



Bruxelles, 7.12.2022.  
COM(2022) 760 final

2022/0405 (COD)

Prijedlog

**DIREKTIVE EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA**

**o izmjeni Direktive 2014/65/EU radi povećanja privlačnosti javnih tržišta kapitala u Uniji za poduzeća i olakšanja pristupa malih i srednjih poduzeća kapitalu i o stavljanju izvan snage Direktive 2001/34/EZ**

(Tekst značajan za EGP)

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

## OBRAZLOŽENJE

### 1. KONTEKST PRIJEDLOGA

#### • Razlozi i ciljevi prijedloga

##### *Politički kontekst*

Ovaj je Prijedlog dio paketa Akta o uvrštenju, skupa mjera za povećanje privlačnosti javnih tržišta za poduzeća iz EU-a i olakšavanje pristupa kapitalu malim i srednjim poduzećima (MSP-ovi). Prijedlog je u skladu je s temeljnim ciljem unije tržišta kapitala da se poboljša pristup tržišnim izvorima financiranja za poduzeća iz EU-a u svakoj fazi njihova razvoja, uključujući manja poduzeća. Uvrštena i nedavno uvrštena poduzeća često su uspješnija od poduzeća u privatnom vlasništvu u smislu rasta godišnjih prihoda i otvaranja radnih mjesta<sup>1</sup>. Uvrštenjem na javna tržišta poduzeća mogu diversificirati svoju bazu ulagatelja, smanjiti ovisnost o bankovnom financiranju, dobiti lakši i isplativiji pristup dodatnom vlasničkom kapitalu i dužničkom financiranju (putem sekundarnih ponuda), povećati svoju prepoznatljivost u javnosti i prepoznatljivost robne marke.

Od objave prvog akcijskog plana za uniju tržišta kapitala 2015. ostvaren je napredak kako bi poduzećima, osobito MSP-ovima, pristup javnim tržištima bio lakši i isplativiji. U siječnju 2018. Direktivom 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća (MiFID II)<sup>2</sup> uvedena je nova kategorija multilateralnih trgovinskih platformi (MTP-ovi), rastuća tržišta malih i srednjih poduzeća (MSP-ovi)<sup>3</sup>, kako bi se potaknuo pristup MSP-ova tržištima kapitala. Novim se pravilima EU-a koja su predložena 2019. Uredbom (EU) 2019/2115 Europskog parlamenta i Vijeća<sup>4</sup> (Akt o uvrštenju MSP-ova) smanjuje regulatorno opterećenje za poduzeća uvrštena na rastuća tržišta MSP-ova, uz očuvanje visoke razine zaštite ulagatelja i integriteta tržišta. Međutim, unatoč tom napretku, dionici tvrde da su potrebne dodatne regulatorne mjere kako bi postupak uvrštenja bio jednostavniji i fleksibilniji za izdavatelje.

---

<sup>1</sup> *Empowering EU capital markets for SMEs - Making listing cool again Final report of the Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SMEs* (Jačanje tržišta kapitala u EU-u za MSP-ove – Jednostavnije uvrštenje na burzu), završno izvješće tehničke stručne skupine dionika o MSP-ovima, svibanj 2021. Oxera Consulting LPP, *Primary and secondary equity markets in EU* (Primarna i sekundarna tržišta vlasničkih instrumenata u EU-u), završno izvješće, studeni 2020., [Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf](#).

<sup>2</sup> Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU (preinačena) (SL L 173, 12.6.2014., str. 349.).

<sup>3</sup> Da bi se MTP mogao smatrati rastućim tržištem MSP-ova, najmanje 50 % izdavatelja čijim se financijskim instrumentima trguje na MTP-u moraju biti MSP-ovi, koji su u skladu s MiFID-om II definirani kao društva s prosječnom tržišnom kapitalizacijom manjom od 200 milijuna EUR. Kako bi se osigurala odgovarajuća razina zaštite ulagatelja, pravila o uvrštenju na rastuća tržišta MSP-ova moraju zadovoljavati i određene standarde kvalitete, što uključuje sastavljanje odgovarajućeg dokumenta o uvrštenju (ako prospekt nije potreban) i izradu periodičnih financijskih izvještaja. Okvir za rastuće tržište MSP-ova izrađen je kako bi se dodatno uvažile posebne potrebe MSP-ova koji prvi put ulaze na tržišta uvrštenih vlasničkih vrijednosnih papira i obveznica.

<sup>4</sup> Uredba (EU) 2019/2115 Europskog parlamenta i Vijeća od 27. studenoga 2019. o izmjeni Direktive 2014/65/EU te uredaba (EU) br. 596/2014 i (EU) 2017/1129 u pogledu promicanja upotrebe rastućih tržišta MSP-ova (SL L 320, 11.12.2019., str. 1.).

U novom akcijskom planu o uniji tržišta kapitala donesenom u rujnu 2020. najavljeno je da će Komisija „u cilju promicanja i diversifikacije pristupa financiranju za mala i inovativna poduzeća nastojati pojednostavniti propise o uvrštavanju za javna tržišta”. Komisija je slijedom toga i na temelju akta o uvrštenju MSP-ova iz 2019. osnovala tehničku stručnu skupinu dionika za MSP-ove koja je potvrdila tvrdnju dionika da su potrebne dodatne zakonodavne mjere radi lakšeg uvrštenja poduzeća, posebno MSP-ova. U svojem završnom izvješću<sup>5</sup> iz svibnja 2021. tehnička stručna skupina dionika donijela je 12 preporuka za izmjenu okvira za uvrštenje na uređena tržišta i na rastuća tržišta MSP-ova.

Predsjednica von der Leyen u svojem je pismu namjere<sup>6</sup> upućenom Parlamentu i predsjedništvu Vijeća 15. rujna 2021. najavila zakonodavni prijedlog o olakšavanju pristupa MSP-ova kapitalu, koji je bio uključen u program rada Komisije za 2022.<sup>7</sup>

Odluka društva o uvrštenju složena je i na nju utječu brojni čimbenici, od kojih su mnogi izvan dosega regulatornih tijela pa se na njih stoga ne može izravno odgovoriti zakonodavnom intervencijom. Na primjer, svi čimbenici koji utječu na trošak usluga uvrštenja, a u širem smislu geopolitička nestabilnost, Brexit, COVID-19 i inflacija, utjecali su (i mogli bi i dalje utjecati) na odluku o uvrštenju, vremenu uvrštenja i ostanku na burzi u EU-u. Međutim, regulatorni zahtjevi, povezani troškovi i opterećenje također su važan čimbenik u odlučivanju društava o uvrštenju i ostanku na burzi. Paket Akta o uvrštenju ciljani je skup mjera čiji je cilj: i. smanjiti regulatorno opterećenje ako se smatra prekomjernim (tj. ako bi regulativa mogla pridonijeti zaštiti ulagatelja/integritetu tržišta na troškovno učinkovitiji način za dionike) i ii. povećati fleksibilnost koja je pravom trgovačkih društava omogućena osnivačima društava ili dioničarima s kontrolnim udjelom u načinu raspodjele glasačkih prava nakon uvrštenja dionica za trgovanje.

Regulatorni okvir koji se primjenjuje na postupak uvrštenja višedimenzionalan je. Poduzeća moraju ispunjavati regulatorne zahtjeve prije, tijekom i nakon inicijalne javne ponude (IPO). Predloženoj direktivi priložena su još dva zakonodavna prijedloga, a svi su dio paketa Akta o uvrštenju: i. Prijedlog uredbe o izmjeni Uredbe o prospektu i Uredbe o zlouporabi tržišta, čiji je cilj pojednostavniti i pojasniti uvjete uvrštenja koji se primjenjuju na primarnim i sekundarnim tržištima te pritom očuvati odgovarajuću razinu zaštite ulagatelja i integritet tržišta i ii. prijedlog direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa, čiji je cilj ukloniti regulatorne prepreke u fazi prije inicijalne javne ponude, a posebno riješiti problem nejednakih mogućnosti društava u EU-u da pri uvrštenju odaberu odgovarajuće upravljačke strukture.

### ***Razlozi prijedloga***

Uvrštena društva, osobito MSP-ovi, moraju se predstaviti mogućim ulagateljima: postojeća niska razina investicijskih istraživanja o takvim izdavateljima, zbog brojnih čimbenika

---

<sup>5</sup> Završno izvješće tehničke stručne skupine dionika o MSP-ovima – *Empowering EU capital markets - Making listing cool again* (Jačanje tržišta kapitala u EU-u – Jednostavnije uvrštenje na burzu) (europa.eu)

<sup>6</sup> Vidjeti str. 4.: *state\_of\_the\_union\_2021\_letter\_of\_intent\_hr.pdf* (europa.eu).

<sup>7</sup> Komunikacija Komisije Europskom parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom odboru i Odboru regija, Program rada Komisije za 2022. Zajedno do snažnije Europe COM(2021) 645 final cwp2022\_hr.pdf (europa.eu).

uzrokuje njihovu slabu vidljivost i slab interes ulagatelja, što dodatno ograničava likvidnost već uvrštenih društava.

U skladu s MiFID-om II i Delegiranom direktivom Komisije (EU) 2017/593<sup>8</sup> investicijsko istraživanje koje treće osobe provode za investicijska društva u vezi s uslugama izvršenja naloga/brokerskim uslugama ne smatra se dodatnim poticajem ako je za uzvrat primljeno: i. izravno plaćanje za koje se investicijsko društvo koristi vlastitim sredstvima ili ii. plaćanje preko zasebnog računa za istraživanje koji je pod kontrolom investicijskog društva ako je ispunjeno nekoliko uvjeta (tzv. „pravila o razdvajanju”). Nakon nekoliko godina primjene upitan je uspjeh pravila o razdvajanju.

Čini se da su pravila o razdvajanju ispunila neke ciljeve, uključujući bolje upravljanje sukobima interesa, ograničavanje prekomjernih istraživanja o vrlo likvidnim dionicama i poboljšanje transparentnosti troškova pružanja usluga istraživanja. Međutim, ta pravila nisu pridonijela rastu pružatelja usluga neovisnog investicijskog istraživanja. Naprotiv, nakon uvođenja pravila o razdvajanju neovisna istraživanja postala su neodrživa zbog niskih cijena koje naplaćuju neki veći pružatelji usluga istraživanja.

Dokazi nadalje upućuju na to da su pravila o razdvajanju možda narušila općenitu dostupnost istraživanja, posebno za mala poduzeća i poduzeća srednje tržišne kapitalizacije, i dovela do smanjenja infrastrukture za istraživanje tržišta, što je štetno za konkurentnost i raznolikost tržišta analitičara. Brokери iz EU-a, koji su u prošlosti MSP-ovima pružali usluge istraživanja u okviru svojih „objedinjenih” investicijskih usluga, smanjili su kapacitete za MSP-ove nakon što su odlučili da troškove istraživanja neće prenositi na svoje klijente. Posebno je bio pogođen segment uvrštenih malih poduzeća i poduzeća srednje tržišne kapitalizacije jer su objedinjena plaćanja omogućila da se plaćanja za istraživanja o velikim poduzećima koriste za istraživanja o malim poduzećima i poduzećima srednje tržišne kapitalizacije. Općenito, nekoliko istraživanja pokazuje da se pokrivenost MSP-ova znatno smanjila ili čak potpuno nestala u godinama nakon što su pravila o razdvajanju stupila na snagu. Posljedica je bila daljnja koncentracija na tržištu „razdvojenog” istraživanja te smanjenje raznolikosti i opsega ponuđenih istraživanja.

Iako su pravila o razdvajanju osmišljena kako bi se prekinula veza između provizija za brokerske usluge i investicijskog istraživanja te kako bi se stvorila „cijena” za investicijska istraživanja, razdvajanje zapravo nije omogućilo neovisno utvrđivanje cijena istraživanja i nije otvorilo predmetno tržište neovisnim pružateljima usluga (koje nisu brokerske). Najvažnije od svega, pravila o razdvajanju nisu zaustavila negativna kretanja pokrivenosti malih poduzeća i poduzeća srednje tržišne kapitalizacije istraživanjem niti su omogućila pojavu neovisnih pružatelja usluga istraživanja usmjerenih na MSP-ove.

Pravila o razdvajanju izmijenjena su prvi put 2021. u okviru općih mjera iz paketa za oporavak tržišta kapitala<sup>9</sup> za pomoć u oporavku od krize uzrokovane bolešću COVID-19 zbog

<sup>8</sup> Delegirana direktiva Komisije (EU) 2017/593 od 7. travnja 2016. o dopuni Direktive 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća u vezi sa zaštitom financijskih instrumenata i novčanih sredstava koja pripadaju klijentima, obvezama upravljanja proizvodima i pravilima koja se primjenjuju na davanje ili primanje naknada, provizija ili novčanih ili nenovčanih koristi (SL L 87, 31.3.2017., str. 500.).

<sup>9</sup> Direktiva (EU) 2021/338 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. veljače 2021. o izmjeni Direktive 2014/65/EU u pogledu zahtjeva za informacije, upravljanja proizvodima i ograničenja pozicija, i direktiva 2013/36/EU i (EU) 2019/878 u pogledu njihove primjene na investicijska društva, radi potpore oporavku od krize uzrokovane bolešću COVID-19.



proveo ESMA-in Stalni odbor za tržišta vrijednosnih papira o provedbi Direktive o uvrštenju na burzu utvrđeno je da mnoge države članice u nacionalnom pravu više ne primjenjuju koncepte iz te direktive<sup>14</sup>. Nadalje, one države članice koje u skladu s nacionalnim pravom i dalje primjenjuju te koncepte imaju široku diskrecijsku ovlast za odstupanje od pravila iz Direktive o uvrštenju na burzu kako bi uzele u obzir specifične lokalne tržišne uvjete. Trenutačno se u nekim državama članicama koncepti „uvrštenje u službenu kotaciju” i „uvrštenje za trgovanje na uređenom tržištu” često koriste u istom značenju. Dvostruki sustav uvrštenja za trgovanje, s jedne strane, i uvrštenja u službenu kotaciju, s druge strane, mogao bi uzrokovati pravnu nesigurnost na razini EU-a, posebno jer se zahtjevi o transparentnosti i zlouporabi tržišta, kojima se nastoji zaštititi ulagatelje i osigurati integritet tržišta, trenutačno ne primjenjuju na instrumente uvrštene u službenu kotaciju, ali se primjenjuju na instrumente uvrštene za trgovanje na uređenom tržištu.

### ***Ciljevi prijedloga***

Opći je cilj ovog Prijedloga uvesti ciljne prilagodbe regulatornog okvira EU-a kako bi se povećala vidljivost uvrštenih društava, osobito MSP-ova, i pojednostavnio postupak uvrštenja radi povećanja pravne jasnoće.

Predloženim ciljanim izmjenama MiFID-a II nastoji se olakšati razvoj i pružanje usluga investicijskog istraživanja o poduzećima, posebno malim poduzećima i poduzećima srednje tržišne kapitalizacije, i dodatno potaknuti privlačnost sustava za rastuće tržište MSP-ova kako bi mala poduzeća i poduzeća srednje tržišne kapitalizacije dobila lakši pristup tržištima kapitala. Ovim se Prijedlogom povećava prag tržišne kapitalizacije za mala poduzeća i poduzeća srednje tržišne kapitalizacije, ispod kojeg je moguće ponovno objediniti naknadu za izvršenje naloga i naknadu za istraživanje. Povećanjem postojećeg praga s milijardu EUR na 10 milijardi EUR nastoji se obuhvatiti veći broj malih poduzeća i poduzeća srednje tržišne kapitalizacije, a naročito srednjih poduzeća, koja bi imala koristi od sustava ponovnog objedinjenja, jer bi se ponajprije omogućila primjena plaćanja za istraživanja o velikim poduzećima na istraživanja o malim poduzećima. Izuzećem od sustava razdvajanja uklonit će se prepreke brojnijim istraživanjima o malim poduzećima i poduzećima srednje tržišne kapitalizacije i općenito se očekuje da će tržište za investicijska istraživanja oživjeti. Što je više istraživanja o malim poduzećima i poduzećima srednje tržišne kapitalizacije dostupno potencijalnim ulagateljima, to je izglednije da će ta poduzeća pronaći izvore financiranja. Više investicijskih istraživanja o tim poduzećima povećat će njihovu vidljivost i mogućnost privlačenja potencijalnih ulagatelja. S obzirom na veliki broj malih poduzeća i poduzeća srednje tržišne kapitalizacije u EU-u, za gospodarstvo EU-a neophodno je da ta poduzeća dobiju pristup raznolikim izvorima financiranja, među ostalim na tržištima kapitala.

Nadalje, cilj je ovog Prijedloga pružiti okvir za razvoj posebne vrste istraživanja koje plaća izdavatelj („istraživanje koje financira izdavatelj”). Javno savjetovanje, razmjene mišljenja s dionicima i razne analize<sup>15</sup> pokazali su da je ta vrsta istraživanja razvijena, posebno nakon

---

<sup>14</sup> Samo je sedam nacionalnih nadležnih tijela napomenulo da je Direktiva o uvrštenju na burzu još uvijek u cijelosti ili djelomično na snazi u njihovoj jurisdikciji. Detaljnija analiza dostupna je u Prilogu 7. procjeni učinka priloženoj ovom Prijedlogu.

<sup>15</sup> Izvješće *Reviving research in the wake of Directive 2014/65/EU: Observations, issues and recommendations* (Doprinos istraživanjima u kontekstu Direktive 2014/65/EU: opažanja, problemi i preporuke) dostupno na: <https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/2020-02/20200124-rapport-mission-recherche-projet-va-pm.pdf>

uvođenja MiFID-a II, kako bi se nadoknadila nedostatna pokrivenost istraživanjem malih poduzeća i poduzeća srednje tržišne kapitalizacije. S obzirom na sukobe interesa svojstvene takvim istraživanjima, čini se da je potrebno regulirati njihovu provedbu kako bi se potrošačima zajamčile korektne i točne informacije. Radi promicanja transparentnijih i neovisnijih istraživanja ovim se Prijedlogom propisuje da se takva istraživanja provode u skladu s kodeksom ponašanja koji sastavi ili odobri tržišni operater ili nadležno tijelo u EU-u.

Kako bi investicijska istraživanja koja financira izdavatelj bila dostupnija javnosti i radi promicanja vidljivost malih poduzeća i poduzeća srednje tržišne kapitalizacije za potencijalne ulagatelje, u Prijedlogu se navodi da su države članice dužne omogućiti izdavateljima da istraživanja koja financiraju dostave tijelu za prikupljanje kako je definirano u [članku 2. stavku 2. Prijedloga uredbe o jedinstvenoj europskoj pristupnoj točki<sup>16</sup>].

Jedinstvena europska pristupna točka, koju je Komisija predložila 25. studenoga 2021.<sup>17</sup> i o kojoj se vode međuinstitucijski pregovori sa suzakonodavcima EU-a, nakon uspostave će biti jedinstvena točka pristupa javnim financijskim informacijama o društvima iz EU-a, uključujući MSP-ove, i investicijskim proizvodima u EU-u. Jedinstvena europska pristupna točka osmišljena je kako bi se povećala vidljivost društava iz EU-a, osobito MSP-ova, za ulagatelje i mogla bi se koristiti za prikupljanje i širenje istraživanja koja financira izdavatelj. Jedinstvena europska pristupna točka naknadno se može koristiti za objavu obavijesti izdavatelja koje se odnose na istraživanja koja financira izdavatelj i sadržaj takvih istraživanja.

Nadalje, ciljanim izmjenama MiFID-a II nastoji se pojasniti da operater multilateralne trgovinske platforme (MTP) može podnijeti zahtjev za registraciju segmenta MTP-a kao rastućeg tržišta MSP-ova pod uvjetom da taj segment ispunjava određene zahtjeve.

Nadalje, ovim se Prijedlogom nastoji povećati usklađenost i dosljednost pravila o uvrštenju u EU-u kako bi regulatorni okvir bio svrsishodan. Kako bi se smanjila pravna nesigurnost i rizik od regulatorne arbitraže u EU-u, ovim se Prijedlogom posebno usklađuju i konsolidiraju pravila o uvrštenju time što se Direktiva o uvrštenju na burzu stavlja izvan snage, a njezine relevantne odredbe prenose u MiFID II.

Te se odredbe odnose na: i. minimalni zahtjev za slobodnu prodaju, kojim se određuje udio izdanog dioničkog kapitala društva koji drže javni ulagatelji, za razliku od onog koji drže službenici, direktori ili dioničari koji drže kontrolirajući udio i ii. očekivanu tržišnu kapitalizaciju dionica za koje se traži uvrštenje ili, ako se to ne može procijeniti, kapital i rezerve društva, uključujući dobit ili gubitak iz prethodne financijske godine. Prijedlogom se smanjuje i minimalni zahtjev za slobodnu prodaju s 25 % na 10 % kako bi se omogućila veća fleksibilnost izdavateljima koji žele zadržati velik udio u društvu. Nadalje, novi minimalni prag za slobodnu prodaju od 10 % neće biti ograničen na javnost u EU-u/EGP-u. To zemljopisno ograničenje zahtjeva za slobodnu prodaju na EU/EGP neće se zadržati jer MiFID-om II nije predviđeno takvo ograničenje za financijske instrumente uvrštene za trgovanje.

---

<sup>16</sup> Prijedlog uredbe Europskog parlamenta i Vijeća o uspostavi jedinstvene europske pristupne točke za centralizirani pristup javno dostupnim informacijama koje se odnose na financijske usluge, tržišta kapitala i održivost, 2021/0378(COD).

<sup>17</sup> Prijedlog uredbe Europskog parlamenta i Vijeća o uspostavi jedinstvene europske pristupne točke za centralizirani pristup javno dostupnim informacijama koje se odnose na financijske usluge, tržišta kapitala i održivost, 2021/0378 (COD).

- **Dosljednost s postojećim odredbama politike u tom području**

Izmjene MiFID-a II i stavljanje izvan snage Direktive o uvrštenju na burzu u skladu su s općim ciljevima MiFID-a II za povećanje transparentnosti i jačanje zaštite ulagatelja. Nadalje, ovaj se Prijedlog temelji na izmjenama koje su paketom za oporavak tržišta kapitala uvedene u sustav investicijskih istraživanja i njime se dodatno proširuju.

Ciljane izmjene MiFID-a II u cijelosti su u skladu s ciljevima postojećeg sustava za rastuća tržišta MSP-ova iz MiFID-a II, a to su „olakšati malim ili srednjim poduzećima pristup kapitalu” i usmjeriti pažnju „na to kako bi budući propisi dodatno trebali učvrstiti i promicati korištenje ovog tržišta kako bi postalo privlačno ulagateljima te kako bi osigurali smanjenje administrativnog opterećenja i dodatne poticaje malim i srednjim poduzećima za pristup tržištima kapitala na rastućim tržištima malih i srednjih poduzeća”<sup>18</sup>.

- **Dosljednost u odnosu na druge politike Unije**

Prijedlog je u cijelosti u skladu s temeljnim ciljem unije tržišta kapitala da financiranje bude pristupačnije društvima iz EU-a, a posebno MSP-ovima. U skladu je s nizom zakonodavnih i nezakonodavnih mjera koje je Komisija poduzela u okviru akcijskog plana o uniji tržišta kapitala iz 2015.<sup>19</sup>, preispitivanja akcijskog plana o uniji tržišta kapitala sredinom provedbenog razdoblja iz 2017.<sup>20</sup> i akcijskog plana o uniji tržišta kapitala iz 2020.

Kako bi se pružila potpora zapošljavanju i rastu u EU-u, ključan cilj unije tržišta kapitala od samog je početka bio olakšati poduzećima pristup financiranju, osobito MSP-ovima. Od objave akcijskog plana o uniji tržišta kapitala 2015. poduzete su određene ciljane mjere za razvoj odgovarajućih izvora financiranja za MSP-ove u svim fazama njihova razvoja. U preispitivanju akcijskog plana o uniji tržišta kapitala sredinom provedbenog razdoblja objavljenom u lipnju 2017. Komisija je odlučila povećati svoje ambicije i više pozornosti posvetiti pristupu MSP-ova javnim tržištima. Komisija je u svibnju 2018. objavila Prijedlog akta o uvrštenju MSP-ova<sup>21</sup>, čiji je cilj smanjiti administrativno opterećenje i visoke troškove usklađivanja za izdavatelje na rastućem tržištu MSP-ova i pritom očuvati visoku razinu integriteta tržišta i zaštite ulagatelja, potaknuti likvidnost dionica uvrštenih MSP-ova kako bi ta tržišta postala privlačnija ulagateljima, izdavateljima i posrednicima i olakšati registraciju MSP-ova kao rastućih tržišta MSP-ova. Akt o uvrštenju MSP-ova donesen je u studenome 2019.

Nadalje, Komisija je nakon krize uzrokovane bolešću COVID-19 objavila paket za oporavak tržišta kapitala, koji je sadržavao ciljane izmjene regulative o tržištima kapitala i bankama, s glavnim ciljem da se tržištima kapitala olakša pružanje potpore europskim poduzetnicima za oporavak od krize. Predloženim izmjenama propisa o tržištima kapitala posebno se nastojalo smanjiti regulatorno opterećenje i složenost za investicijska društva i izdavatelje.

---

<sup>18</sup> MiFID II, uvodna izjava 132.

<sup>19</sup> Komunikacija Komisije Europskom parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom odboru i Odboru regija, Akcijski plan o izgradnji unije tržišta kapitala, COM(2015) 468 final.

<sup>20</sup> Komunikacija Komisije o preispitivanju akcijskog plana o uniji tržišta kapitala sredinom provedbenog razdoblja ({SWD(2017) 224 final} i {SWD(2017) 225 final} – 8. lipnja 2017.) <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/HTML/?uri=CELEX:52017DC0292&from=EN>

<sup>21</sup> Prijedlog Uredbe Europskog parlamenta i Vijeća o izmjeni uredaba (EU) br. 596/2014 i (EU) 2017/1129 u pogledu promicanja upotrebe rastućih tržišta malih i srednjih poduzeća (MSP-ova), COM(2018) 331 final.

Ovaj se Prijedlog nadovezuje na akcijski plan o uniji tržišta kapitala iz 2020. i njegov cilj da poduzećima iz EU-a financiranje bude pristupačnije (mjera 2. „Potpora pristupu javnim tržištima”). Prijedlog je usmjeren na ublažavanje regulatornih zahtjeva koji društvo mogu odvratiti od uvrštenja ili ostanka na burzi. Drugi čimbenici koji mogu odvratiti izdavatelje od uvrštenja, kao što su mala baza ulagatelja i povlašteni porezni tretman duga u odnosu na vlasnički kapital, obuhvaćeni su drugim tekućim i predstojećim inicijativama o uniji tržišta kapitala kojima se dopunjuju izmjene iz ovog Prijedloga te bi ih trebalo analizirati zajedno s ovom inicijativom. Te se inicijative odnose, primjerice, na i. uspostavu jedinstvene europske pristupne točke (ESAP) kako bi se ulagateljima omogućio pristup dostupnim i usporedivim podacima, a poduzeća postala vidljivija ulagateljima, ii. centralizaciju informacija o trgovanju u EU-u u konsolidiranom sustavu objave radi učinkovitijeg okruženja za trgovanje na javnim tržištima i utvrđivanja cijena, iii. uvođenje olakšice za povlašteni porezni tretman duga u odnosu na vlasnički kapital (DEBRA)<sup>22</sup> kako bi društvima financiranje vlasničkim kapitalom postalo privlačnije (i isplativije).

Nadalje, nizom inicijativa Komisije dodatno će se ojačati baza ulagatelja za uvrštene vlasničke instrumente. Fond EU-a za inicijalnu javnu ponudu MSP-ova bit će glavni ulagatelj kako bi se privuklo više privatnih ulaganja u uvrštene vlasničke instrumente MSP-ova partnerskom suradnjom s institucionalnim ulagateljima i ulaganjem u fondove usmjerene na MSP-ove izdavatelje. Revizijama Uredbe o kapitalnim zahtjevima i Direktive Solventnost II povećat će se baza ulagatelja za izdavatelje tako što će se bankama i investicijskim društvima olakšati ulaganja u (dugoročne) vlasničke instrumente.

Ovaj je Prijedlog u skladu i s novim europskim programom za inovacije<sup>23</sup> objavljenim 2022.

Prijedlogom se uzimaju u obzir i dokazi na kojima se temelji mišljenje platforme „Fit for Future” o olakšavanju pristupa MSP-ova kapitalu, a posebno o pojednostavnjenju postupaka za uvrštenje vrijednosnih papira MSP-ova za trgovanje i drugih obveza povezanih s uvrštenjem.

Naposljetku, ovaj će Prijedlog osobito pomoći MSP-ovima iz EU-a da ostvare korist od jasnijeg i jednostavnijeg zakonodavnog sustava za pristup tržištima kapitala. To je u skladu i s ciljem paketa olakšica za MSP-ove koji je predsjednica Komisije Ursula von der Leyen najavila u govoru o stanju Europske unije 19. rujna 2022.<sup>24</sup>

## **2. PRAVNA OSNOVA, SUPSIDIJARNOST I PROPORCIONALNOST**

### **• Pravna osnova**

Prijedlog se temelji na članku 50., članku 53. stavku 1. i članku 114. Ugovora o funkcioniranju Europske unije (UFEU)<sup>25</sup>.

---

<sup>22</sup> Prijedlog direktive Vijeća o utvrđivanju pravila o olakšici za povlašteni porezni tretman duga u oporezivanju trgovačkih društava i o ograničavanju mogućnosti odbitka kamata za potrebe poreza na dobit (COM(2022) 216 final).

<sup>23</sup> Komunikacija Komisije Europskom parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom odboru i Odboru regija – Novi europski program za inovacije, (COM(2022) 332 final).

<sup>24</sup> Europska komisija – izjava, *A “Relief Package” to give our SMEs a lifeline in troubled waters | Blog of Commissioner Thierry Breton* („Paket olakšica” spas za naše MSP-ove, blog povjerenika Thierryja Bretona), Bruxelles, 19. rujna 2022.

<sup>25</sup> SL C 326, 26.10.2012., str. 47.–390.

Člankom 50. stavkom 1. UFEU-a, a posebno člankom 50. stavkom 2. točkom (g) UFEU-a propisuje se da EU-a djeluje u cilju ostvarenja slobode poslovnog nastana s obzirom na određenu djelatnost, posebno „usklađivanjem, u mjeri u kojoj je to potrebno, zaštitnih mehanizama koje države članice zahtijevaju od trgovačkih društava u smislu članka 54. drugog stavka UFEU-a radi zaštite interesa članova i trećih, s ciljem izjednačavanja takvih zaštitnih mehanizama širom Unije”. U članku 50. UFEU-a propisano je da Europski parlament i Vijeće donose direktive.

Člankom 114. UFEU-a propisano je donošenje mjera za usklađivanje odredaba zakona ili drugih propisa u državama članicama, čiji je cilj uspostava i funkcioniranje unutarnjeg tržišta. Zakonodavac Unije može se pozvati na članak 114. UFEU-a, osobito ako razlike između nacionalnih pravila ometaju temeljne slobode ili dovode do narušavanja tržišnog natjecanja i stoga imaju izravan učinak na funkcioniranje unutarnjeg tržišta.

Pravna je osnova za izmjene MiFID-a II članak 53. stavak 1. UFEU-a. Člankom 53. UFEU-a suzakonodavcima se dodjeljuje ovlast za donošenje direktiva čiji je cilj olakšati osobama pokretanje i obavljanje djelatnosti u cijelom EU-u.

- **Supsidijarnost (za neisključivu nadležnost)**

Na temelju članka 4. UFEU-a mjere EU-a za dovršetak unutarnjeg tržišta moraju se procijeniti uzimajući u obzir načelo supsidijarnosti utvrđeno u članku 5. stavku 3. Ugovora o Europskoj uniji (UEU). Potrebno je procijeniti: i. mogu li države članice ostvariti ciljeve prijedloga same i ii. mogu li se ciljevi prijedloga bolje ostvariti na razini EU-a zbog njihova opsega i učinka. Potrebno je razmotriti i mogu li se ciljevi bolje ostvariti mjerama na razini EU-a (tzv. „test europske dodane vrijednosti”).

Cilj je predložene mjere omogućiti bolju pokrivenost istraživanjima u EU-u, posebno za mala poduzeća i poduzeća srednje tržišne kapitalizacije. Budući da se mjera odnosi na pravila o dodatnim poticajima koja su uređena MiFID-om II, revidirana pravila primjenjivala bi se i na razini EU-a.

Kad je riječ o kodeksu ponašanja za istraživanja koja financira izdavatelj, s obzirom na to da se takva istraživanja mogu distribuirati prekogranično, predloženom mjerom EU-a osiguralo bi se da se ista ili slična razina zahtjeva primjenjuje na sva istraživanja koja financira izdavatelj. Tako bi se ujednačeno poboljšala kvaliteta istraživanja koja financira izdavatelj u cijelom EU-u, a time i pristup mogućnostima financiranja na javnim tržištima u EU-u.

Kad je riječ o uvjetima uvrštenja utvrđenima u Direktivi o uvrštenju na burzu, različiti pristupi država članica i njihova različita tumačenja pravila otežavaju smanjenje regulatorne fragmentacije u EU-u. Budući da MiFID II sada obuhvaća pravila o uvrštenju financijskih instrumenata za trgovanje i njime se nastoji postići najveća moguća usklađenost nacionalnih pravila, uvođenje preostalih relevantnih odredbi Direktive o uvrštenju na burzu u MiFID II po svemu sudeći je najprimjereniji način za smanjenje neujednačene primjene pravila o uvrštenju u EU-u.

- **Proporcionalnost**

U skladu s načelom proporcionalnosti, prijedlog ne prelazi ono što je nužno za ostvarenje njegovih ciljeva. U skladu je s načelom proporcionalnosti jer se postiže prava ravnoteža između interesa sudionika na tržištu i troškovne učinkovitosti mjere.

Kad je riječ o investicijskim istraživanjima, predloženom regulatornom izmjenom smanjit će se opterećenje za investicijska društva i omogućiti da više malih poduzeća i poduzeća srednje tržišne kapitalizacije bude obuhvaćeno istraživanjima i ostvari korist od veće vidljivosti na tržištu.

Kad je riječ o Direktivi o uvrštenju na burzu, prijedlog njezina stavljanja izvan snage i uključivanja relevantnih odredbi u MiFID II općenito pokazuje razvoj zakonodavnog okruženja.

- **Odabir instrumenta**

Ovim se prijedlogom mijenja Direktiva Europskog parlamenta i Vijeća donesena na temelju članka 53. stavka 1. UFEU-a. Za izmjenu te direktive stoga je potreban prijedlog direktive.

Direktiva o uvrštenju na burzu temelji se na člancima 50. i 114. UFEU-a. Direktiva o uvrštenju na burzu stavit će se izvan snage, a relevantne odredbe o uvrštenju uvesti u MiFID II. To će državama članicama omogućiti da izmijene propise na snazi u mjeri u kojoj je to potrebno za usklađenost s relevantnim odredbama MiFID-a II.

### **3. REZULTATI EX POST EVALUACIJA, SAVJETOVANJA S DIONICIMA I PROCJENA UČINKA**

- **Ex post evaluacije/provjere primjerenosti postojećeg zakonodavstva**

Ova je inicijativa usmjerena na smanjenje regulatornog opterećenja za izdavatelje tijekom postupka uvrštenja i nakon njihova uvrštenja. Stoga obuhvaća samo one aspekte propisa EU-a koje dionici smatraju preprekom pristupu i ostanku poduzeća na javnim tržištima.

Za potrebe ove inicijative službe Komisije prikupile su znatnu količinu podataka izravno od mjesta trgovanja i izdavatelja (uključujući udruženja MSP-ova). Tehnička stručna skupina dionika, koja je djelovala od listopada 2020. do svibnja 2021, dostavila je određene dokaze i mišljenja sudionika na tržištu. Komisija je u studenome 2020. od društva Oxera naručila i studiju o primarnim i sekundarnim tržištima vlasničkih instrumenata u EU-u, koja sadržava vrlo detaljan pregled tržišta kapitala u EU-u. Drugi korišteni izvori uključivali su opsežnu akademsku literaturu i istraživanja.

Više informacija o problemima utvrđenima u Prijedlogu dostupno je u procjeni učinka Akta o uvrštenju koja je priložena ovom Prijedlogu. U Prilogu 7. navodi se pregled načina na koje su države članice provele Direktivu o uvrštenju na burzu i utvrđuju se moguća buduća djelovanja. U Prilogu 9. analiziraju se pravila o investicijskim istraživanjima i dosadašnjim promjenama regulatornog okruženja EU-a. U njemu su utvrđeni i mogući daljnji koraci.

- **Savjetovanja s dionicima**

Komisija je 19. studenoga 2021. pokrenula javno i ciljano savjetovanje u trajanju od 14 tjedana u kojem je zatražila mišljenja dionika o tome kako povećati ukupnu privlačnost uvrštenja na javna tržišta u Uniji, uključujući sve moguće nedostatke regulatornog okvira koji odvraćaju poduzeća od prikupljanja sredstava na tržištima kapitala. Tijekom savjetovanja razmatrana su konkretna pitanja o Uredbi (EU) 2017/1129, Uredbi (EU) br. 596/2014, Direktivi 2001/34/EZ, Direktivi 2014/65/EU i područjima koja je općenito potrebno poboljšati.

Ukupno je zaprimljeno 108 odgovora od dionika iz 22 države članice, SAD-a, Ujedinjene Kraljevine i Švicarske.

Većina ispitanika (60 %) smatrala je da bi u razinu 1 bilo korisno uključiti uvjete pod kojima operater MTP-a može registrirati segment MTP-a kao rastuće tržište MSP-ova. Naglasili su da bi se time poboljšala pravna jasnoća. Dodali su da bi se takvom izmjenom moglo potaknuti i više MTP-ova da registriraju segmente kao rastuće tržište MSP-ova.

Mala većina ispitanika (51 %) smatrala je da novi sustav istraživanja uveden paketom za oporavak tržišta kapitala olakšava pristup MSP-ova tržištima kapitala. Većina tih ispitanika istaknula je da je učinak paketa za oporavak tržišta kapitala ipak vrlo ograničen. Neki su naglasili da se pokrivenost MSP-ova istraživanjem smatra neisplativom za upravitelje imovine i pružatelje usluga istraživanja te da izgleda da je to dugoročni trend. Međutim, nacionalna nadležna tijela i ponajviše poslovna udruženja istaknuli su da je još prerano da se utvrdi sveukupni učinak novog sustava. Velika većina ispitanika (72,9 %) smatrala je da je korisno nastaviti s rasterećenjem sustava istraživanja iz MiFID-a II. Iako su neki ispitanici predložili ukidanje praga za izuzeće kako bi se obuhvatio cijeli segment malih poduzeća i poduzeća srednje tržišne kapitalizacije, nekoliko poslovnih udruženja smatralo je da je povratak na potpuno objedinjenje cijena za izvršenje naloga i istraživanje društava jedino rješenje za poticanje istraživanja o MSP-ovima (koje je gotovo nestalo). Neki su ispitanici smatrali i da je sustav istraživanja iz MiFID-a II pogrešno osmišljen za društva svih veličina. Tvrdili su da sustav MiFID-a II neizravno potiče na raspodjelu većeg dijela vrijednosti usluga istraživanja nekolicini velikih aktera (što dovodi do konsolidacije u tom sektoru).

Većina ispitanika preporučila je da se od pravila o razdvajanju u potpunosti izuzmu istraživanja o fiksnom prinosu jer reforma nije imala nikakav učinak na raspone cijena niti je neovisne pružatelje usluga potaknula da provode više istraživanja. Međutim, nekoliko se ispitanika također snažno usprotivilo potpunom ponovnom objedinjenju, tvrdeći da bi se tako stvorili neprihvatljivi nejednaki uvjeti između istraživanja koja provode investicijska društva i drugi pružatelji usluga istraživanja – istraživanje mora biti neovisno bez obzira na to što subjekt koji ga provodi može obavljati druge aktivnosti ili pripadati grupi. Mnogi ispitanici predložili su da se potaknu istraživanja koja financiraju izdavatelji i tvrdili su da je to jedini način za razvoj istraživanja o MSP-ovima (i vlasničkim instrumentima i proizvodima s fiksnim prinosom). Predložili su međutim zaštitne mjere kako bi se povećala njihova prihvatljivost za ulagatelje, npr. tako da se na njih primjenjuju pravila iz kodeksa ponašanja i da se jasno označe kao istraživanja koja financira izdavatelj (a ne kao promidžbeni sadržaj). Velika većina ispitanika (58,5 %) smatrala je da je postojeću Direktivu o uvrštenju na burzu potrebno izmijeniti. Bila su podijeljena mišljenja ispitanika o tome bi li Direktivu o uvrštenju na burzu trebalo uključiti u neki drugi zakonodavni akt, izmijeniti je kao direktivu ili izmijeniti i preoblikovati u uredbu ili je staviti izvan snage. Više od 33 % ispitanika smatralo je da su zastarjele definicije u članku 1. Direktive o uvrštenju na burzu. Gotovo 47 % njih nije moglo odgovoriti na to pitanje. Vrlo mali broj ispitanika (20 %) smatrao je da definicije nisu zastarjele. Većina ispitanika (54 %) smatrala je da velika fleksibilnost koju Direktiva o uvrštenju na burzu dopušta državama članicama i nacionalnim nadležnim tijelima u pogledu primjene pravila za uvrštenje dionica i dužničkih vrijednosnih papira u službenu kotaciju odgovara uvjetima na lokalnom tržištu. Većina ispitanika koji su dali mišljenje smatrala je da su očekivana tržišna kapitalizacija (članak 43. stavak 1. Direktive o uvrštenju na burzu), objava prije inicijalne javne ponude (članak 44. Direktive o uvrštenju na burzu) i zahtjev za slobodnu prodaju (članak 48. stavak 5. Direktive o uvrštenju na burzu) vrlo ili prilično relevantni (67 %, 68 % odnosno 72 %). Dok su neki ispitanici smatrali da je fleksibilnost potrebna radi prilagodbe zahtjeva veličini tržišta ili izdavatelja (kako bi se mogao smanjiti prag za slobodnu prodaju), drugi su tvrdili da nacionalno diskrecijsko pravo ne bi bilo potrebno kad bi se na razini EU-a utvrdio odgovarajući minimalni prag.

- **Prikupljanje i primjena stručnog znanja**

Posljednjih je godina pristup društava, osobito MSP-ova, javnim tržištima bio u središtu Komisijinih kontinuiranih evaluacija. O pitanjima regulatornog opterećenja društava prilikom ulaska na javna tržišta raspravljalo se u okviru tehničke stručne skupine dionika i u kontekstu akcijskog plana za uniju tržišta kapitala iz 2020. Komisija je uzela u obzir i opsežna istraživanja o toj temi provedena u studiji društva Oxera.

Komisija je u travnju 2022. organizirala i dva tehnička sastanka/radionice s dionicima iz tog sektora radi dodatnog poboljšanja razmatranih opcija politike.

Nadalje, Komisija je cilj Prijedloga predstavila stručnoj skupini Europskog odbora za vrijednosne papire i koordinatorima Odbora za ekonomsku i monetarnu politiku (ECON) Europskog parlamenta.

#### ***Preporuke stručne skupine***

U listopadu 2020. Europska komisija osnovala je tehničku stručnu skupinu dionika. Skupina je bila zadužena za praćenje i procjenu funkcioniranja rastućih tržišta MSP-ova i za pružanje stručnog znanja i mogućih mišljenja o drugim relevantnim područjima pristupa MSP-ova javnim tržištima. Tehnička stručna skupina dionika složila se s mišljenjem dionika da su potrebne dodatne zakonodavne mjere kako bi se društvima, osobito MSP-ovima, olakšalo uvrštenje. U svojem završnom izvješću, objavljenom u svibnju 2021., tehnička stručna skupina dionika iznijela je 12 preporuka i potaknula države članice da uvedu mjere kojima bi se potaknula pokrivenost istraživanjem vlasničkih instrumenata svih uvrštenih malih i srednjih poduzeća.

#### ***Sastanci dionika***

Službe Komisije su u travnju 2022. organizirale i dva tehnička sastanka/radionice s dionicima iz tog sektora radi dodatnog poboljšanja opcija politike koje je Komisija razmatrala. Sastanak je održan 5. travnja 2022. Sudionici su uglavnom podržali stavljanje Direktive o uvrštenju na burzu izvan snage ako se određeni elementi (slobodna prodaja i minimalna predvidljiva tržišna kapitalizacija) uključe u sustav iz MiFID-a II. Neki su podržali i smanjenje minimalnog praga za slobodnu prodaju na 10 %. Jedan je ispitanik bio mišljenja da je koncept „uvrštenje u službenu kotaciju” važan i da bi ga trebalo zadržati i usprotivio se stavljanju Direktive izvan snage. Sastanak s izdavateljima i ulagateljima održan je 8. travnja 2022. Sudionici koji su sudjelovali u raspravi smatrali su da bi bilo dobro iz Direktive o uvrštenju na burzu izbrisati odredbe o slobodnoj prodaji.

#### ***Sastanci sa stručnjacima iz država članica***

Komisija je cilj Prijedloga predstavila na sastanku stručne skupine Europskog odbora za vrijednosne papire (EGESC) 15. listopada 2021. te 17. i 30. svibnja 2022. Delegacije koje su sudjelovale u raspravi podržale su cilj Komisije za povećanje privlačnosti javnih tržišta u EU-u uz istodobno očuvanje zaštite ulagatelja i integriteta tržišta.

#### ***Sastanak s koordinatorima Odbora za ekonomsku i monetarnu politiku Europskog parlamenta***

Zastupnici koordinatori u Europskom parlamentu koji su sudjelovali na sastanku pozdravili su Komisijin prijedlog daljnjih koraka u vezi s aktom o uvrštenju i potvrdili problem s javnim tržištima u EU-u. Naglasili su da Komisija mora pronaći pravu ravnotežu kako bi omogućila da sva društva, osobito MSP-ovi, mogu pristupiti javnim tržištima radi financiranja i istodobno osigurala odgovarajuću zaštitu ulagatelja.

- **Procjena učinka**

Procjena učinka dostavljena je Odboru za nadzor regulative 10. lipnja 2022., koji ju je odobrio sa zadržkama 8. srpnja 2022. Odbor za nadzor regulative zatražio je izmjenu nacрта procjene učinka kako bi se pojasnilo sljedeće: i. usklađenost i dosljednost inicijative o Aktu o uvrštenju s drugim povezanim inicijativama o tržištima kapitala, ii. rizici i ograničenja analize i iii. stajališta raznih kategorija dionika o definiciji problema, opcijama i njihovim učincima. Primjedbe Odbora razmotrene su i uključene u završnu verziju procjene učinka.

Procjena učinka usmjerena je na utvrđivanje i uklanjanje određenih regulatornih prepreka u svakoj fazi postupka uvrštenja. U njoj se razmatraju prepreke u fazi prije inicijalne javne ponude koje proizlaze iz prava trgovačkih društava, osobito iz činjenice da u nekim državama članicama nije moguće uvrštenje struktura dionica s višestrukim pravom glasa. Zatim se razmatraju prepreke u fazi inicijalne javne ponude koje proizlaze iz Uredbe o prospektu, ponajviše zbog visokih troškova sastavljanja prospekta. Na kraju se razmatraju prepreke u fazi nakon inicijalne javne ponude koje proizlaze iz Uredbe o zlouporabi tržišta, osobito zbog pravne nesigurnosti u pogledu obveze izdavatelja da objave povlaštene informacije. Nakon analize dostupnih empirijskih dokaza i uzimajući u obzir stajališta dionika, u procjeni učinka utvrđene su dvije alternativne opcije politike za svaku fazu postupka uvrštenja.

U procjeni učinka analiziraju se opcije za tri cilja, odnosno: i. smanjiti regulatorne troškove i troškove usklađivanja za društva koja traže uvrštenje ili su već uvrštena, ii. omogućiti dostatnu razinu zaštite ulagatelja i integriteta tržišta i iii. potaknuti izdavatelje na uvrštenje. Najpoželjnija opcija (za svaku fazu postupka uvrštenja) trebala bi stoga biti troškovno učinkovita i djelotvorno uklanjati utvrđene prepreke i pritom očuvati dostatnu razinu zaštite ulagatelja i integriteta tržišta. Proporcionalnost mjera za manja poduzeća uzeta je u obzir pri utvrđivanju i procjeni opcija.

Iako same regulatorne izmjene utvrđene u tim opcijama nisu mogle riješiti sve probleme s kojima se suočavaju javna tržišta u EU-u, njima se, zajedno s drugim mjerama koje se smatraju dijelom šireg plana za poboljšanje pristupa društava javnim tržištima kapitala, nastoji pridonijeti preokretanju postojećeg negativnog trenda na javnim tržištima u EU-u. Bez tih regulatornih poboljšanja javna tržišta u EU-u i dalje bi se oslanjala na neoptimalni regulatorni okvir za uvrštenje, čime bi se smanjila privlačnost javnih tržišta i nastao bi gospodarski trošak za izdavatelje i ulagatelje iz EU-a i cijelo gospodarstvo EU-a. U osnovnom scenariju stoga nisu predviđene izmjene zakonodavnog okvira kojima se uređuju pravila za uvrštenje i već uvrštena društva.

Što se tiče Direktive o uvrštenju na burzu, u procjeni učinka preporučuje se da se ta direktiva stavi izvan snage, a njzine relevantne odredbe prenesu u MiFID II.

Što se tiče MiFID-a, u procjeni učinka preporučuje se razmotriti mjere koje bi se mogle donijeti za revitalizaciju tržišta za investicijska istraživanja, kao što je povećanje iznosa tržišne kapitalizacije izdavatelja/društava ispod kojeg se primjenjuje izuzeće kako bi se obuhvatilo više MSP-ova. Nadalje, dodatna mjera koja bi potaknula istraživanje koje financira izdavatelj je izrada „kodeksa ponašanja” kojim bi se uredila takva istraživanja.

Što se tiče socijalnih učinaka socijalnih, gospodarskih i okolišnih učinaka, provjere usklađenosti s klimatskom politikom i načela nenanošenja bitne štete, ovaj će Prijedlog pridonijeti planu za uniju tržišta kapitala i njegovim ciljevima omogućavanja razvoja i daljnje integracije tržišta kapitala u EU-u. Očekuje se da će regulatorne mjere predložene u ovoj inicijativi utjecati na sva društva u EU-u, a posebno na MSP-ove, koji su (prekomjernom) regulatornom opterećenju izloženi od većih društava koja imaju veći potencijal za apsorpciju

troškova. Ovaj Prijedlog pogoduje i razvoju otvorenijih i konkurentnijih tržišta kapitala, što je posebno korisno poduzećima koja brže rastu u sektorima koje karakteriziraju inovacije i intenzivna istraživanja i koja obično imaju veće potrebe za kapitalom.

Ne očekuje se da će inicijativa imati izravan socijalni učinak. Međutim, može imati neizravan pozitivan učinak na zapošljavanje. Iako se (neizravni) socijalni učinak ne može izmjeriti, vjerojatno će biti pozitivan. Ako se Prijedlogom ostvari njegov cilj da se društvima iz EU-a olakša pristup javnim tržištima, ta će društva moći ostvariti korist od raznolikijeg i većeg skupa izvora financiranja, što će im omogućiti inovacije, rast i zapošljavanje većeg broja ljudi.

Ne očekuje se da će provedba ovog Prijedloga imati izravne ili neizravne učinke na okoliš niti da će nanijeti izravnu ili neizravnu bitnu štetu. Međutim, znatan broj društava uvrštenih na javna tržišta može sudjelovati u procesu razvoja i inovacija novih tehnologija pogodnih za okoliš. Bolji pristup financiranju omogućit će tim poduzećima brži rast i dodjelu veće količine financijskih sredstava programima istraživanja i razvoja koji mogu pridonijeti ciljevima europskog zelenog plana.

Ovaj je Prijedlog u skladu s osmim ciljem održivog razvoja<sup>26</sup> – dostojanstven rad i gospodarski rast, jer pridonosi rastu MSP-ova tako što im olakšava pristup financiranju na javnim tržištima. Novouvrštena društva najvažniji su pokretači novih ulaganja i otvaranja radnih mjesta. Lakši pristup javnim tržištima potiče poduzetnike na diversifikaciju u razdoblju gospodarske nestabilnosti, što dovodi do otpornijeg gospodarstva. Izravno pridonosi i podcilju 8.3. „promicanje politika usmjerenih na razvoj kojima se podupiru proizvodne aktivnosti, otvaranje primjerenih radnih mjesta, poduzetništvo, kreativnost i inovacije i poticanje formalizacije i rasta mikropoduzeća te malih i srednjih poduzeća, među ostalim pristupom financijskim uslugama” i podcilju 8.10. „jačanje kapaciteta nacionalnih financijskih institucija za poticanje i širenje pristupa bankarskim uslugama, uslugama osiguranja i financijskim uslugama za sve”, a neizravno i podcilju 8.2. „postizanje veće gospodarske produktivnosti diversifikacijom, tehnološkom nadogradnjom i inovacijama”.

Nadalje, u skladu je s devetim ciljem održivog razvoja – industrija, inovacije i infrastruktura, jer će lakši pristup javnim tržištima poboljšati pristup manjih (industrijskih) poduzeća novim mogućnostima financiranja. To bi im omogućilo alternativne izvore financiranja i osiguralo njihovu sposobnost rasta i inovacija, među ostalim u područjima od ključne strateške važnosti za EU. Neizravno pridonosi podcilju 9.3. „povećanje pristupa malih industrijskih i drugih poduzeća financijskim uslugama, među ostalim povoljnim kreditima, i njihove integracije u lance vrijednosti i tržišta”.

Općenito se ne očekuje da će ovaj Prijedlog imati učinak na digitalizaciju.

- **Primjerenost i pojednostavnjenje propisa**

Očekuje se da će se cjelokupnim paketom Akta o uvrštenju administrativni troškovi za izdavatelje, uključujući MSP-ove, smanjiti za otprilike 167 milijuna EUR. Očekuje se da će

---

<sup>26</sup> Među ciljevima održivog razvoja Ujedinjenih naroda, osmi cilj održivog razvoja odnosi se na „dostojanstven rad i gospodarski rast”. Očekuje se da će Akt o uvrštenju pridonijeti rastu MSP-ova tako što će im omogućiti lakši pristup financiranju na javnim tržištima. Novouvrštena društva najvažniji su pokretači novih ulaganja i otvaranja radnih mjesta. Lakši pristup javnim tržištima potiče poduzetnike na diversifikaciju u razdoblju gospodarske nestabilnosti, što dovodi do otpornijeg gospodarstva.

nacionalna nadležna tijela moći smanjiti svoje troškove jer će zbog jednostavnijih i jasnijih zahtjeva moći učinkovitije provoditi svoje nadzorne aktivnosti. Budući da se važnost i dodana vrijednost Direktive o uvrštenju na burzu smanjila zbog nedavno donesenih propisa, u paketu Akta o uvrštenju predlaže se i da se ta direktiva stavi izvan snage. Očekuje se da će zbog provedbe Prijedloga nastati samo manji troškovi prilagodbe za izdavatelje i nacionalna nadležna tijela.

- **Temeljna prava**

Prijedlogom se poštuju temeljna prava i uzimaju u obzir načela priznata Poveljom, posebno sloboda poslovanja (čl. 16.) i zaštita potrošača (čl. 38.). Budući da je cilj ove inicijative smanjiti administrativno opterećenje za izdavatelje, inicijativa će pridonijeti unaprjeđenju prava slobodnog poduzetništva.

#### **4. UTJECAJ NA PRORAČUN**

Ne očekuje se da će ova inicijativa utjecati na proračun EU-a.

#### **5. DRUGI ELEMENTI**

- **Planovi provedbe i mehanizmi praćenja, evaluacije i izvješćivanja**

Predviđena je evaluacija pet godina nakon provedbe mjere i u skladu sa smjernicama Komisije za bolju regulativu. Cilj evaluacije bit će procijeniti, među ostalim, djelotvornost i učinkovitost Direktive u smislu ostvarivanja ciljeva politike i odlučiti jesu li potrebne nove mjere ili izmjene.

- **Detaljno obrazloženje posebnih odredaba prijedloga**

##### *Izmjene Direktive 2014/65/EU*

Člankom 1. prijedloga mijenja se Direktiva 2014/65/EU kako je opisano u nastavku.

- Člankom 1. stavkom 1. Prijedloga mijenja se članak 4. stavak 1. točka 12. Direktive 2014/65/EU, što je definicija „rastućih tržišta malih i srednjih poduzeća”, kako bi se u nju uključio i segment MTP-a.

- Člankom 1. stavkom 2. točkom (a) prijedloga uvodi se nova točka 3.a o kvaliteti investicijskih istraživanja. Njome se utvrđuje da istraživanja koja provode treće osobe moraju biti korektna, jasna i ne smiju dovesti u zabludu.

- Člankom 1. stavkom 2. točkom (a) prijedloga uvodi se i nova točka 3.b o uvjetima za oznaku „istraživanje koje financira izdavatelj”. Takvi uvjeti uključuju zahtjev da istraživanje bude u skladu s kodeksom ponašanja, kao i zahtjeve o sadržaju, objavi i preispitivanju takvog kodeksa ponašanja. Člankom se pojašnjava i da izdavatelji mogu dostaviti svoje istraživanje koje financira izdavatelj tijelu za prikupljanje u skladu s Prijedlogom uredbe o jedinstvenoj europskoj pristupnoj točki. Na kraju se dodaje pojašnjenje da se svaki materijal za istraživanje koji je izdavatelj platio, ali koji nije izrađen u skladu s tim kodeksom ponašanja, mora označiti kao promidžbeni sadržaj.

- Člankom 1. stavkom 2. točkom (a) prijedloga uvodi se nova točka 3.d. Na prvoj stranici istraživanja koje financira izdavatelj mora biti jasno naznačeno da je provedeno u skladu s kodeksom ponašanja.

- Člankom 1. stavkom 2. točkom (b) prijedloga prag tržišne kapitalizacije za trgovačka društva povećava se na 10 milijardi EUR, ispod kojeg se ne primjenjuju pravila o razdvajanju.

- Člankom 1. stavkom 3. točkama od (a) do (c) pojašnjava se da se segment MTP-a može registrirati kao rastuće tržište malih i srednjih poduzeća (MSP-ovi) i utvrđuju se uvjeti i zahtjevi za njegovu registraciju ili brisanje iz registra.
- Člankom 1. stavkom 4. Prijedloga uvodi se novi članak 51.a kako bi se obuhvatili specifični uvjeti za uvrštenje dionica za trgovanje na uređenom tržištu. Ti su uvjeti zahtjev za minimalnu tržišnu kapitalizaciju od milijun EUR za društva koja žele uvrstiti svoje dionice na uređeno tržište i minimalni zahtjev za slobodnu prodaju od 10 %. Nadalje, Komisija je ovlaštena za donošenje delegiranih akata radi promjene takvih pragova ako ograničavaju likvidnost na javnim tržištima s obzirom na financijska kretanja.

### ***Izmjene Direktive 2001/34/EZ***

Člankom 2. Prijedloga stavlja se izvan snage Direktiva o uvrštenju na burzu.

Člankom 3. utvrđuju se zahtjev i rokovi za prenošenje ove Direktive.

Člankom 4. utvrđuje se datum stupanja ove Direktive na snagu.

U članku 5. navodi se kome je ova Direktiva upućena.

## Prijedlog

**DIREKTIVE EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA****o izmjeni Direktive 2014/65/EU radi povećanja privlačnosti javnih tržišta kapitala u Uniji za poduzeća i olakšanja pristupa malih i srednjih poduzeća kapitalu i o stavljanju izvan snage Direktive 2001/34/EZ**

(Tekst značajan za EGP)

EUROPSKI PARLAMENT I VIJEĆE EUROPSKE UNIJE,

uzimajući u obzir Ugovor o funkcioniranju Europske unije, a posebno njegov članak 50., članak 53. stavak 1. i članak 114.,

uzimajući u obzir prijedlog Europske komisije,

nakon prosljeđivanja nacрта zakonodavnog akta nacionalnim parlamentima,

uzimajući u obzir mišljenje Europskoga gospodarskog i socijalnog odbora<sup>27</sup>,

u skladu s redovnim zakonodavnim postupkom,

budući da:

- (1) Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća<sup>28</sup> izmijenjena je Uredbom (EU) 2019/2115 Europskog Parlamenta i Vijeća<sup>29</sup>, kojom su uvedena razmjerna rasterećenja kako bi se potaknula upotreba rastućih tržišta MSP-ova i smanjila prekomjerna regulatorna opterećenja za izdavatelje koji traže uvrštenje vrijednosnih papira na rastućim tržištima MSP-ova, uz očuvanje odgovarajuće razine zaštite ulagatelja i integriteta tržišta. Međutim, da bi postupak uvrštenja bio jednostavniji, a regulatorni tretman društava fleksibilniji i proporcionalniji njihovoj veličini, potrebne su dodatne izmjene Direktive 2014/65/EU.
- (2) Direktivom 2014/65/EU i Delegiranom direktivom Komisije (EU) 2017/593<sup>30</sup> utvrđuju se uvjeti pod kojima se investicijska istraživanja koja treće osobe provode za investicijska društva koja pružaju usluge upravljanja portfeljem, druge investicijske ili pomoćne usluge ne smatraju dodatnim poticajem. Kako bi se potaknula brojnost investicijskih istraživanja o poduzećima u Uniji, a posebno malim poduzećima i poduzećima srednje tržišne kapitalizacije, povećala njihova vidljivost i mogućnost

<sup>27</sup> SL C , , str. .<sup>28</sup> Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU (SL L 173, 12.6.2014., str. 349.).<sup>29</sup> Uredba (EU) 2019/2115 Europskog parlamenta i Vijeća od 27. studenoga 2019. o izmjeni Direktive 2014/65/EU te uredbama (EU) br. 596/2014 i (EU) 2017/1129 u pogledu promicanja upotrebe rastućih tržišta MSP-ov (SL L 320, 11.12.2019., str. 1.).<sup>30</sup> Delegirana direktiva Komisije (EU) 2017/593 od 7. travnja 2016. o dopuni Direktive 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća u vezi sa zaštitom financijskih instrumenata i novčanih sredstava koja pripadaju klijentima, obvezama upravljanja proizvodima i pravilima koja se primjenjuju na davanje ili primanje naknada, provizija ili novčanih ili nenovčanih koristi (SL L 87, 31.3.2017., str. 500.).

privlačenja potencijalnih ulagatelja, potrebno je uvesti određene izmjene u tu direktivu.

- (3) Odredbama o istraživanju iz Direktive 2014/65/EU investicijskim društvima se nalaže da plaćanja koja prime kao proviziju za brokerske usluge razdvajaju od naknade za investicijska istraživanja („pravila o razdvajanju istraživanja”) ili da investicijsko istraživanje financiraju vlastitim sredstvima te da kvalitetu kupljenog istraživanja procjenjuju na temelju strogih kvalitativnih kriterija i mogućeg doprinosa tog istraživanja kvaliteti odluka o ulaganjima. Ta su pravila 2021. izmijenjena Direktivom (EU) 2021/338 Europskog parlamenta i Vijeća<sup>31</sup> kako bi se omogućila objedinjena plaćanja za usluge izvršenja naloga i istraživanja za mala poduzeća i poduzeća srednje tržišne kapitalizacije manje od milijardu EUR. Međutim, smanjenje investicijskog ulaganja nije usporilo.
- (4) Kako bi se tržište za investicijska istraživanja oživjelo i omogućila dostatna pokrivenost poduzeća istraživanjem, osobito malih poduzeća i poduzeća srednje tržišne kapitalizacije, potrebno je dodatno ublažiti pravila o razdvajanju istraživanja. Povećanjem praga tržišne kapitalizacije za društva s milijardu EUR na 10 milijardi EUR, ispod kojeg se ne primjenjuju pravila o razdvajanju, više malih poduzeća i poduzeća srednje tržišne kapitalizacije, a osobito ovih drugih, imat će koristi od veće pokrivenosti istraživanjem, što će povećati njihovu vidljivost potencijalnim ulagateljima i njihov kapacitet za prikupljanje financijskih sredstava na tržištima.
- (5) Nadalje, kako bi se dodatno doprinijelo pokrivenosti malih poduzeća i poduzeća srednje tržišne kapitalizacije investicijskim istraživanjem, materijal za istraživanje koji su u cijelosti ili djelomično platili izdavatelji trebao bi nositi oznaku „istraživanje koje financira izdavatelj”. Kako bi se zajamčila odgovarajuća razina objektivnosti i neovisnosti takvog materijala za istraživanje, taj bi materijal trebalo izraditi u skladu s kodeksom ponašanja koji je sastavio ili odobrio tržišni operater registriran u državi članici ili nadležno tijelo. Kako bi se povećala vidljivost istraživanja koja financira izdavatelj, izdavatelji bi trebali moći istraživanje koje financiraju dostaviti relevantnom tijelu za prikupljanje kako je definirano<sup>32</sup> u [članku 2. stavku 2. Prijedloga uredbe o jedinstvenoj europskoj pristupnoj točki<sup>33</sup>].
- (6) Direktivom 2014/65/EU uvedena je kategorija rastućih tržišta MSP-ova kako bi se poboljšali vidljivost i profil tržišta specijaliziranih za MSP-ove i potaknula izrada zajedničkih regulatornih standarda u Uniji za tržišta specijalizirana za MSP-ove. Rastuća tržišta MSP-ova odgovaraju na njihove potrebe i tim manjim izdavateljima olakšavaju pristup kapitalu. Kako bi se potaknuo razvoj takvih specijaliziranih tržišta, a operaterima multilateralnih trgovinskih platformi (MTP-ovi) ograničilo organizacijsko opterećenje, određenom segmentu MTP-a treba omogućiti podnošenje zahtjeva za registraciju kao rastuće tržište MSP-ova pod uvjetom da je taj segment jasno odvojen od ostatka MTP-a.

---

<sup>31</sup> Direktiva (EU) 2021/338 Europskog parlamenta i Vijeća 16. veljače 2021. o izmjeni Direktive 2014/65/EU u pogledu zahtjeva za informacije, upravljanja proizvodima i ograničenja pozicija, i direktiva 2013/36/EU i (EU) 2019/878 u pogledu njihove primjene na investicijska društva, radi potpore oporavku od krize uzrokovane bolešću COVID-19 (SL L 68, 26.2.2021., str. 14.).

<sup>32</sup> Vidjeti članak 2. stavak 2. Prijedloga uredbe [2021.78.COD].

<sup>33</sup> Prijedlog uredbe [2021/03.78.COD].

- (7) Direktivom 2001/34/EZ Europskog parlamenta i Vijeća<sup>34</sup> utvrđuju se pravila o uvrštenju na tržišta u Uniji. Cilj je te direktive uskladiti pravila o uvrštenju vrijednosnih papira u službenu kotaciju burze i o informacijama koje treba objaviti o tim vrijednosnim papirima kako bi se ulagateljima pružila jednaka zaštita na razini Unije. Tom se direktivom utvrđuju i pravila regulatornog i nadzornog okvira za primarna tržišta u Uniji. Direktiva 2001/34/EZ znatno je izmijenjena nekoliko puta tijekom godina. Direktivom 2003/71/EZ Europskog parlamenta i Vijeća<sup>35</sup> i Direktivom 2004/109/EZ Europskog parlamenta i Vijeća<sup>36</sup> zamijenjena je većina odredaba o usklađenju uvjeta za dostavu informacija u pogledu zahtjeva za uvrštenje vrijednosnih papira u službenu kotaciju burze i informacija o vrijednosnim papirima uvrštenima za trgovanje pa su zato veći dijelovi Direktive 2001/34/EZ postali suvišni. Direktiva 2001/34/EZ odnosno direktiva o minimalnom usklađenju državama članicama daje široku diskrecijsku ovlast za odstupanje od pravila utvrđenih u toj direktivi, što je dovelo do fragmentacije tržišta u Uniji. Kako bi se potaknulo usklađivanje tržišta na razini Unije i izradila jedinstvena pravila, Direktivu 2001/34/EZ trebalo bi staviti izvan snage.
- (8) Direktivom 2014/65/EU, kao i Direktivom 2001/34/EZ, uređuju se tržišta financijskih instrumenata i jača zaštita ulagatelja u Uniji. Direktivom 2014/65/EU utvrđuju se i pravila o uvrštenju financijskih instrumenata za trgovanje. Proširenjem područja primjene Direktive 2014/65/EU kako bi se obuhvatile određene odredbe iz Direktive 2001/34/EZ zadržat će se sve relevantne odredbe iz te direktive. Nadležna tijela provode niz odredaba iz Direktive 2001/34/EZ, uključujući zahtjeve za slobodnu prodaju i tržišnu kapitalizaciju koji se i dalje primjenjuju, koje sudionici na tržištu smatraju važnim pravilima za traženje uvrštenja dionica za trgovanje na uređenim tržištima u Uniji. Stoga je ta pravila potrebno prenijeti u Direktivu 2014/65/EU kako bi se u njezinoj novoj odredbi utvrdili posebni minimalni uvjeti za uvrštenje dionica za trgovanje na uređenim tržištima. Ta nova odredba trebala bi nadopuniti opće odredbe o uvrštenju financijskih instrumenata za trgovanje utvrđene u Direktivi 2014/65/EU.
- (9) Kako bi se izdavateljima omogućila veća fleksibilnost i povećala konkurentnost tržišta kapitala u Uniji, minimalni zahtjev za slobodnu prodaju trebalo bi smanjiti na 10 % jer se tim pragom osigurava dostatna razina likvidnosti na tržištu. Zahtjev za slobodnu prodaju utvrđen u Direktivi 2001/34/EZ o tome da se dovoljan broj dionica distribuiraju javnosti u jednoj ili više država članica odnosi se na Uniju i Europski gospodarski prostor (EU/EGP). To zemljopisno ograničenje zahtjeva za slobodnu prodaju na EU/EGP ne bi trebalo zadržati jer se Direktivom 2014/65/EU ne predviđa takvo ograničenje za financijske instrumente uvrštene za trgovanje. Zahtjev da društvo objavi ili podnese svoje godišnje financijske izvještaje za određeno razdoblje ne bi trebalo prenijeti u Direktivu 2014/65/EU jer Uredba (EU) 2017/1129 Europskog

---

<sup>34</sup> Direktiva 2001/34/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 28. svibnja 2001. o uvrštenju vrijednosnih papira u službenu kotaciju burze te o informacijama koje treba objaviti o tim vrijednosnim papirima (SL L 184, 6.7.2001., str. 1.).

<sup>35</sup> Direktiva 2003/71/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 4. studenoga 2003. o prospektu koji je potrebno objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili prilikom uvrštavanja u trgovanje te o izmjeni Direktive 2001/34/EZ (SL L 345, 31.12.2003., str. 64.).

<sup>36</sup> Direktiva 2004/109/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 15. prosinca 2004. o usklađivanju zahtjeva za transparentnošću u vezi s informacijama o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu i o izmjeni Direktive 2001/34/EZ (SL L 390, 31.12.2004., str. 38.).

parlamenta i Vijeća<sup>37</sup> već sadržava takvu odredbu. Direktiva 2014/65/EU već sadržava odredbe o imenovanju nadležnih tijela. Stoga su odredbe iz Direktive 2001/34/EZ o imenovanju jednog ili više nadležnih tijela suvišne. Zahtjev za dužničke vrijednosne papire da iznos izdanja ne može biti manji od 200 000 EUR smatra se zastarjelim s obzirom na postojeću tržišnu praksu.

- (10) Koncept uvrštenja vrijednosnih papira u službenu kotaciju burze iz Direktive 2001/34/EZ zbog tržišnih se kretanja rijetko primjenjuje, a Direktivom 2014/65/EU već je uveden koncept „uvrštenja finansijskih instrumenata za trgovanje na uređenom tržištu”. U nekim državama članicama ta dva koncepta, „uvrštenje u službenu kotaciju burze” i „uvrštenje za trgovanje na uređenom tržištu”, često se koriste u istom značenju. To znači da se u nekim državama članicama ta dva koncepta ne razlikuju. Nadalje, dvostruki sustav uvrštenja za trgovanje, s jedne strane, i uvrštenja u službenu kotaciju, s druge strane, mogao bi uzrokovati pravnu nesigurnost na razini Unije, posebno jer se zahtjevi iz Direktive 2003/71/EZ, Direktive 2004/109/EZ i Direktive 2014/57/EU Europskog Parlamenta i Vijeća<sup>38</sup> ne primjenjuju na instrumente uvrštene u službenu kotaciju, ali se primjenjuju na instrumente uvrštene za trgovanje na uređenom tržištu.
- (11) Kako bi se povećala vidljivost uvrštenih društava, osobito MSP-ova, i prilagodili uvjeti uvrštenja radi poboljšanja zahtjeva za izdavatelje, Komisiji bi za izmjenu Direktive 2014/65/EU trebalo delegirati ovlast za donošenje akata u skladu s člankom 290. Ugovora o funkcioniranju Europske unije. Trebalo bi prilagoditi prag tržišne kapitalizacije za društva ispod kojeg bi bilo moguće ponovno objediniti naknadu za izvršenje naloga i naknadu za istraživanje, kako bi se obuhvatila mala poduzeća i poduzeća srednje tržišne kapitalizacije te osigurao okvir za razvoj posebnog oblika istraživanja koje plaća izdavatelj. Da bi prilagodba pravila o uvrštenju u Uniji bila učinkovita i promicala tržišno natjecanje, trebala bi odražavati i tržišnu praksu. Posebno je važno da Komisija tijekom svojeg pripremnog rada provede odgovarajuća savjetovanja, uključujući ona na razini stručnjaka, te da se ta savjetovanja provedu u skladu s načelima utvrđenima u Međuinstitucijskom sporazumu o boljoj izradi zakonodavstva od 13. travnja 2016.<sup>39</sup> Osobito, kako bi se osiguralo ravnopravno sudjelovanje u pripremi delegiranih akata, Europski parlament i Vijeće primaju sve dokumente istodobno kada i stručnjaci iz država članica te njihovi stručnjaci sustavno imaju pristup sastancima stručnih skupina Komisije koji se odnose na pripremu delegiranih akata.
- (12) Direktivu 2014/65/EU trebalo bi stoga na odgovarajući način izmijeniti.
- (13) S obzirom na to da ciljeve ove Direktive, odnosno olakšanje pristupa malih poduzeća i poduzeća srednje tržišne kapitalizacije tržištima kapitala i povećanje usklađenosti pravila Unije o uvrštenju, ne mogu dostatno ostvariti države članice, nego se zbog njezinih poboljšanja ili traženih učinaka oni na bolji način mogu ostvariti na razini Unije, Unija može donijeti mjere u skladu s načelom supsidijarnosti utvrđenim u članku 5. Ugovora o Europskoj uniji. U skladu s načelom proporcionalnosti utvrđenim u tom članku, ova Direktiva ne prelazi ono što je potrebno za ostvarivanje tih ciljeva.

---

<sup>37</sup> Uredba (EU) 2017/1129 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o prospektu koji je potrebno objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili prilikom uvrštavanja za trgovanje na uređenom tržištu te stavljanju izvan snage Direktive 2003/71/EZ (SL L 168, 30.6.2017., str. 12.).

<sup>38</sup> Direktiva 2014/57/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o kaznenopravnim sankcijama za zlorabu tržišta (Direktiva o zlorabi tržišta) (SL L 173, 12.6.2014., str. 179.).

<sup>39</sup> SL L 123, 12.5.2016., str. 1.

DONIJELI SU OVU DIREKTIVU:

*Članak 1.*  
**Izmjene Direktive 2014/65/EU**

Direktiva 2014/65/EU mijenja se kako slijedi:

- (1) u članku 4. stavku 1. točka 12. zamjenjuje se sljedećim:
  - „12. „rastuće tržište malih i srednjih poduzeća” znači MTP ili segment MTP-a koji je registriran kao rastuće tržište malih i srednjih poduzeća u skladu s člankom 33.;”;
- (2) članak 24. mijenja se kako slijedi:
  - (a) umeću se sljedeći stavci od 3.a do 3.d:
    - „3.a Istraživanje koje treće osobe provode za investicijska društva koja pružaju usluge upravljanja portfeljem, druge investicijske ili pomoćne usluge i istraživanje koje takva društva pripremaju i distribuiraju mora biti korektno, jasno i ne smije dovesti u zabludu. Istraživanje mora biti jasno prepoznatljivo kao takvo ili opisano sličnim izrazima ako su ispunjeni svi uvjeti koji se primjenjuju na to istraživanje.
    - 3.b Ako izdavatelj u cijelosti ili djelomično plati istraživanje i objavi ga javnosti, investicijskim društvima ili klijentima investicijskih društava koja pružaju usluge upravljanja portfeljem, druge investicijske ili pomoćne usluge, takvo istraživanje nosi oznaku „istraživanje koje financira izdavatelj” ako je provedeno u skladu s kodeksom ponašanja koji je sastavio ili odobrio tržišni operater registriran u državi članici ili nadležno tijelo.

Kodeksom ponašanja utvrđuju se minimalni standardi neovisnosti i objektivnosti koje pružatelji takvog istraživanja moraju poštovati. Tržišni operater ili nadležno tijelo obvezno je objaviti kodeks ponašanja na svojim internetskim stranicama te ga preispitati i ponovno odobriti svake dvije godine.
    - 3.c Države članice osiguravaju da svaki izdavatelj može istraživanje koje je financirao, kako je navedeno u stavku 3.b ovog članka, dostaviti relevantnom tijelu za prikupljanje kako je definirano u [članku 2. stavku 2. Prijedloga uredbe o jedinstvenoj europskoj pristupnoj točki<sup>40</sup>].
    - 3.d Na prvoj stranici istraživanja koje financira izdavatelj mora biti jasno i istaknuto naznačeno da je provedeno u skladu s kodeksom ponašanja. Navodi se i ime tržišnog operatera ili nadležnog tijela koje je sastavilo ili odobrilo taj kodeks ponašanja. Svaki drugi materijal za istraživanje koji je u cijelosti ili djelomično platio izdavatelj, a koji nije izrađen u skladu s kodeksom ponašanja iz stavka 3.b, označava se kao promidžbeni sadržaj.”;
  - (b) u stavku 9.a. točka (c) zamjenjuje se sljedećim:

---

<sup>40</sup> Prijedlog uredbe [2021/0378.COD].

„(c) istraživanje podmireno kombiniranim naknadama ili zajedničkim plaćanjem odnosi se na izdavatelje čija tržišna kapitalizacija u razdoblju od 36 mjeseci koje je prethodilo istraživanju nije premašila 10 milijardi EUR na temelju kotacija na kraju godine u godinama kada su ti izdavatelji uvršteni ili su bili uvršteni ili na temelju vlastitog kapitala u financijskim godinama u kojima su ti izdavatelji bili ili nisu bili uvršteni.”;

(3) članak 33. mijenja se kako slijedi:

(a) stavci 1. i 2. zamjenjuju se sljedećim:

„1. Države članice osiguravaju da operater MTP-a može matičnom nadležnom tijelu podnijeti zahtjev za registraciju MTP-a ili segmenta MTP-a kao rastućeg tržišta malih i srednjih poduzeća.

2. Države članice osiguravaju da matično nadležno tijelo može registrirati MTP ili segment MTP-a kao rastuće tržište malih i srednjih poduzeća ako primi zahtjev iz stavka 1. i uvjeri se da MTP ispunjava zahtjeve iz stavka 3. odnosno da segment MTP-a ispunjava zahtjeve iz stavka 3.a.”;

(b) dodaje se sljedeći stavak 3.a:

„3.a Države članice osiguravaju da se na relevantni segment MTP-a primjenjuju učinkovita pravila, sustavi i postupci kojima se jamči ispunjavanje uvjeta iz stavka 3. i svih sljedećih uvjeta:

(a) segment MTP-a koji je registriran kao „rastuće tržište malih i srednjih poduzeća” jasno je odvojen od ostalih tržišnih segmenata kojima upravlja operater MTP-a, što se, među ostalim, dokazuje različitim nazivom, različitim pravilnikom, različitom strategijom trgovanja i različitom javnom promidžbom, kao i specifičnom identifikacijskom oznakom tržišta dodijeljenom segmentu rastućeg tržišta malih i srednjih poduzeća;

(b) transakcije izvršene na posebnom segmentu rastućeg tržišta malih i srednjih poduzeća jasno se razlikuju od drugih tržišnih aktivnosti na drugim segmentima MTP-a;

(c) na zahtjev svojeg matičnog nadležnog tijela, MTP dostavlja detaljan popis instrumenata uvrštenih na dotični segment rastućeg tržišta malih i srednjih poduzeća, kao i sve informacije o poslovanju tog segmenta koje nadležno tijelo može zatražiti.”;

(c) stavci od 4. do 6. zamjenjuju se sljedećim:

„4. Kriterijima iz stavaka 3. i 3.a ne dovode se u pitanje druge obveze koje investicijsko društvo ili tržišni operater koji upravlja MTP-om ili segmentom MTP-a mora ispunjavati u skladu s ovom Direktivom, a koje se odnose na poslovanje MTP-ova.

5. Države članice osiguravaju da matično nadležno tijelo može MTP ili segment MTP-a brisati iz registra rastućih tržišta malih i srednjih poduzeća u sljedećim slučajevima:

(a) investicijsko društvo ili tržišni operater koji upravlja MTP-om ili segmentom MTP-a podnio je zahtjev za brisanje iz registra;

- (b) MTP više ne ispunjava zahtjeve iz stavka 3. odnosno segment MTP-a više ne ispunjava zahtjeve iz stavka 3.a.

6. Države članice dužne su propisati da matično nadležno tijelo koje MTP ili segment MTP-a registrira kao rastuće tržište malih i srednjih poduzeća ili briše iz tog registra u skladu s ovim člankom o tome bez odgode obavijesti ESMA-u. ESMA na svojoj internetskoj stranici objavljuje i ažurira popis rastućih tržišta malih i srednjih poduzeća.”;

- (d) stavak 8. zamjenjuje se sljedećim:

„8. Komisija je ovlaštena donijeti delegirane akte u skladu s člankom 89. kojima se ova Direktiva dopunjuje detaljnijom obradom zahtjeva iz stavaka 3. i 3.a ovog članka. U tim zahtjevima se vodi računa o očuvanju visoke razine zaštite ulagatelja kako bi se potaknulo povjerenje ulagatelja u ta tržišta i istodobno smanjilo administrativno opterećenje za izdavatelje na tržištu. Također se vodi računa o tome da se zahtjevi za brisanje iz registra odnosno zahtjevi za registraciju ne odbijaju samo zbog privremenog neispunjenja uvjeta iz stavka 3. točke (a) ovog članka.”;

- (4) umeće se sljedeći članak 51.a:

#### *„Članak 51.a*

#### **Specifični uvjeti za uvrštenje dionica za trgovanje**

1. Države članice dužne su propisati da očekivana tržišna kapitalizacija dionica za koje se traži uvrštenje za trgovanje ili, ako se to ne može procijeniti, kapital i rezerve društva, uključujući dobit i gubitak iz prethodne financijske godine, iznose najmanje 1 000 000 EUR odnosno protuvrijednost u nacionalnoj valuti koja nije euro.
2. Međutim, stavak 1. ne primjenjuje se na uvrštenje za trgovanje dionica koje su zamjenjive s dionicama koje su već uvrštene za trgovanje.
3. Ako zbog usklađenja iznosa u eurima i protuvrijednosti u nacionalnoj valuti tržišna kapitalizacija izražena u nacionalnoj valuti u razdoblju od godinu dana bude barem 10 % veća ili manja od 1 000 000 EUR, država članica dužna je u roku 12 mjeseci po isteku toga razdoblja prilagoditi svoje zakone i druge propise radi usklađenja sa stavkom 1.
4. Države članice dužne su propisati da uređena tržišta osiguravaju da u svakom trenutku građani drže najmanje 10 % upisanog kapitala koji predstavlja razred dionica na koje se odnosi zahtjev za uvrštenje za trgovanje.
5. Ako je postotak dionica koje drže građani manji od 10 % upisanog kapitala, države članice dužne su osigurati da uređena tržišta zahtijevaju da se dovoljan broj dionica distribuira građanima kako bi se ispunio zahtjev iz stavka 4.
6. Ako se uvrštenje za trgovanje traži za dionice koje su zamjenjive s dionicama koje su već uvrštene za trgovanje, uređena tržišta dužna su radi ispunjenja zahtjeva iz stavka 4. utvrditi je li građanima distribuiran dovoljan broj dionica u odnosu na sve izdane dionice, a ne samo na dionice koje su zamjenjive s dionicama koje su već uvrštene za trgovanje.
7. Komisija je ovlaštena za donošenje delegiranih akata u skladu s člankom 89. radi izmjene ove Direktive izmjenom pragova iz stavaka 1. i 3. ili iz stavaka 4. i 5. ili iz svih tih stavaka ako primjenjivi pragovi ograničavaju likvidnost na javnim tržištima s obzirom na financijska kretanja.”;

(5) članak 89. mijenja se kako slijedi:

(a) stavci 2. i 3. zamjenjuju se sljedećim:

„2. Ovlast za donošenje delegiranih akata iz članka 2. stavka 3., članka 2. stavka 4., članka 4. stavka 1. točke 2. drugog podstavka, članka 4. stavka 2., članka 13. stavka 1., članka 16. stavka 12., članka 23. stavka 4., članka 24. stavka 13., članka 25. stavka 8., članka 27. stavka 9., članka 28. stavka 3., članka 30. stavka 5., članka 31. stavka 4., članka 32. stavka 4., članka 33. stavka 8., članka 51.a stavka 7., članka 52. stavka 4., članka 54. stavka 4., članka 58. stavka 6., članka 64. stavka 7., članka 65. stavka 7. i članka 79. stavka 8. dodjeljuje se Komisiji na neodređeno vrijeme.

3. Europski parlament ili Vijeće u svakom trenutku mogu opozvati delegiranje ovlasti iz članka 2. stavka 3., članka 2. stavka 4., članka 4. stavka 1. točke 2. drugog podstavka, članka 4. stavka 2., članka 13. stavka 1., članka 16. stavka 12., članka 23. stavka 4., članka 24. stavka 13., članka 25. stavka 8., članka 27. stavka 9., članka 28. stavka 3., članka 30. stavka 5., članka 31. stavka 4., članka 32. stavka 4., članka 33. stavka 8., članka 51.a stavka 7., članka 52. stavka 4., članka 54. stavka 4., članka 58. stavka 6., članka 64. stavka 7., članka 65. stavka 7. i članka 79. stavka 8. Odlukom o opozivu prekida se delegiranje ovlasti koje je u njoj navedeno. Opoziv počinje proizvoditi učinke sljedećeg dana od dana objave spomenute odluke u *Službenom listu Europske unije* ili na kasniji dan naveden u spomenutoj odluci. On ne utječe na valjanost delegiranih akata koji su već na snazi.”;

(b) stavak 5. zamjenjuje se sljedećim:

„5. Delegirani akt donesen na temelju članka 2. stavka 3., članka 2. stavka 4., članka 4. stavka 1. točke 2. drugog podstavka, članka 4. stavka 2., članka 13. stavka 1., članka 16. stavka 12., članka 23. stavka 4., članka 24. stavka 13., članka 25. stavka 8., članka 27. stavka 9., članka 28. stavka 3., članka 30. stavka 5., članka 31. stavka 4., članka 32. stavka 4., članka 33. stavka 8., članka 51.a stavka 7., članka 52. stavka 4., članka 54. stavka 4., članka 58. stavka 6., članka 64. stavka 7., članka 65. stavka 7. ili članka 79. stavka 8. stupa na snagu samo ako ni Europski parlament ni Vijeće u roku od tri mjeseca od priopćenja tog akta Europskom parlamentu i Vijeću na njega ne podnesu prigovor ili ako su prije isteka tog roka i Europski parlament i Vijeće obavijestili Komisiju da neće podnijeti prigovore. Taj se rok produljuje za dva mjeseca na inicijativu Europskog parlamenta ili Vijeća.”.

#### *Članak 2.*

#### **Stavljanje izvan snage Direktive 2001/34/EZ**

Direktiva 2001/34/EZ stavlja se izvan snage od ... [Ured za publikacije, unijeti datum = 24 mjeseca od datuma stupanja na snagu ove Direktive].

#### *Članak 3.*

#### **Prenošenje**

1. Države članice najkasnije do [Ured za publikacije, unijeti datum = 12 mjeseci od datuma stupanja na snagu ove Direktive] donose i objavljuju zakone i druge propise koji su potrebni radi usklađivanja s ovom Direktivom. One Komisiji odmah dostavljaju tekst tih odredaba.

One te odredbe primjenjuju od ... [Ured za publikacije, unijeti datum = 18 mjeseci od datuma stupanja na snagu ove Direktive].

Kada države članice donose te odredbe, one sadržavaju upućivanje na ovu Direktivu ili se na nju upućuje prilikom njihove službene objave. Države članice određuju načine tog upućivanja.

2. Države članice Komisiji dostavljaju tekst glavnih odredaba nacionalnog prava koje donesu u području na koje se odnosi ova Direktiva.

#### *Članak 4.*

#### **Stupanje na snagu**

Ova Direktiva stupa na snagu dvadesetog dana od dana objave u *Službenom listu Europske unije*.

#### *Članak 5.*

#### **Adresati**

Ova je Direktiva upućena državama članicama.

Sastavljeno u Bruxellesu,

*Za Europski parlament*  
*Predsjednica*

*Za Vijeće*  
*Predsjednik*