malých a středních podniků na veřejné trhy v plné míře. Řeší však regulační překážky, jež různé zúčastněné strany označují za prvky, které malým a středním podnikům brání v získávání kapitálu na veřejných trzích. Tohoto účelu dosahují při zachování nejvyšších standardů ochrany investorů a integrity trhu. Veškeré změny by tudíž měly být chápány jako první krok správným směrem, a nikoli jako jediné samostatné nápravné opatření. Kromě toho tento návrh nařízení neznamená přepracování nařízení o zneužívání trhu (které je zatím použitelné po dobu kratší než dva roky) nebo nařízení o prospektu (které nedávno schválili spolunormotvůrci a bude použitelné od července 2019). Tento návrh (spolu s úpravami, které předpokládá nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/565) přináší pouze technické změny s cílem zajistit větší přiměřenost právního rámce EU uplatňovaného na kótované malé a střední podniky. Zajistí, aby bylo označení „trh pro růst malých a středních podniků“, které zřídila směrnice MiFID II od ledna 2018, používáno pro různé mnohostranné obchodní systémy se zaměřením na malé a střední podniky v celé EU.

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

Tato iniciativa je v souladu se stávajícím právním rámcem. Směrnice MiFID II uvádí, že cílem trhů pro růst malých a středních podniků by mělo být „*usnadnit přístup ke kapitálu menším a středním podnikům*“ a že „*[p]ozornost by se měla zaměřit na to, jak by mělo být používání tohoto trhu podpořeno a prosazováno v budoucí právní úpravě, aby byl tento trh atraktivní pro investory, aby byla snížena administrativní zátěž a aby byly poskytnuty další pobídky pro přístup malých a středních podniků na kapitálové trhy prostřednictvím trhů pro růst malých a středních podniků*“⁸. V 6. a 55. bodě odůvodnění nařízení o zneužívání trhu se výslovně požaduje zmírnění administrativních nákladů pro menší emitenty kótované na trzích pro růst malých a středních podniků.

Několik aktů EU již obsahuje konkrétní ustanovení týkající se této nové podoby obchodních systémů, například nedávné nařízení o prospektu⁹ a nařízení o centrálních depozitářích cenných papírů¹⁰. Cílem těchto ustanovení je snížit administrativní zátěž kladenou na emitenty na trhu pro růst malých a středních podniků a zvýšit likviditu finančních nástrojů obchodovaných na těchto trzích.

Vzhledem k tomu, že náklady na sestavení prospektu mohou být pro malé a střední podniky nepřiměřeně vysoké, zavedlo nařízení o prospektu zjednodušený „unijní prospekt pro růst“. Tento prospekt mohou využít zejména malé a střední podniky obchodované na trhu pro růst malých a středních podniků a jiné než malé a střední podniky s tržní kapitalizací nižší než 500 milionů EUR, jejichž cenné papíry jsou obchodovány na trhu pro růst malých a středních podniků¹¹. Kromě toho emitenti, jejichž cenné papíry již byly nepřetržitě alespoň po dobu posledních osmnácti měsíců přijaty k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků, budou moci využít zjednodušeného režimu zpřístupňování informací pro sekundární emise¹².

Nařízení o centrálních depozitářích cenných papírů ukládá povinný postup náhradní koupě pro kterýkoli finanční nástroj, který nebyl dodán ve stanovené lhůtě od určeného dne vypořádání (tj. dva dny po uskutečnění obchodu, tzv. pravidlo „T+2“). Současně nařízení o centrálních depozitářích cenných papírů obsahuje pravidla přizpůsobená zvláštním rysům trhů pro růst malých a středních podniků. Postup náhradní koupě se u obchodů na trzích pro růst malých a středních podniků zahajuje po období v délce až patnácti dnů oproti čtyř dnům u likvidních cenných papírů a až sedmi dnů u ostatních nelikvidních cenných papírů. Tato zvláštní pravidla pro finanční nástroje trhů pro růst malých a středních podniků byla zavedena „s cílem zohlednit likviditu těchto trhů a umožnit zejména činnost tvůrců trhu na méně likvidních trzích“¹³.

Tento návrh nařízení je proto v souladu s výše zmíněnými stávajícími právními předpisy EU, neboť jeho cílem je zmírnit zátěž na trzích pro růst malých a středních podniků a podpořit likviditu u kapitálových nástrojů přijatých k obchodování v těchto obchodních systémech.

Tento návrh nařízení je také v souladu s určitými předpokládanými změnami nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/565 pro účely směrnice 2014/65/EU (směrnice MiFID II). I tyto změny byly zařazeny do téhož posouzení dopadu a jejich cílem je: i) upravit definici

⁸ Směrnice MiFID II, 132. bod odůvodnění.

⁹ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129 ze dne 14. června 2017 o prospektu, který má být uveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu.

¹⁰ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (2014) č. 909/2014 ze dne 23. července 2014 o zlepšení vypořádání obchodů s cennými papíry v Evropské unii a centrálních depozitářích cenných papírů.

¹¹ Článek 15 nařízení o prospektu.

¹² Článek 14 nařízení o prospektu.

¹³ Osmnáctý bod odůvodnění nařízení o centrálních depozitářích cenných papírů.

nekapitálového emitenta, který je malým nebo středním podnikem, na trhu pro růst malých a středních podniků; ii) učinit z povinnosti nekapitálových emitentů na trhu pro růst malých a středních podniků vypracovávat pololetní zprávu volitelnou možností; iii) uložit požadavek týkající se volně obchodovaného objemu emitentům, kteří žádají o přijetí k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků. Tato opatření: i) zvýší počet výhradních emitentů dluhových cenných papírů, kteří by vyhovovali podmínkám pro malé a střední podniky, což by pak umožnilo většímu počtu mnohostranných obchodních systémů zaregistrovat se jako trhy pro růst malých a středních podniků a emitentům na těchto trzích využít zjednodušených regulačních požadavků; ii) umožní subjektům trhu lépe přizpůsobit jejich kótací pravidla místním podmínkám; a iii) zajistí, aby akcie kótované na trzích pro růst malých a středních podniků nebyly ve fázi přijetí příliš nelikvidní.

- **Soulad s ostatními politikami Unie**

Tento legislativní návrh má doplnit cíle unie kapitálových trhů a snížit tak nadměrné spoléhání se na bankovní financování a diverzifikovat tržní zdroje financování pro evropské podniky. Od zveřejnění akčního plánu unie kapitálových trhů v roce 2015 Komise provádí komplexní balíček legislativních a nelegislativních opatření, aby v Evropě více rozvinula financování na základě rizikového kapitálu. Tato opatření zahrnují zřízení fondu fondů rizikového kapitálu podporovaného z rozpočtu EU a přezkum nařízení o evropských fondech rizikového kapitálu (EuVECA) a evropských fondech sociálního podnikání (EuSEF)¹⁴. Tento přezkum zejména rozšířil možnost evropských fondů rizikového kapitálu fondů investovat do malých a středních podniků kótovaných na trzích pro růst malých a středních podniků.

V březnu 2018 Evropská komise v rámci svého akčního plánu pro finanční technologie¹⁵ předložila návrh nařízení o poskytovatelích služeb skupinového financování¹⁶. Jakmile bude nové nařízení schváleno na úrovni EU, umožní, aby platformy požádaly o pas EU, jehož základem je jednotný soubor pravidel. Bude tak pro ně snazší nabízet své služby v celé EU. Vzhledem k tomu, že evropský trh skupinového financování je v porovnání s ostatními velkými světovými ekonomikami nedostatečně rozvinutý, měla by tato nová pravidla zlepšit přístup k této inovativní formě financování pro drobné investory a podniky, které potřebují financování, zejména pak pro začínající podniky, a měla by napomoci rychlejšímu růstu unijního trhu.

V rámci unie kapitálových trhů také Komise podporuje trhy pro soukromá umístění, které podnikům umožňují získávat kapitál emisemi dluhových nástrojů pro institucionální nebo jiné zkušené investory. Nedávná studie na téma „*Určení tržních a regulačních překážek rozvoje soukromých umístění dluhových nástrojů v EU*“¹⁷ (provedená v zastoupení Komise) ukázala, že režim sondování trhu na základě nařízení o zneužívání trhu může bránit rozvoji tohoto zdroje financování v celé EU. Tato regulační překážka odrazuje jak institucionální investory, tak emitenty od zahájení jednání o takových obchodech.

Tím, že podnikům usnadní kotace na trzích pro růst malých a středních podniků, přispěje tato iniciativa ke snadnějšímu získávání kapitálu ze strany evropských podniků. Pomůže

¹⁴ Nařízení (EU) 2017/1991 ze dne 25. října 2017, kterým se mění nařízení (EU) č. 345/2013 o evropských fondech rizikového kapitálu a nařízení (EU) č. 346/2013 o evropských fondech sociálního podnikání.

¹⁵ Akční plán pro finanční technologie: Za konkurenceschopnější a inovativnější evropský finanční sektor – COM (2018) 109 final.

¹⁶ Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o evropských poskytovatelích služeb skupinového financování pro podniky – COM(2018)113.

¹⁷ BCG and Linklaters, Study on Identifying the market and regulatory Obstacles to the Development of Private Placements of Debt instruments in the EU (Studie o určení tržních a regulačních překážek rozvoje soukromých umístění dluhových nástrojů v EU), 2017.

vybudovat proces financování, který bude nabízet diverzifikované možnosti financování pro podniky v každé fázi jejich rozvoje. Živé veřejné trhy jsou nezbytným předpokladem dokončení výše uvedených opatření unie kapitálových trhů. Dynamické veřejné trhy pro podniky s malou a střední kapitalizací mohou nabídkou možností bezproblémového odchodu podpořit rozvoj soukromého kapitálu a rizikového kapitálu. Bez této možnosti odchodu z investic by fondy rizikového kapitálu a fondy soukromého kapitálu byly méně ochotné vázat své finanční prostředky během růstové fáze podniku. Veřejné kapitálové trhy pro malé a střední podniky mohou také podněcovat kapitálové investice v rámci skupinového financování. Stejně jako investoři rizikového kapitálu i investoři v rámci skupinového kapitálového financování hledají u svých investic možnost odchodu, a proto vyžadují dobře fungující a likvidní kapitálové trhy, které budou využity k odchodu v případě rostoucích společností, které investoři podpoří v ranější fázi. Tato iniciativa má také odstranit regulační překážky vyplývající z uplatňování režimu sondování trhu podle nařízení o zneužívání trhu pro soukromá umístění dluhopisů u institucionálních investorů ze strany kótovaných malých a středních podniků.

2. PRÁVNÍ ZÁKLAD, SUBSIDIARITA A PROPORCIONALITA

• Právní základ

Právním základem nařízení o zneužívání trhu a nařízení o prospektu je článek 114 Smlouvy o fungování Evropské unie (SFEU), který evropským orgánům propůjčuje pravomoc stanovit odpovídající opatření, jejichž účelem je vytvoření a fungování jednotného trhu. Tato nařízení může pozměnit jen normotvůrce EU, v tomto případě na základě článku 114 Smlouvy.

Podle článku 4 SFEU musí být opatření EU pro dotvoření vnitřního trhu posuzováno podle zásady subsidiarity stanovené v čl. 5 odst. 3 Smlouvy o Evropské unii. Podle zásady subsidiarity by mělo být opatření na úrovni EU přijato pouze v případě, že cíle navrhovaného opatření nemohou uspokojivě dosáhnout samy členské státy, a je tudíž odůvodněno opatření na úrovni EU.

• Subsidiarita (v případě nevýlučné pravomoci)

Podle článku 4 SFEU musí být opatření EU pro dotvoření vnitřního trhu posuzováno podle zásady subsidiarity stanovené v čl. 5 odst. 3 Smlouvy o Evropské unii. Podle zásady subsidiarity by mělo být opatření na úrovni EU přijato pouze v případě, že cíle navrhovaného opatření nemohou uspokojivě dosáhnout samy členské státy, a je tudíž odůvodněno opatření na úrovni EU.

Je třeba posoudit, zda mají předmětné otázky nadnárodní aspekty a zda cílů navrhovaných opatření nemohou uspokojivě dosáhnout členské státy v rámci svého vnitrostátního ústavního pořádku (tzv. „zkouška nezbytnosti“). V tomto ohledu je třeba upozornit, že mnohostranné obchodní systémy zaměřené na malé a střední podniky (a potenciální trhy pro růst malých a středních podniků) mají v porovnání s regulovanými trhy více lokální povahu. Současně mají tyto obchodní systémy jasný přeshraniční rozměr, a to jak proto, že investoři mohou investovat do obchodních systémů mimo své členské státy původu, tak proto, že emitenti často kotují své akcie nebo dluhopisy v obchodním systému, který se nachází v jiném členském státě.

Prvním cílem této iniciativy je odstranit zbytečnou administrativní zátěž, aby měly malé a střední podniky snadnější přístup na veřejné trhy akcií a dluhopisů a mohly tak diverzifikovat své zdroje kapitálu pocházející z jakéhokoli místa v EU (při zachování vysoké úrovně integrity trhu a ochrany investorů). Druhým cílem je zvýšit likviditu akcií emitovaných

emitenty na trhu pro růst malých a středních podniků. Dosažení těchto cílů povede ke zvýšeným přeshraničním tokům kapitálu a v konečném důsledku k hospodářskému růstu a tvorbě pracovních míst ve všech členských státech EU.

Administrativní požadavky na malé a střední podniky vyplývají z používání nařízení o zneužívání trhu a nařízení o prospektu. Tyto evropské právní předpisy jsou přímo závazné ve všech členských státech. Neponechávají členským státům téměř žádnou flexibilitu, pokud jde o přizpůsobení pravidel místním podmínkám nebo velikosti emitentů či investičních podniků. Problémy vyplývající z těchto ustanovení lze účinně řešit pouze prostřednictvím legislativních změn na evropské úrovni¹⁸. Možné alternativy, tj. nelegislativní opatření na úrovni Unie (např. obecné pokyny Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy a opatření na úrovni členských států) nemohou uspokojivě a účinně dosáhnout stanoveného cíle, neboť nemohou změnit ustanovení uvedených nařízení.

Likvidita finančních nástrojů malých a středních podniků (zvláště akcií) brání i regulační nedostatky vyplývající z nařízení o zneužívání trhu. Toto nařízení zejména vyžaduje, aby členské státy stanovily uznávané tržní postupy a umožnily tak emitentům, kteří se nacházejí v jejich jurisdikci, uzavřít smlouvu o zajištění likvidity s makléřem. Uznávané tržní postupy dosud stanovily pouze čtyři členské státy, což znamená, že emitenti v 24 členských státech tuto možnost nemají. Tato situace tříští jednotný trh a vytváří narušení hospodářské soutěže mezi emitenty, kteří jsou oprávněni uzavřít smlouvu o zajištění likvidity, a těmi, kteří tuto možnost nemají. Omezené obchodování může u investorů vést k negativnímu vnímání likvidity akcií kótovaných na trzích pro růst malých a středních podniků a mohlo by narušit důvěryhodnost a atraktivitu těchto nově zřízených obchodních systémů. Je zapotřebí opatření na úrovni EU, aby bylo zajištěno, že zjištěné regulační problémy vyplývající z pravidel EU budou řešeny odpovídajícím způsobem a že na těchto trzích bude možné zvyšovat likviditu.

Je třeba zvážit, zda by bylo cílů lépe dosaženo opatřením na evropské úrovni (tzv. „zkouška evropské přidané hodnoty“). Z důvodu svého rozsahu by mohlo unijní opatření snížit administrativní zátěž pro emitenty, kteří jsou malými nebo středními podniky, a současně zajistit rovné podmínky mezi emitenty. Opatření předchází narušení hospodářské soutěže mezi trhy pro růst malých a středních podniků a zajišťuje vysokou úroveň ochrany investorů a integrity trhu.

Pokud jde o regulační překážky, které narušují zajištění likvidity, způsobilo by opatření na úrovni členského státu fragmentaci právních předpisů a mohlo by vést k narušením hospodářské soutěže mezi trhy pro růst malých a středních podniků napříč členskými státy. Opatření na evropské úrovni je schopno lépe zajistit jednotnost a právní jistotu. To pomůže účinně dosáhnout cílů směrnice o trzích finančních nástrojů II (a zejména vytváření trhů pro růst malých a středních podniků) a usnadní lepší přeshraniční investice a hospodářskou soutěž mezi burzami a současně ochrání řádné fungování trhů.

• **Proporcionalita**

Navrhovaná opatření ke snížení zátěže kótovaných malých a středních podniků dodržují zásadu proporcionality. Jsou přiměřená k dosažení cílů a nepřekračují rámec toho, co je k tomuto účelu nezbytné. V případech, kdy nařízení o zneužívání trhu stanoví možnost členských států zmírnit zátěž emitentů (např. podle čl. 19 odst. 9 mohou příslušné vnitrostátní orgány rozhodnout o zvýšení prahové hodnoty, nad níž musí být obchody osob s řídicí

¹⁸ Věc Vodafone C-58/08: „Jestliže akt založený na článku 95 ES již odstranil všechny překážky obchodu v oblasti, kterou harmonizuje, nemůže být zákonodárce Společenství zbaven možnosti přizpůsobit tento akt jakékoli změně okolností nebo jakémukoli vývoji znalostí s ohledem na úkol, který mu náleží, a to dbát na ochranu obecných zájmů uznaných ve Smlouvě“.

pravomocí zveřejňovány, z 5 000 EUR na 20 000 EUR), se Komise rozhodla upustit od stanovení právní úpravy, aby členským státům ponechala flexibilitu přizpůsobit tento požadavek místním podmínkám. V případech, kdy neexistuje flexibilita k přizpůsobení nařízení o zneužívání trhu místním podmínkám, je pro snížení administrativní zátěže emitentů na trhu pro růst malých a středních podniků nezbytně nutné legislativní opatření na úrovni EU.

Opatření, jehož cílem je zlepšit likviditu (zřízení 29. režimu pro smlouvy o zajištění likvidity pro emitenty na trhu pro růst malých a středních podniků – viz podrobné vysvětlení konkrétních ustanovení návrhu níže), dosahuje rovnováhy mezi stanovením celoevropských norem pro smlouvy o zajištění likvidity a ponecháním flexibility členských států přijmout pro tyto smlouvy uznávané tržní postupy (např. rozšířit oblast působnosti smluv o zajištění likvidity na nelikvidní cenné papíry jiné než akcie na trhu pro růst malých a středních podniků nebo přizpůsobit požadavky takových smluv zvláštním místním podmínkám).

- **Volba nástroje**

Cílem navrhovaných legislativních změn je zejména snížit administrativní zátěž a náklady na dodržování právních předpisů, s nimiž se potýkají emitenti na trhu pro růst malých a středních podniků a které vyplývají z používání nařízení o zneužívání trhu a nařízení o prospektu. Tato iniciativa má rovněž podpořit likviditu zajištěním toho, aby emitent na trhu pro růst malých a středních podniků v EU mohl uzavřít smlouvu o zajištění likvidity.

Za tímto účelem legislativní opatření pozmění stávající ustanovení nařízení o zneužívání trhu a nařízení o prospektu. Vzhledem k tomu, že mnohé z nutných změn budou jen drobnými změnami stávajících právních textů, lze je sumarizovat v souhrnném nařízení. Právním základem nařízení o prospektu a nařízení o zneužívání trhu je čl. 114 odst. 1 SFEU. Každé pozměňující nařízení má tudíž tentýž právní základ.

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

- **Konzultace se zúčastněnými stranami**

- (a) Veřejná konzultace na téma „Budování proporcionálního regulačního prostředí na podporu kotací malých a středních podniků“

Dne 18. prosince 2017 zahájily útvary Komise veřejnou konzultaci týkající se kotací malých a středních podniků. Konzultace se zaměřila na tři hlavní oblasti: 1) jak doplnit koncepci trhu pro růst malých a středních podniků, kterou vytvořila směrnice MiFID II; 2) jak zmírnit zátěž společností kótovaných na trzích pro růst malých a středních podniků; a 3) jak podpořit ekosystémy obklopující místní burzy cenných papírů, zejména s cílem zlepšit likviditu akcií kótovaných v těchto obchodních systémech. Komise obdržela 71 odpovědí, které zaslaly zúčastněné strany z osmnácti členských států¹⁹.

¹⁹ Šest veřejných orgánů (dvě ministerstva financí, čtyři příslušné vnitrostátní orgány); osmnáct burz cenných papírů; 35 odvětvových sdružení (šest pro makléře, čtrnáct pro investiční správce / investiční banky, čtyři pro pojišťovny, tři pro účetnictví/audit, dvě pro ratingové agentury, čtyři pro emitenty, jedno pro penzijní subjekty), dvě nevládní organizace, dvě poradenské/právní firmy, dvě podpůrné banky, jedna akademická instituce; skupina subjektů působících v oblasti cenných papírů a trhů v rámci orgánu ESMA a skupina uživatelů v oblasti finančních služeb. Tyto zúčastněné strany pocházejí z osmnácti členských států: AT, BE, CZ, DE, DK, EE, EL, ES, FI, FR, HR, IE, IT, LV, NL, PL SE, UK.

Na otázku, proč se jen málo malých a středních podniků snaží získat kotaci na evropských veřejných trzích, mnoho zúčastněných stran uvádělo administrativní zátěž, kterou na malé a střední podniky kladou pravidla týkající se zneužívání trhu, transparentnosti a zveřejňování údajů. Nařízení o zneužívání trhu bylo popisováno jako nařízení, které je z hlediska výkladu složité, a proto malým a středním podnikům ztěžuje dodržování evropských právních předpisů.

Většina zúčastněných stran také hodnotila režim pro obchody osob s řídicí pravomocí jako velmi zatěžující a nákladný a vyslovovala se ve prospěch prodloužení odkladu oznamování obchodů, zvýšení prahové hodnoty, od níž musí být obchody oznamovány, a přenesení odpovědnosti za zveřejňování obchodů osob s řídicí pravomocí na jejich příslušný vnitrostátní orgán. Pokud jde o přístup k seznamům zasvěcených osob, velká většina respondentů se shodla, že je obtížný a zatěžující – třebaže nezbytný. V průměru se vyslovili pro to, aby byli emitenti povinni buď předkládat seznamy zasvěcených osob jen na žádost příslušného vnitrostátního orgánu, nebo vést jen seznam „stálých zasvěcených osob“. Jen malá menšina se vyslovila pro plné osvobození emitentů na trhu pro růst malých a středních podniků od povinnosti vést seznamy zasvěcených osob. Z malého počtu zúčastněných stran, které vyjádřily stanovisko k odůvodnění odkladu sdělování vnitřních informací, byla většina pro to, aby byli emitenti povinni předkládat odůvodnění pouze na žádost příslušného vnitrostátního orgánu a aby byli osvobozeni od povinnosti vést záznamy o zveřejňování. Jsou-li opět zahrnuty jen zúčastněné strany, které vyjádřily stanovisko, byla jasná většina pro vynětí soukromých umístění dluhopisů na trzích pro růst malých a středních podniků z pravidel pro sondování trhu v případech, kdy se investoři účastní jednání o emisi.

Z respondentů, kteří vyjádřili stanovisko, byla velká většina přesvědčena, že úlevy by měly být poskytnuty všem společnostem kótovaným na trzích pro růst malých a středních podniků. Bylo uváděno, že zásada „jeden trh, jeden jednotný soubor pravidel“ je nezbytná pro zajištění jasných podmínek a využití trhu ze strany investorů, emitentů i finančních zprostředkovatelů. Několik málo zástupců obchodních systémů a emitentů nicméně tvrdilo, že regulační úlevy by měly být poskytnuty všem malým a středním podnikům, bez ohledu na to, zda jsou kótovány v mnohostranném obchodním systému nebo na regulovaném trhu.

Většina zúčastněných stran byla proti stanovení pravidel pro povinný přechod emitentů z trhu pro růst malých a středních podniků na regulovaný trh a namísto toho uváděly, že přechod na regulovaný trh by měl být vždy ponechán na uvážení emitenta. Několik málo respondentů však zastávalo názor, že převody kotací by měly být usnadněny pomocí vhodných regulačních pobídek, jejichž cílem by bylo snížit administrativní zátěž a náklady kotace na regulovaném trhu. Různé zúčastněné strany uváděly, že taková pobídka by mohla mít podobu osvobození od prospektu nebo zjednodušeného prospektu při přechodu emitenta z trhu pro růst malých a středních podniků na regulovaný trh. Pokud jde o opatření, jejichž cílem je zvýšit likviditu, účastníci trhu obecně uznávali přínosy smluv o zajištění likvidity. Velký počet zúčastněných stran, které vyjádřily stanovisko, se shodl na tom, že by bylo prospěšné vytvořit unijní rámec, přestože řada z nich trvala na nutnosti zachovat u takových smluv flexibilitu pro přizpůsobení místním podmínkám. Několik příslušných vnitrostátních orgánů se obávalo, že takové postupy by mohly vyvolat manipulativní cenové praktiky. Další příslušné vnitrostátní orgány však nespatořovaly žádný důvod k obavám, pokud bude rámec nastaven tak, aby manipulativním praktikám předcházel, jak je tomu podle stávajících uznávaných tržních postupů.

(b) Přezkum unie kapitálových trhů v polovině období

Dne 20. ledna 2017 Komise zahájila veřejnou konzultaci na téma přezkumu unie kapitálových trhů v polovině období. Mnoho respondentů požadovalo přiměřený přezkum jednotlivých

povinností uložených nefinančním emitentům, zejména malým a středním podnikům. Tyto povinnosti byly považovány za příliš zatěžující a odrazující tyto emitenty od snah o kotaci.

Pokud jde o právní rámec pro kótované společnosti, respondenti kritizovali různé aspekty nařízení o zneužívání trhu. Například pravidla týkající se obchodů osob s řídicí pravomocí, jakož i seznamů zasvěcených osob, byla kritizována jako příliš zatěžující pro podniky kótované v mnohostranných obchodních systémech. Definice vnitřní informace byla považována za příliš složitou, která povede k riziku předpokládaného a předčasného zveřejňování informací ze strany kótovaných emitentů. Někteří respondenti se domnívali, že oblast působnosti pravidel pro „sondování trhu“ podle nařízení o zneužívání trhu je příliš široká a že mnoho účastníků trhu nebude ochotno podstoupit zkoušku v rámci sondování trhu z důvodu právního rizika, které by mohli nést. Jiní respondenti měli za to, že rozšíření nařízení o zneužívání trhu na podniky kótované v mnohostranných obchodních systémech zvýšilo náklady na přístup na veřejné trhy kvůli přímým nákladům na monitorování a šíření vnitřních informací.

(c) Výzva ke sdělení skutečností: regulační rámec EU pro finanční služby

Dne 30. září 2015 vyhlásily útvary Komise výzvu ke sdělení skutečností s cílem zlepšit kvalitu stávajícího regulačního rámce pro finanční služby včetně těch, na které budou mít přímý dopad opatření v rámci unie kapitálových trhů. Ve výzvě ke sdělení skutečností respondenti obecně podpořili reformy regulace kapitálového trhu. Vyjádřili však obavy ohledně toho, jak právní předpisy týkající se zneužívání trhu, prospektu a trhů cenných papírů ovlivňují tržní financování pro malé a střední podniky.

Pokud jde o režim zneužívání trhu a trhy pro růst malých a středních podniků, někteří respondenti tvrdili, že režim týkající se zneužívání trhu klade vysokou zátěž na emitenty na trzích pro růst malých a středních podniků, což může v konečném důsledku vést k nižší aktivitě, a tudíž i k nižšímu financování pro malé a střední podniky. Zvláštní obavy se týkaly rozšiřování rozsahu povinností emitentů v rámci režimu pro společnosti kótované v mnohostranných obchodních systémech, například předkládání seznamů zasvěcených osob a oznamování obchodů osob s řídicí pravomocí.

• **Sběr a využití výsledků odborných konzultací**

Dne 14. listopadu 2017 uspořádaly útvary Komise technický seminář za účasti přibližně 25 zástupců burz cenných papírů z 27 členských států. Cílem semináře bylo projednat technická ustanovení a případná zjednodušení regulačního rámce pro přístup malých a středních podniků na veřejné trhy v rámci příprav veřejné konzultace na téma „Budování proporcionálního regulačního prostředí na podporu kotací malých a středních podniků“, která se měla uskutečnit v roce 2017.

Většina účastníků se domnívala, že nařízení o zneužívání trhu stanovilo nákladné povinnosti emitentů, kteří jsou malými a středními podniky, a uložilo přísné požadavky, a to i přes důležitou úlohu, kterou hraje z hlediska důvěry investorů. Jako důvody této zátěže respondenti uváděli povahu vnitřních informací a míru podrobností požadovanou při zveřejňování takových informací. Někteří účastníci zmiňovali jako problematické obtíže při určování toho, co má být považováno za vnitřní informaci. Několik dalších zúčastněných stran kritizovalo, že sankce použitelné podle nařízení o zneužívání trhu nejsou přiměřené pro společnosti kótované v mnohostranných obchodních systémech, jejichž tržní kapitalizace je často nižší než 10 milionů EUR. Pokud jde o seznamy zasvěcených osob, několik účastníků upozornilo, že výjimka zavedená pro trhy pro růst malých a středních podniků postrádá smysl, neboť emitenti budou stále povinni předkládat seznamy zasvěcených osob následně a mít za tímto účelem zavedeny postupy. Mnoho zúčastněných stran si stěžovalo na přísné lhůty, které

mají osoby s řídicí pravomocí pro oznamování svých obchodů, a tvrdily, že by měl být třídní časový rámec prodloužen na pět dnů, nebo by měly být emitentům na zveřejňování těchto informací poskytnuty další dva dny. Někteří účastníci také vysvětlili, že obchody osob s řídicí pravomocí by měly být oznamovány jen v případě, že jsou významné, tj. v hodnotě vyšší než je stávající prahová hodnota (5 000 EUR). Tři obchodní systémy se také shodly na tom, že pravidla podle nařízení o zneužívání trhu by se neměla na používat rovným způsobem vůči kapitálovým emitentům a emitentům, kteří vydávají pouze dluhové nástroje. A konečně také jeden účastník vysvětlil, že vzhledem k tomu, že většina dluhopisů malých a středních podniků je umístována soukromě, bude výjimka z pravidel pro sondování trhu u soukromých umístění znamenat skutečné zjednodušení.

Bylo zmíněno, že účastníci trhu uvítají větší jasnost, pokud jde o smlouvy o zajištění likvidity, s ohledem na jejich význam pro makléře a společnosti. Několik zúčastněných stran vysvětlilo, že uznávané tržní postupy pro zajištění likvidity by neměly být odstraněny, a argumentovaly právní jistotou v této otázce.

Dne 28. listopadu 2017 také útvary Komise uspořádaly technický seminář, na němž se sešlo přibližně 30 zástupců emitentů, investorů, makléřů a jiných finančních zprostředkovatelů.

Velká většina zúčastněných stran se shodla, že použití nařízení o zneužívání trhu znamená pro malé a střední podniky významné náklady. Některé z nich navrhovaly, aby bylo od nařízení o zneužívání trhu v případě trhů pro růst malých a středních podniků upuštěno, nebo aby se právní úprava vrátila k předchozímu režimu nařízení o zneužívání trhu, neboť nový režim často vede k tomu, že se společnosti pokoušejí stáhnout své akcie z trhu. Zúčastněné strany poznamenaly, že výjimka stanovená v nařízení o zneužívání trhu, pokud jde o vedení a aktualizace seznamu zasvěcených osob, má omezenou hodnotu, neboť příslušný vnitrostátní orgán může společnost stále požádat, aby poskytla obrovské množství informací, což je pro menší emity obtížně zvládnutelné. Někteří účastníci skutečně poukázali na to, že obchodování zasvěcených osob představuje velké riziko a může narušit důvěru investorů. Proto by se jako vyvážený přístup mohlo jevit zachování alespoň oddílu seznamu zasvěcených osob určeného pro stále zasvěcené osoby. Pokud jde o obchody osob s řídicí pravomocí, mnoho účastníků uvedlo, že prodloužení třídního časového rámce pro informování trhu neohroží ochranu investorů. Několik zúčastněných stran prohlásilo, že 20 000 EUR by znamenalo přiměřenější prahovou hodnotu pro zveřejnění obchodů osob s řídicí pravomocí, přestože lze tuto částku ještě zvýšit, aniž by byla ohrožena integrita trhu. Jiní účastníci tvrdili, že požadavek, aby obchody osob s řídicí pravomocí zveřejňoval příslušný vnitrostátní orgán, sníží zátěž emitentů. Někteří účastníci uvedli, že převody kotací z trhu pro růst malých a středních podniků na regulovaný trh by měly být motivovány prostřednictvím méně zatěžujícího prospektu.

• **Posouzení dopadů**

Tento návrh je doprovázen posouzením dopadů, které bylo předloženo dne 19. března 2018 a jež Výbor pro kontrolu regulace schválil (s výhradami) dne 22. dubna 2018.

Výbor pro kontrolu regulace požádal o změnu posouzení dopadů, aby bylo vyjasněno: i) odůvodnění iniciativy z hlediska subsidiarity; ii) jak byla určena oblast působnosti iniciativy (z hlediska zahrnutých opatření a z hlediska toho, jak posouzení dopadů tato opatření sdružilo do jednotlivých možností); iii) jak upřednostňované možnosti ovlivní ochranu investorů. Připomínky výboru byly zohledněny a začleněny do konečného znění posouzení dopadů.

Posouzení dopadů analyzuje několik možností politiky pro dosažení duálních cílů spočívajícího ve snížení administrativní zátěže pro emity na trhu pro růst malých a středních podniků a podpoře likvidity u kapitálových nástrojů kótovaných v těchto

obchodních systémech při současném zachování vysoké úrovně ochrany investorů a integrity trhu.

Komise provedla analýzu problémů, které mohou bránit nabídce finančních nástrojů na trzích pro růst malých a středních podniků, jakož i poptávce po těchto nástrojích (zejména otázky likvidity, která může investory odrazovat od investování na těchto trzích). Posouzení dopadů popisuje tři faktory, které tyto problémy vysvětlují: 1) regulační zátěž kótovaných malých a středních podniků vyplývající z použití nařízení o zneužívání trhu; 2) nedostatečná definice trhů pro růst malých a středních podniků; a 3) neexistence mechanismů na podporu obchodování a likvidity na trzích pro růst malých a středních podniků.

Je třeba upozornit, že některé z těchto problémů vyplývají z použití úrovně 2 podle směrnice MiFID II a budou řešeny prostřednictvím samostatných změn nařízení Komise v přenesené pravomoci 2017/565.

Následující tabulka uvádí souhrn různých úlev poskytovaných emitentům na trhu pro růst malých a středních podniků (podle nařízení o zneužívání trhu a nařízení o prospektu) a opatření, která mají podpořit likviditu akcií malých a středních podniků, jakož i jejich dopady na příslušné zúčastněné strany.

Upřednostňované možnosti politiky	Dopad na relevantní trhy/odvětví
Upřednostňované možnosti podle nařízení o zneužívání trhu	
Přijetí nové lhůty pro zveřejnění obchodů osob s řídicí pravomocí (dva dny ode dne oznámení osobami s řídicí pravomocí)	To by zmírnilo administrativní zátěž trhů pro růst malých a středních podniků tím, že by jim byl zajištěn dostatek času na zveřejnění obchodů osob s řídicí pravomocí. Dopad změny začátku lhůty na integritu trhu by byl velmi malý nebo žádný.
Povinnost vést seznam „stálých zasvěcených osob“.	Zmírnila by zatížení emitentů, neboť by se předešlo nákladům na sestavování seznamu zasvěcených osob <i>ad hoc</i> pro každou jednotlivou vnitřní informaci. Dopad na schopnost příslušných vnitrostátních orgánů odhalit obchodování zasvěcených osob by byl minimální, neboť tyto orgány se v praxi o seznamy zasvěcených osob opírají jen zřídka.
Odůvodnění odkladu zveřejnění vnitřních informací jen na požádání (bez nutnosti vést záznamy o zveřejňování)	Toto opatření by snížilo administrativní zátěž emitentů na trhu pro růst malých a středních podniků, neboť by je osvobodilo od vedení širšího seznamu informací (záznamy o zveřejňování). Dopad na integritu trhu by byl minimální, neboť příslušné vnitrostátní orgány by byly v případě odkladu nadále informovány a mohly by si vyžádat odůvodnění (které by emitenti vypracovali následně).
Vynětí sjednaných soukromých umístění dluhopisů u institucionálních investorů z režimu sondování trhu, jestliže	Tímto opatřením by se snížila administrativní zátěž emitentů (a osob jednajících jejich jménem) i investorů a usnadnily by se emise soukromých umístění. Alternativní postup pro sdělování vnitřních informací

existuje alternativní postup pro sdělování vnitřních informací	by zajistil, aby si byly všechny strany vědomy svých povinností, pokud jde o zveřejňování vnitřních informací.
Vytvoření evropského režimu pro smlouvy o zajištění likvidity pro kapitálové emitenty na trhu pro růst malých a středních podniků, který by současně umožňoval příslušným vnitrostátním orgánům stanovit uznávané tržní postupy	Toto opatření by zvýšilo likviditu a snížilo volatilitu akcií malých a středních podniků, a zvýšilo tak atraktivitu trhů pro růst malých a středních podniků z hlediska investorů, prostředníků a burz.
Upřednostňované možnosti podle nařízení o prospektu	
Vytvoření jednoduššího „převodního prospektu“ pro emitenty na trhu pro růst malých a středních podniků kótované po dobu alespoň tří let při snaze o přechod na regulované trhy	Toto opatření by společností pomohlo postoupit z trhu pro růst malých a středních podniků na regulovaný trh, neboť by jim umožnilo vypracovávat zjednodušený prospekt.

Posouzení dopadů rovněž upozorňuje, že v zájmu jednotnosti, jednoduchosti a jasnosti pro investory i emitenty by měly úlevy v rámci nařízení o zneužívání trhu přinést prospěch všem společnostem kótovaným na trzích pro růst malých a středních podniků, a nikoli jen malým a středním podnikům, které jsou v těchto obchodních systémech kótovány.

Posouzení dopadů dochází k závěru, že navrhovaný „balíček“ opatření (prostřednictvím tohoto souhrnného návrhu nařízení a předpokládaných cílených změn úrovně 2 v rámci směrnice MiFID II) přispěje k celkovému cíli unie kapitálových trhů, kterým je usnadnit menším společnostem přístup na kapitálové trhy. Tento balíček opatření podpoří společnosti kótované na trzích pro růst malých a středních podniků tím, že sníží jejich administrativní zátěž a umožní lepší likviditu. Posouzení dopadů však rovněž zdůrazňuje, že regulační opatření obsažená v této iniciativě by neměla závažný dopad na situaci malých společností, které zvažují kotaci.

- **Účelnost právních předpisů a zjednodušení**

Zčásti je cílem této iniciativy snížit náklady na dodržování předpisů pro emitenty na trhu pro růst malých a středních podniků. To se týká návrhu na změny předpokládané u nařízení o zneužívání trhu, které by vedly ke snížení nákladů odhadem o 4,03 milionu až 9,32 milionu EUR ročně. Pro každého emitenta by to znamenalo 15–17,5% snížení nákladů vyplývajících použití nařízení o zneužívání trhu. Vytvoření „převodního prospektu“ umožňujícího emitentům přechod z trhu pro růst malých a středních podniků na regulovaný trh by vedlo k odhadovaným úsporám nákladů ve výši 4,8 milionu až 7,2 milionu EUR ročně. Takovýto „převodní prospekt“ by snížil náklady vynakládané na vypracování tohoto dokumentu o 25–28,5 %.

- **Základní práva**

Budoucí legislativní opatření musí být v souladu s příslušnými základními právy, která ztělesňuje Listina základních práv EU. Návrh respektuje základní práva a dodržuje zásady uznané Listinou, zejména svobodu podnikání (článek 16) a ochranu spotřebitele (článek 38). Vzhledem k tomu, že cílem iniciativy je zmírnit administrativní zátěž malých emitentů,

přispěla by tato iniciativa ke zlepšení práva na svobodné podnikání. Předpokládané změny nařízení o zneužívání trhu a nařízení o prospektu by neměly mít žádný dopad na ochranu spotřebitele, neboť tyto cílené změny jsou součástí rámce, který ochrání vysokou úroveň integrity trhu a ochrany investorů.

4. ROZPOČTOVÉ DŮSLEDKY

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

5. OSTATNÍ PRVKY

• Plány provádění a způsoby monitorování, hodnocení a podávání zpráv

Monitorování dopadu nového nařízení bude provádět Komise. Hlavní parametry pro měření účinnosti nařízení při dosahování uvedených cílů (tj. zmírnění administrativní zátěže a zvýšená likvidita) budou následující:

- 1) Dopady na emitenty na trhu pro růst malých a středních podniků a na organizátory trhu
 - a) Počet registrovaných trhů pro růst malých a středních podniků
 - b) Počet kotací a tržní kapitalizace na celém trhu pro růst malých a středních podniků
 - c) Počet a velikost primárních veřejných nabídek akcií a primárních nabídek dluhopisů na trzích pro růst malých a středních podniků
 - d) Počet a velikost evropských primárních veřejných nabídek akcií a primárních nabídek dluhopisů malých a středních podniků ve třetích zemích
 - e) Poměr externího financování malých a středních podniků z bank a z kapitálových trhů
 - f) Počet a objem soukromých umístění kótovaných dluhopisů u institucionálních investorů
 - g) Počet „převodních prospektů“
- 2) Dopady na likviditu na trzích pro růst malých a středních podniků
 - a) Počet smluv o zajištění likvidity uzavřených emitenty
 - b) Objemy transakcí (stanovené vůči počtu kotací na jeden obchodní systém)
 - c) Průměrný volně obchodovaný objem
 - d) Průměrná rozpětí nabídkové a poptávkové ceny kotací
 - e) Průměrná okamžitě dostupná likvidita
 - f) Průměrná hloubka trhu
 - g) Průměrná doba provedení příkazů
 - h) Průměrná denní volatilita.

Tento seznam ukazatelů není vyčerpávající a lze jej rozšířit, aby pokrýval monitorování dodatečných dopadů. Dodatečné ukazatele mohou například také pomoci měřit účinnost jiných neregulačních opatření, která jsou součástí širšího balíčku pro kotace malých a středních podniků. Je také třeba upozornit, že pro žádný z ukazatelů uvedených na seznamu

nejsou stanoveny žádné konkrétní kvantitativní cílové hodnoty. Vzhledem k tomu, že existuje široká škála faktorů, které budou ukazatele závažným způsobem ovlivňovat, ale iniciativa se jimi nezabývá, měla by být účinnost iniciativy měřena spíše na základě směrového vývoje ukazatelů.

U mnoha ukazatelů by bylo zapotřebí, aby členské státy, příslušné vnitrostátní orgány, Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA) a organizátoři trhu poskytli pomoc a vstupní údaje. Zejména se to týká ukazatelů likvidity.

- **Podrobné vysvětlení konkrétních ustanovení návrhu**

- (a) Změny nařízení o zneužívání trhu

Výjimka z režimu sondování trhu pro soukromá umístění dluhopisů k upsání kvalifikovanými investory

Aby podpořila rozvoj trhů soukromých umístění dluhopisů, Komise navrhuje změnu režimu sondování trhu stanoveného v článku 11 nařízení o zneužívání trhu. V současné době může soukromé umístění dluhopisů k upsání kvalifikovanými investory (tj. veřejná nabídka dluhopisů, jež je určena výhradně kvalifikovaným investorům, jak je definuje nařízení o prospekt) spadat do oblasti působnosti režimu sondování trhu. Důvodem je skutečnost, že taková emise může mít potenciální účinek na úvěruschopnost emitenta, jehož cenné papíry (např. akcie nebo dluhopisy) již byly přijaty k obchodování v obchodním systému, a mohou proto představovat vnitřní informace.

Cílem technické změny článku 11 nařízení o zneužívání trhu bude vyjasnit, že sdělování informací potenciálním kvalifikovaným investorům, s nimiž jsou sjednávány všechny podmínky transakce soukromého umístění dluhopisu (včetně smluvních podmínek), nebude podléhat režimu sondování trhu. Tato výjimka bude k dispozici, jestliže i) kapitálové nebo nekapitálové nástroje emitenta, který usiluje o soukromé umístění dluhopisů, již byly přijaty k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků; a ii) jestliže je zaveden alternativní postup pro sdělování vnitřních informací (tzv. „wall crossing“)²⁰, kterým každý potenciální kvalifikovaný investor uznává regulační povinnosti vyplývající z přístupu k vnitřním informacím. Tento alternativní postup pro sdělování vnitřních informací by mohl mít podobu dohody o zachování mlčenlivosti.

Smlouva o zajištění likvidity pro emitenty na trhu pro růst malých a středních podniků

Na základě změn článku 13 nařízení o zneužívání trhu budou mít emitenti na trhu pro růst malých a středních podniků možnost uzavřít „smlouvu o zajištění likvidity“ s finančním zprostředkovatelem, který bude pověřen posílením likvidity akcií emitenta. Tento postup bude dovolen i v případě, že příslušný vnitrostátní orgán v zemi, kde se nachází daný trh pro růst malých a středních podniků, nestanovil uznávané tržní postupy pro smlouvy o zajištění likvidity podle článku 13 nařízení o zneužívání trhu.

Tato možnost bude podléhat třem podmínkám: i) smlouva o zajištění likvidity musí splňovat podmínky stanovené v čl. 13 odst. 2 a v prováděcích technických normách, které vypracuje Evropský orgán pro cenné papíry a trhy; ii) poskytovatelem likvidity by měl být investiční podnik s oprávněním podle směrnice MiFID II a člen trhu pro růst malých a středních podniků, na němž byly akcie emitenta přijaty k obchodování; a iii) organizátor trhu nebo investiční podnik provozující trh pro růst malých a středních podniků musí být informován o uzavření smlouvy o zajištění likvidity a musí souhlasit s jejími podmínkami. Tyto podmínky

²⁰ „Wall crossing“ znamená postup, kterým se z určité osoby stává „zasvěcená osoba“ na základě toho, že jí jsou poskytnuty vnitřní informace.

by měly být vždy dodržovány a dotčené příslušné vnitrostátní orgány si mohou od emitenta nebo od investičního podniku, který je poskytovatelem likvidity, vyžádat exemplář smlouvy o zajištění likvidity.

Evropský orgán pro cenné papíry a trhy bude pověřen úkolem vypracovat prováděcí technické normy, které stanoví vzor smlouvy o zajištění likvidity. Tyto prováděcí technické normy stanoví požadavky, která musí takové smlouvy o zajištění likvidity splňovat, aby byly ve všech členských státech legální.

Toto nové ustanovení nebude členským státům bránit, aby přijaly uznávané tržní postupy podle článku 13, přizpůsobily smlouvy o zajištění likvidity místním podmínkám nebo rozšířily oblast působnosti smluv o zajištění likvidity nad rámec emitentů na trhu pro růst malých a středních podniků (např. na nelikvidní cenné papíry kótované na regulovaných trzích).

Odůvodnění odkladu zveřejnění vnitřních informací

Cílem této úpravy článku 17 nařízení o zneužívání trhu je omezit povinnosti uložené emitentům na trhu pro růst malých a středních podniků, pokud se rozhodnou odložit zveřejnění vnitřních informací.

Podle tohoto návrhu budou emitenti na trhu pro růst malých a středních podniků stále povinni toto prodlení oznámit oprávněnému příslušnému vnitrostátnímu orgánu. Budou však povinni odůvodnit příčiny tohoto prodlení pouze na požádání příslušného vnitrostátního orgánu (namísto aby tak činili za všech okolností). Kromě toho budou emitenti na trhu pro růst malých a středních podniků osvobozeni od povinnosti vést seznam podrobných informací k průběžnému odůvodňování odkladu (jak nyní stanoví prováděcí nařízení Komise (EU) 2016/1055). Toto odůvodnění bude vypracováno následně, teprve v okamžiku, kdy emitent obdrží žádost od příslušného vnitrostátního orgánu.

Seznamy zasvěcených osob u trhů pro růst malých a středních podniků

Podle nařízení o zneužívání trhu (čl. 18 odst. 6) nejsou emitenti na trhu pro růst malých a středních podniků povinni průběžně vést seznamy zasvěcených osob, pokud i) emitent přijme veškerá přiměřená opatření s cílem zajistit, aby veškeré osoby s přístupem k vnitřním informacím znaly právní a regulační povinnosti, které pro ně vyplývají, a byly si vědomy příslušné sankce, a ii) emitent je schopný na žádost předložit příslušnému orgánu seznam zasvěcených osob.

Tato změna navrhuje nahradit stávající úlevu stanovenou nařízením o zneužívání trhu pro emitenty na trhu pro růst malých a středních podniků méně zatěžujícím „seznamem stálých zasvěcených osob“. Vypracovat tento seznam by bylo pro malé a střední podniky snadnější a přitom by seznam byl stále smysluplný z hlediska vyšetřování případů obchodování zasvěcených osob vedených příslušnými vnitrostátními orgány. Tento seznam „stálých zasvěcených osob“ by obsahoval všechny osoby, které mají pravidelný přístup k vnitřním informacím týkajícím se emitenta na základě svých úkolů v rámci emitenta (například členové administrativních, správních, řídicích a dozorčích orgánů) nebo své funkce (vedoucí pracovníci oprávnění činit manažerská rozhodnutí ovlivňující budoucí vývoj a obchodní vyhlídky emitentů a administrativní zaměstnanci s pravidelným přístupem k vnitřním informacím). Tato úleva bude poskytnuta pouze emitentům na trhu pro růst malých a středních podniků, aniž by byly dotčeny povinnosti osob jednajících jejich jménem nebo na jejich účet (například účetních poradců, právníků, ratingových agentur...) vypracovat, aktualizovat a na požádání předložit příslušnému vnitrostátnímu orgánu jejich vlastní seznamy zasvěcených osob podle čl. 18 odst. 1 až 5.

Obchody osob s řídicí pravomocí prováděné emitenty na trhu pro růst malých a středních podniků

V současné době musí osoby s řídicí pravomocí v rámci emitenta a osoby s nimi úzce propojené oznámit své obchody vnitrostátnímu příslušnému orgánu a emitentovi do tří dnů ode dne uskutečnění obchodu. Současně musí emitent oznámit informace trhu nejpozději do tří dnů ode dne uskutečnění obchodu. Respondenti ve veřejné konzultaci zdůraznili, že je z technického hlediska nemožné dodržet třídenní lhůtu pro oznámení, jestliže emitent obdrží informace od osoby s řídicí pravomocí již se zpožděním, neboť třídenní lhůta zahrnuje oznámení osob s řídicí pravomocí v rámci emitenta a osob s nimi úzce propojených emitentovi i oznámení emitenta trhu.

Na základě této změny budou osoby s řídicí pravomocí v rámci emitenta a osoby úzce propojené s emitenty na trhu pro růst malých a středních podniků povinny informovat emitenta a příslušný národní orgán do tří pracovních dnů. Následně, po oznámení ze strany osob s řídicí pravomocí v rámci emitenta a osob s nimi úzce propojených, bude mít emitent další dva dny na zveřejnění informací.

(b) Změna nařízení o prospektu

Převodní prospekt

Emitenti, kteří jsou po určitou dobu kótováni na trhu pro růst malých a středních podniků, jsou povinni vypracovat úplný prospekt, pokud hodlají postoupit na regulovaný trh. Důvodem je skutečnost, že v takové situaci nemají k dispozici žádný vzor zjednodušeného prospektu (jako je „unijní prospekt pro růst“ nebo zjednodušený prospekt pro sekundární emise). Tato změna nařízení o prospektu by vytvořila zjednodušený „převodní prospekt“ pro společnosti, které jsou kótovány na trhu pro růst malých a středních podniků alespoň po dobu tří let a hodlají přejít na regulovaný trh. Emitenti na trhu pro růst malých a středních podniků podléhají požadavkům na průběžné zveřejňování podle nařízení o zneužívání trhu a pravidlům pro organizátora trhu pro růst malých a středních podniků, která požaduje směrnice 2014/65/EU. Poskytují tudíž investorům velké množství informací. Emitenti v takové situaci by tedy měli mít možnost využít převodní prospekt (vycházející ze zjednodušeného prospektu pro sekundární emise, který stanoví nařízení o prospektu). Tento prospekt by byl k dispozici v případě, že emitenti na trhu pro růst malých a středních podniků žádají o i) přijetí svých cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu nebo ii) o přijetí a novou nabídku cenných papírů na regulovaném trhu.

Návrh

NAŘÍZENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY,

kterým se mění nařízení (EU) č. 596/2014 a (EU) 2017/1129, pokud jde o podporu využívání trhů pro růst malých a středních podniků

(Text s významem pro EHP)

EVROPSKÝ PARLAMENT A RADA EVROPSKÉ UNIE,

s ohledem na Smlouvu o fungování Evropské unie, a zejména na článek 114 této smlouvy,
s ohledem na návrh Evropské komise,
po postoupení návrhu legislativního aktu vnitrostátním parlamentům,
s ohledem na stanovisko Evropské centrální banky¹,
s ohledem na stanovisko Evropského hospodářského a sociálního výboru²,
v souladu s řádným legislativním postupem³,
vzhledem k těmto důvodům:

- (1) Cílem iniciativy týkající se unie kapitálových trhů je snížit závislost na bankovních úvěrech, diverzifikovat tržní zdroje financování pro malé a střední podniky („MSP“) a podpořit emise dluhopisů a akcií malých a středních podniků na veřejných trzích. Společnosti usazené v Unii, které se snaží získat kapitál v obchodních systémech, se potýkají s vysokými jednorázovými a průběžnými náklady na zveřejňování a na dodržování předpisů, které je mohou především odrazovat od snah o přijetí k obchodování v unijních obchodních systémech. Kromě toho akcie emitované malými a středními podniky v unijních obchodních systémech často trpí nižšími mírami likvidity a vyšší volatilitou, což zvyšuje náklady kapitálu a činí tento zdroj financování příliš zatěžující.
- (2) Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU⁴ vytvořila nový typ obchodních systémů, trhy pro růst malých a středních podniků, podskupinu mnohostranných obchodních systémů, aby malým a středním podnikům usnadnila přístup ke kapitálu a usnadnila další rozvoj specializovaných trhů, jejichž cílem je uspokojit potřeby menších a středních emitentů. Směrnice 2014/65/EU rovněž předpokládala, že *„[p]ozornost by se měla zaměřit na to, jak by mělo být používání tohoto trhu podpořeno a prosazováno v budoucí právní úpravě, aby byl tento trh atraktivní pro investory, aby byla snížena administrativní zátěž a aby byly poskytnuty další pobídky pro přístup malých a středních podniků na kapitálové trhy prostřednictvím trhů pro růst malých a středních podniků“*.

¹ Úř. věst. C [...], [...], s. [...].

² Úř. věst. C, , s. .

³ Postoj Evropského parlamentu ze dne ... (Úř. věst. ...) a rozhodnutí Rady ze dne ...

⁴ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU (Úř. věst. L 173, 12.6.2014, s. 349).

- (3) Bylo však zjištěno, že emitenti přijatí k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků mají ve srovnání s emitenty přijatými k obchodování v mnohostranných obchodních systémech nebo na regulovaných trzích k dispozici poměrně malý počet zmírnění předpisů. Většina povinností stanovených v nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014⁵ se použije stejným způsobem vůči všem emitentům bez ohledu na jejich velikost nebo obchodní systém, v němž jsou jejich finanční nástroje přijaty k obchodování. Tak nízká úroveň diferenciací mezi emitenty na trzích pro růst malých a středních podniků a emitenty v mnohostranných obchodních systémech působí jako prvek, který mnohostranné obchodní systémy odrazuje od snah zaregistrovat se jako trh pro růst malých a středních podniků, čemuž nasvědčuje dosavadní nízká míra využívání statusu trhu pro růst malých a středních podniků. Je tudíž nezbytné zavést další zmírnění požadavků s cílem adekvátně podpořit využívání trhů pro růst malých a středních podniků.
- (4) Atraktivita trhů pro růst malých a středních podniků by měla být posílena dalším snížením nákladů na dodržování předpisů a administrativní zátěže pro emitenty na trzích pro růst malých a středních podniků. V zájmu udržení nejvyšších standardů dodržování předpisů na regulovaných trzích by zmírnění požadavků stanovená v tomto nařízení měla být omezena na společnosti kótované na trzích pro růst malých a středních podniků, a to bez ohledu na skutečnost, že ne všechny malé a střední podniky jsou kótovány na trzích pro růst malých a středních podniků a ne všechny společnosti kótované na trzích pro růst malých a středních podniků jsou malé a střední podniky. Podle směrnice 2014/65/EU lze až 50 % jiných než malých a středních podniků přijmout k obchodování na trzích pro růst malých a středních podniků, aby byla udržena rentabilita obchodního modelu trhů pro růst malých a středních podniků, mimo jiné pomocí likvidity na základě cenných papírů jiných než malých a středních podniků. S ohledem na rizika spojená s používáním různých souborů pravidel na emitenty kótované v téže kategorii obchodního systému, jmenovitě na trzích pro růst malých a středních podniků, by změny stanovené v tomto nařízení neměly být omezeny pouze na emitenty z řad malých a středních podniků. V zájmu jednotnosti pro emitenty a jasnosti pro investory by se zmírnění nákladů na dodržování předpisů a administrativní zátěže mělo použít vůči všem emitentům na trzích pro růst malých a středních podniků bez ohledu na jejich tržní kapitalizaci. Použití téhož souboru pravidel na emitenty také zajišťuje, aby společnosti nebyly postihovány za to, že rostou a již nejsou malými a středními podniky.
- (5) Podle článku 11 nařízení (EU) č. 596/2014 sondování trhu spočívá ve sdělení informací před oznámením obchodu jednomu či několika potenciálním investorům, s cílem odhadnout zájem potenciálních investorů o případný obchod a podmínky týkající se tohoto obchodu, jako je jeho případný rozsah či cena. Během vyjednávací fáze soukromého umístění dluhopisů vedou emitenti na trhu pro růst malých a středních podniků rozhovory s omezenou skupinou kvalifikovaných investorů (jak je definuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129⁶) a všechny smluvní podmínky obchodu sjednávají s těmito kvalifikovanými investory. Cílem sdělování informací v uvedené vyjednávací fázi soukromého umístění dluhopisů je strukturovat a dokončit celou transakci, a nikoli měřit zájem potenciálních investorů týkající se

⁵ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnice Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES (Úř. věst. L 173, 12.6.2014, s. 1).

⁶ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129 ze dne 14. června 2017 o prospektu, který má být uveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu, a o zrušení směrnice 2003/71/ES (Úř. věst. L 168, 30.6.2017, s. 12).

předem definované transakce. Uložení povinnosti sondování trhu může být u soukromých umístění dluhopisů zatěžující a může emitenty i investory odrazovat od vstupu do jednání o takových transakcích. Aby se zvýšila atraktivnost soukromých umístění dluhopisů na trzích pro růst malých a středních podniků, měly by být tyto transakce vyloučeny z oblasti působnosti režimu sondování trhu za předpokladu, že bude existovat odpovídající dohoda o zachování mlčenlivosti.

- (6) Určité likvidity lze u akcií emitenta dosáhnout prostřednictvím mechanismů likvidity, jako jsou mechanismy pro tvorbu trhu nebo smlouvy o zajištění likvidity. Mechanismus pro tvorbu trhu zahrnuje smlouvu mezi organizátorem trhu a třetí stranou, která se zavazuje udržovat likviditu určitých akcií a získává za to slevy z poplatků za obchodování. Smlouva o zajištění likvidity zahrnuje smlouvu mezi emitentem a třetí stranou, která se zavazuje zajistit likviditu akcií emitenta jménem tohoto emitenta. V zájmu plného zachování integrity trhu by smlouvy o zajištění likvidity měly být k dispozici pro všechny emitenty na trzích pro růst malých a středních podniků v celé Unii, s výhradou řady podmínek. Ne všechny příslušné orgány stanovily podle článku 13 nařízení (EU) č. 596/2014 uznávané tržní postupy týkající se smluv o zajištění likvidity podle článku 13 nařízení (EU) č. 596/2014, což znamená, že ne všichni emitenti na trhu pro růst malých a středních podniků mají v současné době v celé Unii přístup k programům na podporu likvidity. Tato neexistence programů na podporu likvidity může být překážkou účinného rozvoje trhů pro růst malých a středních podniků. Je proto nutné vytvořit unijní rámec, který emitentům na trhu pro růst malých a středních podniků umožní uzavřít smlouvu o zajištění likvidity s poskytovatelem likvidity i v jiném členském státě, pokud na vnitrostátní úrovni nebyly zavedeny uznávané tržní postupy. Unijní rámec smluv o zajištění likvidity pro trhy pro růst malých a středních podniků by však měl stávající nebo budoucí uznávané tržní postupy spíše doplnit než nahradit. Příslušné orgány by měly zachovat možnost zavést uznávané tržní postupy pro smlouvy o zajištění likvidity tak, aby přizpůsobily jejich podmínky zvláštním místním podmínkám nebo aby takové smlouvy rozšířily na nelikvidní cenné papíry jiné než akcie na trhu pro růst malých a středních podniků.
- (7) V zájmu jednotného používání unijního rámce pro smlouvy o zajištění likvidity uvedené v 6. bodě odůvodnění je třeba nařízení (EU) č. 596/2014 pozměnit tak, aby byla Komise zmocněna přijímat prováděcí technické normy vypracované Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy, jimiž se stanoví šablona pro tyto smlouvy. Komise by měla uvedené prováděcí technické normy přijímat prostřednictvím prováděcích aktů podle článku 291 Smlouvy v souladu s článkem 15 nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1095/2010⁷.
- (8) Podle čl. 17 odst. 4 nařízení (EU) č. 596/2014 se mohou emitenti rozhodnout odložit zveřejnění vnitřních informací, pokud by pravděpodobně mohly být ohroženy jejich oprávněné zájmy. Emitenti jsou však povinni vyrozumět o tom příslušný orgán a poskytnout vysvětlení důvodů, na nichž je takové rozhodnutí založeno. Povinnost emitentů na trhu pro růst malých a středních podniků písemně doložit důvody, které je vedly k odkladu zveřejnění, může být zatěžující. Má se za to, že méně náročný požadavek týkající se emitentů na trzích pro růst malých a středních podniků, který by spočíval v povinnosti vysvětlit důvody odkladu pouze na žádosti příslušného orgánu, by neměl významný dopad na schopnost příslušného orgánu monitorovat zpřístupňování vnitřních informací a současně by mohl významně snížit

⁷ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1095/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy), o změně rozhodnutí č. 716/2009/ES a o zrušení rozhodnutí Komise 2009/77/ES (Úř. věst. L 331, 15.12.2010, s. 84).

administrativní zátěž emitentů na trzích pro růst malých a středních podniků, pakliže by uvedené příslušné orgány byly nadále informovány o rozhodnutí o odkladu a byly s to zahájit vyšetřování, pokud by o uvedeném rozhodnutí měly pochybnosti.

- (9) Stávající méně přísné požadavky na emitenty na trzích pro růst malých a středních podniků, kteří musí podle čl. 18 odst. 6 nařízení (EU) č. 596/2014 vypracovat seznam zasvěcených osob jen na žádost příslušného orgánu, mají v praxi jen omezený účinek, neboť tito emitenti stále podléhají průběžnému monitorování osob, které splňují definici zasvěcené osoby, v rámci probíhajících projektů. Stávající zmírnění by tudíž mělo být nahrazeno možností, aby emitenti na trzích pro růst malých a středních podniků vedli pouze seznam stálých zasvěcených osob, který by měl zahrnovat osoby, jež mají pravidelný přístup k vnitřním informacím na základě svých úkolů nebo své funkce v rámci emitenta.
- (10) Podle čl. 19 odst. 3 nařízení (EU) č. 596/2014 jsou emitenti povinni do tří dnů ode dne uskutečnění obchodu zveřejnit obchody, které provádějí osoby s řídicí pravomocí v rámci emitenta a osoby s nimi úzce propojené. Tátáž lhůta platí pro osoby s řídicí pravomocí v rámci emitenta a osoby s nimi úzce propojené, pokud jde o jejich povinnost oznámit své obchody emitentovi. Jestliže osoby s řídicí pravomocí v rámci emitenta a osoby s nimi úzce propojené oznámí své obchody emitentům na trhu pro růst malých a středních podniků se zpožděním, je pro uvedené emitenty na trzích pro růst malých a středních podniků technicky složité dodržet třídní lhůtu, z čehož mohou vzniknout problémy v oblasti odpovědnosti. Emitenti na trzích pro růst malých a středních podniků by proto měli mít možnost zveřejnit obchody do dvou dnů ode dne, kdy jim tyto obchody oznámily osoby s řídicí pravomocí v rámci emitenta nebo osoby s nimi úzce propojené.
- (11) Trhy pro růst malých a středních podniků by neměly být vnímány jako konečný krok v rozvoji emitentů a měly by úspěšným společenstvem umožňovat, aby rostly a v určitý okamžik přešly na regulované trhy, aby mohly využít větší likvidity a větší skupiny investorů. Aby byl usnadněn přechod z trhu pro růst malých a středních podniků na regulovaný trh, měly by mít rostoucí společnosti možnost využít pro přijetí na regulovaný trh zjednodušeného režimu zpřístupňování informací, který stanoví článek 14 nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129, pokud jsou již uvedené společnosti přijaty k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků po dobu alespoň tří let. Díky této době by měli emitenti získat dostatečnou historii vývoje a poskytnout trhu informace o své finanční výkonnosti a informace požadované podle pravidel směrnice 2014/65/EU.
- (12) Podle nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1606/2002⁸ nejsou emitenti na trhu pro růst malých a středních podniků povinni zveřejňovat své finanční výkazy podle mezinárodních standardů účetního výkaznictví. Aby se však vyhnuli odchylkám od standardů regulovaného trhu, měli by emitenti na trzích pro růst malých a středních podniků, kteří by chtěli využít zjednodušeného režimu zpřístupňování informací pro přechod na regulovaný trh, vypracovat své poslední finanční výkazy včetně srovnávacích informací za předchozí rok v souladu s uvedeným nařízením.
- (13) Nařízení (EU) č. 596/2014 a (EU) č. 2017/1129 by proto měla být odpovídajícím způsobem změněna.

⁸ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1606/2002 ze dne 19. července 2002 o uplatňování mezinárodních účetních standardů (Úř. věst. L 243, 11.9.2002, s. 1).

- (14) Změny stanovené v tomto nařízení by se měly použít šest měsíců ode dne vstupu tohoto nařízení v platnost, aby měli zavedení organizátoři trhů pro růst malých a středních podniků dostatečný čas na úpravu svých souborů pravidel,

PŘIJALY TOTO NAŘÍZENÍ:

Článek 1

Změny nařízení (EU) č. 596/2014

Nařízení (EU) č. 596/2014 se mění takto:

1. v článku 11 se vkládá nový odstavec 1a, který zní:

„1a. Je-li nabídka cenných papírů určena výhradně kvalifikovaným investorům definovaným v čl. 2 písm. e) nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129*, sdělení informací těmto kvalifikovaným investorům pro účely sjednání smluvních podmínek jejich účasti na emisi dluhopisů ze strany emitenta, jehož finanční nástroje jsou přijaty k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků, nepředstavuje sondování trhu a neznamená nedovolené zpřístupnění vnitřních informací. Uvedený emitent zajistí, aby si byli kvalifikovaní investoři, kteří tyto informace obdrží, vědomi souvisejících právních a regulačních povinností a tuto znalost písemně potvrdili a aby si byli vědomi sankcí souvisejících s obchodováním zasvěcené osoby a nedovoleným zpřístupněním vnitřních informací.

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

2. V článku 13 se doplňují nové odstavce 12 a 13, které znějí:

„12. Emitent, jehož finanční nástroje jsou přijaty k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků, je oprávněn uzavřít smlouvu o zajištění likvidity pro své akcie, pokud jsou splněny všechny tyto podmínky:

- podmínky smlouvy o zajištění likvidity splňují kritéria stanovená v čl. 13 odst. 2 tohoto nařízení a v nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/908**;
- smlouva o zajištění likvidity je vypracována v souladu s šablonou v odstavci 13;
- poskytovatel likvidity je řádně oprávněn příslušným orgánem v souladu se směrnicí 2014/65/EU a je organizátorem trhu nebo investičním podnikem, který provozuje trh pro růst malých a středních podniků, zaregistrován jako člen trhu;
- organizátor trhu nebo investiční podnik, který provozuje trh pro růst malých a středních podniků, emitentovi písemně potvrdí, že obdržel exemplář smlouvy o zajištění likvidity a že s podmínkami této smlouvy souhlasí.

Emitent uvedený v prvním pododstavci tohoto odstavce musí být schopen kdykoli prokázat, že podmínky, za nichž byla smlouva uzavřena, jsou soustavně dodržovány. Tento emitent a investiční podnik, který provozuje trh pro růst malých a středních

podniků, poskytnou dotčeným příslušným orgánům na jejich žádost exemplář smlouvy o zajištění likvidity.

13. Aby zajistil jednotné podmínky používání odstavce 12, vypracuje orgán ESMA návrh prováděcích technických norem, jimiž se stanoví šablona smlouvy, jež se použije pro účely uzavření smlouvy o zajištění likvidity, aby bylo zajištěno dodržování podmínek stanovených v článku 13. Orgán ESMA předloží uvedené návrhy prováděcích technických norem Komisi do [...]. Komisi je svěřena pravomoc přijímat prováděcí technické normy uvedené v prvním pododstavci v souladu s článkem 15 nařízení (EU) č. 1095/2010.

****** Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/908 ze dne 26. února 2016, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o stanovení regulačních technických norem týkajících se kritérií, postupu a požadavků pro zavedení uznávaného tržního postupu a požadavků na jeho zachování, ukončení nebo změnu podmínek jeho uznání (Úř. věst. L 153, 10.6.2016, s. 3).“; “;

3. v čl. 17 odst. 4 se doplňuje nový pododstavec, který zní:

„Emitent, jehož finanční nástroje jsou přijaty k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků a rozhodl se odložit zveřejnění vnitřních informací, oznámí toto rozhodnutí příslušnému orgánu. Vysvětlení rozhodnutí o odkladu se předkládá pouze na žádost příslušného orgánu specifikovaného v souladu s odstavcem 3. Tento příslušný orgán nevyžaduje, aby emitent uchovával záznam o tomto vysvětlení.“;

4. v článku 18 se odstavec 6 nahrazuje tímto:

„6. Emitenti, jejichž finanční nástroje jsou přijaty k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků, jsou oprávněni zapsat na svůj seznam zasvěcených osob pouze ty osoby, které mají z důvodu povahy svých úkolů nebo své funkce v rámci emitenta pravidelný přístup k vnitřním informacím. Každá osoba, která jedná jménem nebo na účet emitenta přijatého k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků, nadále podléhá požadavkům stanoveným v odstavcích 1 až 5.

Uvedený seznam se na vyžádání poskytne příslušnému orgánu.“;

5. v čl. 19 odst. 3 se v prvním pododstavci doplňuje nová věta, která zní:

„Emitenti, jejichž finanční nástroje jsou přijaty k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků, mají dva pracovní dny po obdržení oznámení podle odstavce 1 na to, aby zveřejnili informace uvedené v tomto oznámení.“.

Článek 2

Změny nařízení (EU) č. 2017/1129

Článek 14 nařízení (EU) 2017/1129 se mění takto:

1. v odst. 1 prvním pododstavci se doplňuje nové písmeno d), které zní:

„d) emitenti, kteří jsou přijati k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků po dobu alespoň tří let a žádají o přijetí stávajících nebo nových cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu“;

2. v odst. 2 druhém pododstavci se doplňuje nová věta, která zní:

„Pro emitenty uvedené v odst. 1 prvním pododstavci písm. d) se poslední finanční výkazy obsahující srovnávací informace za předcházející rok zařazené do

zjednodušeného prospektu vypracují v souladu s mezinárodními standardy účetního výkaznictví potvrzenými v Unii na základě nařízení (ES) č. 1606/2002***.

*** Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1606/2002 ze dne 19. července 2002 o uplatňování mezinárodních účetních standardů (Úř. věst. L 243, 11.9.2002, s. 1). “;

Článek 3

Vstup v platnost a použitelnost

Toto nařízení vstupuje v platnost dvacátým dnem po vyhlášení v Úředním věstníku Evropské unie.

Použije se od 6 měsíců od vstupu v platnost.

Toto nařízení je závazné v celém rozsahu a přímo použitelné ve všech členských státech.

V Bruselu dne

*Za Evropský parlament
předseda*

*Za Radu
předseda*