



Rådet for
Den Europæiske Union

Bruxelles, den 8. december 2022
(OR. en)

15834/22

**Interinstitutionel sag:
2022/0405(COD)**

EF 369
ECOFIN 1299
CODEC 1970

FØLGESKRIVELSE

fra:	Martine DEPREZ, direktør, på vegne af generalsekretæren for Europa-Kommissionen
modtaget:	8. december 2022
til:	Thérèse BLANCHET, generalsekretær for Rådet for Den Europæiske Union
Komm. dok. nr.:	COM(2022) 760 final
Vedr.:	Forslag til EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV om ændring af direktiv 2014/65/EU med henblik på at gøre offentlige kapitalmarkeder i Unionen mere attraktive for selskaber og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder og om ophævelse af direktiv 2001/34/EF

Hermed følger til delegationerne dokument COM(2022) 760 final.

Bilag: COM(2022) 760 final



EUROPA-
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 7.12.2022
COM(2022) 760 final

2022/0405 (COD)

Forslag til

EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV

**om ændring af direktiv 2014/65/EU med henblik på at gøre offentlige kapitalmarkeder i
Unionen mere attraktive for selskaber og lette adgangen til kapital for små og
mellemstore virksomheder og om ophævelse af direktiv 2001/34/EF**

(EØS-relevant tekst)

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

BEGRUNDELSE

1. BAGGRUND FOR FORSLAGET

• Forslagets begrundelse og formål

Politisk baggrund

Dette forslag er en del af lovpakken om børsnotering af SMV'er, som er en række foranstaltninger, der skal gøre offentlige markeder mere attraktive for EU-virksomheder og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder (SMV'er). Det er i overensstemmelse med kapitalmarkedsunionens centrale mål om at forbedre adgangen til markedsbaserede finansieringskilder for EU-virksomheder, herunder mindre virksomheder, i alle faser af deres udvikling. Børsnoterede virksomheder, herunder nyligt børsnoterede virksomheder, overhaler ofte privatejede virksomheder med hensyn til årlig vækst i indtægter og jobskabelse¹. Ved at lade sig notere sig på offentlige markeder kan virksomheder diversificere deres investorgrundlag, mindske deres afhængighed af bankfinansiering, få lettere og billigere adgang til yderligere egenkapital og lånefinansiering (gennem sekundære tilbud), styrke deres offentlige profil og øge brand-anerkendelsen.

Siden offentliggørelsen af den første handlingsplan for etablering af kapitalmarkedsunionen i 2015 er der gjort fremskridt med hensyn til at gøre det lettere og billigere for virksomheder, navnlig SMV'er, at få adgang til offentlige markeder. I januar 2018 blev der med Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU (MiFID II)² indført en ny kategori af multilaterale handelsfaciliteter (MHF'er) i form af SMV-vækstmarkederne³ for at lette SMV'ers adgang til kapitalmarkederne. I 2019 blev der indført nye EU-regler med Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2019/2115⁴ (forordningen om børsnotering af SMV'er) for at mindske regelbyrden for virksomheder, der noteres på SMV-vækstmarkeder, samtidig med at der opretholdes et højt niveau af investorbeskyttelse og markedsintegritet. På trods af disse fremskridt hævder interessenterne ikke desto mindre, at der er behov for yderligere lovgivningsmæssige tiltag for at strømline børsnoteringsprocessen og gøre den mere fleksibel for udstedere.

¹ Empowering EU capital markets for SMEs — Making listing cool again (styrkelse af EU's kapitalmarkeder for SMV'er — sådan gøres børsnotering populær igen — endelig rapport fra den tekniske ekspertgruppe for SMV'er, maj 2021). Oxera Consulting LPP, Primary and secondary equity markets in EU, Final report, November 2020, [Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf](#).

² Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU (omarbejdning) (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 349).

³ For at en MHF kan betragtes som et SMV-vækstmarked, skal mindst 50 % af de udstedere, hvis finansielle instrumenter handles på MHF'en, være SMV'er, som i MiFID II defineres som virksomheder med en gennemsnitlig markedsværdi på under 200 mio. EUR. For at sikre tilstrækkelig investorbeskyttelse skal reglerne for notering på SMV-vækstmarkeder også opfylde visse kvalitetsstandarder, bl.a. med hensyn til behovet for at udarbejde et passende optagelsesdokument (når et prospekt ikke er påkrævet) og for at overholde kravet om periodisk regnskabsaflæggelse. Rammerne for SMV-vækstmarkeder er blevet udviklet for yderligere at anerkende de særlige behov hos SMV'er, der bevæger sig ind på de offentlige aktie- og obligationsmarkeder for første gang.

⁴ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2019/2115 af 27. november 2019 om ændring af direktiv 2014/65/EU og forordning (EU) nr. 596/2014 og (EU) 2017/1129, for så vidt angår fremme af anvendelsen af SMV-vækstmarkeder (EUT L 320 af 11.12.2019, s. 1).

I den nye handlingsplan for kapitalmarkedsunionen, der blev vedtaget i september 2020, blev det bebudet, at "for at fremme og diversificere små og innovative virksomheders adgang til finansiering vil Kommissionen søge at forenkle børsreglerne for offentlige markeder". Som opfølgning på dette og med udgangspunkt i forordningen om børsnotering af SMV'er fra 2019 nedsatte Kommissionen en teknisk ekspertgruppe for SMV'er, som har bekræftet interessenterne holdning til, at der er behov for yderligere lovgivningsmæssige tiltag for at støtte børsnoteringen af virksomheder, navnlig SMV'er. I sin endelige rapport⁵ fra maj 2021 fremsatte den tekniske ekspertgruppe 12 henstillinger om at ændre rammerne for børsnotering både på regulerede markeder og på SMV-vækstmarkeder.

Den 15. september 2021 meddelte formand Ursula von der Leyen i sin hensigtserklæring⁶ til Parlamentet og formandskabet for Rådet et lovgivningsforslag om at lette SMV'ers adgang til kapital, som er medtaget i Kommissionens arbejdsprogram for 2022⁷.

En virksomheds beslutning om at lade sig børsnotere er kompleks og påvirkes af en lang række faktorer, hvoraf mange ligger uden for tilsynsmyndighedernes rækkevidde og derfor ikke kan behandles direkte gennem lovgivning. For eksempel har de faktorer, der påvirker omkostningerne ved noteringstjenester, og mere generelt den geopolitiske ustabilitet, brexit, covid-19 og inflationen, alle haft (og kan fortsat have) en indvirkning på beslutningen om at lade sig børsnotere, på tidspunktet for børsnoteringen og på, om virksomheden fortsat skal være børsnoteret i EU. Lovgivningsmæssige krav og de dermed forbundne omkostninger og byrder er imidlertid også en vigtig faktor for en virksomheds beslutning om at blive og forblive børsnoteret. Lovpakken om børsnotering af SMV'er udgør en målrettet række foranstaltninger, der har til formål i) at mindske den lovgivningsmæssige byrde, når den anses for at være for stor (dvs. hvor regulering kan bidrage til investorbeskyttelse/markedsintegritet på en mere omkostningseffektiv måde for interessenterne) og ii) øge den fleksibilitet, der i henhold til selskabsretten gives selskabers stifter(e) eller kontrollerende aktionær(er) med hensyn til at vælge, hvordan stemmerettighederne skal fordeles efter aktiernes optagelse til handel.

De lovgivningsmæssige rammer, der gælder for børsnoteringsprocessen, er mangesidede. Virksomhederne skal overholde lovkravene før, under og efter børsintroduktionen. Det foreslåede direktiv ledsages af to andre lovgivningsforslag, som alle er en del af lovpakken om børsnotering: i) et forslag til forordning om ændring af prospektforordningen og forordningen om markedsmisbrug, som har til formål at strømline og præcisere de noteringskrav, der gælder for primære og sekundære markeder, samtidig med at der opretholdes et passende niveau af investorbeskyttelse og markedsintegritet, og ii) et forslag til et direktiv om strukturer med aktier med flere stemmer, der har til formål at fjerne de lovgivningsmæssige hindringer, der opstår i fasen forud for børsintroduktionen, og navnlig de

⁵ Endelig rapport fra den tekniske ekspertgruppe for SMV'er — Empowering EU capital markets for SMEs — Making listing cool again (styrkelse af EU's kapitalmarkeder for SMV'er — sådan gøres børsnotering populær igen) (europa.eu).

⁶ Se s. 4: state_of_the_union_2021_letter_of_intent_en.pdf (europa.eu).

⁷ Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget, Kommissionens arbejdsprogram for 2022 — Sammen om at styrke Europa (COM(2021) 645 final) cwp2022_en.pdf (europa.eu).

ulige muligheder, som virksomheder i hele EU oplever, når de skal vælge passende ledelsesstrukturer i forbindelse med børsnotering.

Begrundelse for forslaget

Børsnoterede selskaber, navnlig SMV'er, skal sørge for, at mulige investorer får øje på dem: Det nuværende lave niveau af investeringsanalyser vedrørende sådanne udstedere, som er drevet af mange underliggende faktorer, fører til deres ringe synlighed og begrænset investorinteresse, hvilket yderligere begrænser likviditeten for de allerede børsnoterede selskaber.

I henhold til MiFID II og Kommissionens delegerede direktiv (EU) 2017/593⁸ gælder det, at hvis investeringsanalysen leveres af tredjeparter til investeringsselskaber i tilknytning til ordreduførelses-/mæglervirksomhed, anses den ikke for at være en tilskyndelse, hvis den modtages til gengæld for: i) en direkte betaling fra investeringsselskabet ud af dets egne midler eller ii) en betaling fra en særskilt analysebetalingskonto, der kontrolleres af virksomheden og er underlagt flere betingelser (kendt som "regler om adskillelse"). Efter nogle få års anvendelse er det tvivlsomt, om reglerne om adskillelse er vellykkede.

Reglerne om adskillelse synes at have opfyldt nogle af målene, herunder bedre håndtering af interessekonflikter, begrænsning af overproduktionen af analyser vedrørende meget likvide aktier og forbedring af gennemsigtigheden af de omkostninger, der er forbundet med levering af analyser. Disse regler har imidlertid ikke bidraget til vækst hos uafhængige udbydere af investeringsanalyser. Efter indførelsen af reglerne om adskillelse blev uafhængige analyser tværtimod ubæredygtige på grund af de lave priser, som nogle større analyseudbydere forlanger.

Der er endvidere dokumentation for, at reglerne om adskillelse kan have forringet den samlede adgang til analyser, navnlig for små og mellemstore selskaber, og ført til en indskrænkning af markedsforskningsinfrastrukturen, hvilket er til skade for et konkurrencedygtigt og diversificeret marked for analytikere. EU-mæglere, der tidligere havde leveret SMV-analyser som en del af deres "bundtede" investeringsservice, reducerede SMV'ernes kapacitet, efter at de havde besluttet ikke at vælte analyseomkostningerne over på deres kunder. Segmentet for børsnoterede små og mellemstore selskaber blev særlig berørt, fordi bundtede betalinger gjorde det muligt at anvende betalinger til analyser af store virksomheder til analyser af små og mellemstore selskaber. Samlet set viser flere undersøgelser, at SMV-dækningen er faldet betydeligt eller endda helt forsvundet, i årene efter at reglerne om adskillelse trådte i kraft. Konsekvensen var en yderligere koncentration på det "adskilte" analysemarked og en reduktion af diversiteten og bredden af de analyser, der udbydes.

Selv om reglerne om adskillelse blev udformet med henblik på at bryde sammenhængen mellem mæglerprovisioner og investeringsanalyser samt skabe en "pris" for investeringsanalyser, har adskillelse rent faktisk ikke gjort det muligt at foretage uafhængige prisanalyser og har heller ikke åbnet dette marked for uafhængige udbydere (ikke-mæglere).

⁸ Kommissionens delegerede direktiv (EU) 2017/593 af 7. april 2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU for så vidt angår beskyttelse af kunders finansielle instrumenter og midler, produktstyringsforpligtelser og de regler, der finder anvendelse på levering eller modtagelse af gebyrer, provisioner eller andre penge- eller naturalieydelse (EUT L 87 af 31.3.2017, s. 500).

Vigtigst af alt har reglerne om adskillelse ikke forhindret den negative tendens i små og mellemstore virksomheders analysedækning og har ikke ført til, at der er opstået uafhængige, SMV-fokuserede analyseudbydere.

I 2021 blev reglerne om adskillelse for første gang ændret som led i en mere generel indsats under genopretningspakken vedrørende kapitalmarkederne⁹ for at bidrage til genopretningen efter covid-19-krisen, hvilket tvang virksomhederne til at være mere afhængige af gæld og svækkede deres finansieringsstrukturer. Under omstændigheder, hvor virksomhederne havde brug for hurtig rekapitalisering, blev behovet for større synlighed af EU-virksomheder, navnlig små og mellemstore virksomheder, anset for at være grundlæggende, og de implicitte omkostninger ved ikke at have analysedækning endnu højere. I den forbindelse søgte genopretningspakken vedrørende kapitalmarkederne, der har været gældende siden den 28. februar 2022, at forbedre de små og mellemstore virksomheders analysedækning¹⁰ ved at indrømme en undtagelse fra reglerne om adskillelse af investeringsanalyser for udstedere, hvis markedsværdi ikke overstiger 1 mia. EUR i den periode på 36 måneder, der går forud for leveringen af analyserne, hvorved der i sådanne tilfælde gives mulighed for en fælles betaling for udførelse af handel og analyse. Selv om denne foranstaltning blev hilst velkommen i vid udstrækning, adresserede den imidlertid ikke i tilstrækkelig grad problemet. Da mange investeringsselskaber og mæglere tilbyder tjenester til virksomheder af varierende størrelse (og markedsværdi), herunder dem, der overstiger den markedsværdi på 1 mia. EUR, der er fastsat i genopretningspakken vedrørende kapitalmarkederne, besluttede disse investeringsselskaber og mæglere ikke at indføre to parallelle systemer til fakturering af analyser, der bevarer den adskilte tilgang for alle kunder. Derfor nåede ændringen i genopretningspakken vedrørende kapitalmarkederne ikke fuldt ud sit mål om at støtte produktionen af analyser af små og mellemstore virksomheder, og det er nødvendigt med en yderligere lovgivningsmæssig revision i denne forbindelse.

Ud over ændringerne af ordningen for adskillelse af analyser indføres der med forslaget et begrænset antal ændringer af de lovgivningsmæssige rammer for SMV-vækstmarkedet, en kategori af MHF'er, der er oprettet under MiFID II, for at styrke SMV'ernes synlighed og profil og for at støtte udviklingen af fælles reguleringsstandarder i EU for markeder med speciale i SMV'er¹¹.

⁹ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2021/338 af 16. februar 2021 om ændring af direktiv 2014/65/EU, for så vidt angår oplysningskrav, produktstyring og positionslofter, og af direktiv 2013/36/EU og (EU) 2019/878, for så vidt angår deres anvendelse på investeringsvirksomheder, med henblik på at bidrage til genopretningen efter covid-19-krisen.

¹⁰ I betragtning 8 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2021/338 af 16. februar 2021 om ændring af direktiv 2014/65/EU, for så vidt angår oplysningskrav, produktstyring og positionslofter, og af direktiv 2013/36/EU og (EU) 2019/878, for så vidt angår deres anvendelse på investeringsvirksomheder, med henblik på at bidrage til genopretningen efter covid-19-krisen, hedder det: "I det umiddelbare efterspil af covid-19-pandemien har udstedere, og navnlig små virksomheder og midcapselskaber, behov for at blive understøttet af stærke kapitalmarkeder. Analyser af udstedere i form af små virksomheder og midcapselskaber er afgørende for at hjælpe udstederne med at få kontakt til investorer. Disse analyser øger udstedernes synlighed og sikrer dermed et tilstrækkeligt niveau af investeringer og likviditet. Investeringsselskaber bør have mulighed for at betale samlet for levering af analyser og for levering af ordreudførelsestjenesteydelser, forudsat at visse betingelser er opfyldt."

¹¹ I april 2021 offentliggjorde ESMA sin endelige rapport om, hvordan ordningen for SMV-vækstmarkeder fungerer, hvori det konkluderes, at denne nye ordning har været forholdsvis vellykket, idet sytten MHF'er på tidspunktet for offentliggørelsen af rapporten var registreret som SMV-vækstmarkeder. Rapporten findes på: [final_report_on_sme_gms_-_mifid_ii.pdf](https://ec.europa.eu/esma/press/2021/04/2021-04-20-esma-report-on-smv-growth-markets-mifid-ii) (europa.eu).

Endelig har forslaget også til formål at ophæve direktivet om børsnotering. Børsnoteringsdirektivet, et direktiv om minimumsharmonisering, der blev vedtaget i 2001, dannede grundlag for notering på EU's markeder inden vedtagelsen af prospektdirektivet¹² og gennemsigtighedsdirektivet¹³, som efterfølgende har afløst de fleste af de bestemmelser, der harmoniserer betingelserne for levering af oplysninger vedrørende anmodninger om optagelse af værdipapirer til børsnotering og oplysninger om værdipapirer, der er optaget til handel. MiFID indførte begrebet "finansielle instrumenters optagelse til handel på et reguleret marked". ESMA's stående udvalg for værdipapirmarkeders analyse af gennemførelsen af børsnoteringsdirektivet viste, at mange medlemsstater ikke længere anvender de begreber, der anvendes i børsnoteringsdirektivet, i national ret¹⁴. Desuden har de medlemsstater, der stadig anvender sådanne begreber i henhold til national ret, et ret vidt skøn til at afvige fra de regler, der er fastsat i børsnoteringsdirektivet, for at tage hensyn til særlige lokale markedsforhold. De to begreber "optagelse til officiel notering" og "optagelse til handel på et reguleret marked" anvendes for øjeblikket ofte i flæng i nogle medlemsstater. Den dobbelte ordning med optagelse til handel på den ene side og optagelse til officiel notering på den anden side kan føre til retsusikkerhed på EU-plan, navnlig fordi kravene vedrørende gennemsigtighed og markedsmisbrug, der har til formål at beskytte investorer og sikre markedsintegritet, for øjeblikket ikke finder anvendelse på instrumenter, der er optaget til officiel notering, mens disse krav finder anvendelse på instrumenter, der er optaget til handel på et reguleret marked.

Formål med forslaget

Det overordnede mål med dette forslag er at indføre målrettede tilpasninger af EU's regelsæt for at øge synligheden af børsnoterede selskaber, navnlig SMV'er, og strømline børsnoteringsprocessen med henblik på give større juridisk klarhed.

De foreslåede målrettede ændringer af MiFID II har til formål at lette udvikling og tilvejebringelse af investeringsanalyser af virksomheder, navnlig små og mellemstore selskaber, og yderligere at tilskynde til, at SMV-vækstmarkedsordningen bliver mere attraktiv, for i sidste ende at lette små og mellemstore selskabers adgang til kapitalmarkederne. Med dette forslag hæves tærsklen for markeds kapitalisering for små og mellemstore selskaber, under hvilken det vil være muligt på ny at genkombinere handelsgennemførelsesgebyrer og analysegebyrer. Ved at hæve den nuværende tærskel på 1 mia. EUR til 10 mia. EUR er målet at dække et bredere spektrum af små og mellemstore selskaber, navnlig flere midcapselskaber, som ville drage fordel af en genkombineringsordning, der navnlig giver mulighed for, at betalinger til analyser af store selskaber også kan anvendes til analyser af små selskaber. Undtagelsen fra adskillelsesordningen vil fjerne hindringerne for adgang til flere analyser af små og mellemstore selskaber og forventes på et overordnet plan at puste nyt liv i markedet for investeringsanalyser. Jo flere analyser af små og mellemstore selskaber der stilles til rådighed for potentielle investorer, jo større chancer er for, at selskaberne kan finde midler. Flere

¹² Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF (EUT L 345 af 31.12.2003, s. 64).

¹³ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked (EUT L 390 af 31.12.2004, s. 38).

¹⁴ Kun 7 nationale konkurrencemyndigheder bemærkede, at børsnoteringsdirektivet stadig er i kraft eller kun delvis er i kraft i deres jurisdiktion. En nærmere analyse findes i bilag 7 til den konsekvensanalyse, der ledsager dette forslag.

investeringsanalyser af disse selskaber vil give dem større synlighed og større udsigt til at tiltrække potentielle investorer. I betragtning af det store antal små og mellemstore selskaber i EU er det afgørende for EU's økonomi, at disse selskaber får adgang til diversificerede finansieringskilder, herunder via kapitalmarkederne.

Desuden har dette forslag til formål at skabe en ramme for udvikling af en bestemt type analyse, der betales af udstederen ("udstedersponsoreret analyse"). En offentlig høring, udvekslinger med interessenter og forskellige analyser¹⁵ viste, at denne type analyse navnlig har udviklet sig efter indførelsen af MiFID II for at kompensere for den manglende analysedækning af små og mellemstore selskaber. I betragtning af de interessekonflikter, der er forbundet med sådanne analyser, synes det nødvendigt at regulere produktionen heraf for at sikre rimelige og nøjagtige oplysninger til forbrugerne. For at fremme mere gennemsigtige og uafhængige analyser kræver dette forslag, at sådanne analyser udarbejdes i henhold til en adfærdskodeks, der er udarbejdet eller godkendt af en markedsoperatør eller en kompetent myndighed i EU.

For at gøre investeringsanalyser betegnet som udstedersponsoreret analyse lettere tilgængelige for offentligheden og for at fremme synligheden af små og mellemstore selskaber for potentielle investorer nævnes det i forslaget, at medlemsstaterne skal sikre, at udstedere kan indsende deres udstedersponsorerede analyser til indsamlingsorganet som defineret i [artikel 2, stk. 2, i forslaget til forordning om et fælles europæisk adgangspunkt¹⁶].

Når det fælles europæiske adgangspunkt (ESAP), som Kommissionen foreslog den 25. november 2021¹⁷, og som i øjeblikket er genstand for interinstitutionelle forhandlinger med EU's medlovgivere, er oprettet, vil det udgøre et fælles adgangspunkt til offentlige finansielle oplysninger om EU-virksomheder, herunder SMV'er, og EU-investeringsprodukter. ESAP er udformet med henblik på at give EU-virksomheder, navnlig SMV'er, større synlighed for investorer og kan anvendes til at indsamle og formidle udstedersponsorerede analyser. Fremadrettet kan ESAP anvendes til at offentliggøre udstedernes meddelelser vedrørende udstedersponsorerede analyser og indholdet af sådanne analyser.

Desuden har de målrettede ændringer af MiFID II til formål at præcisere, at en operatør af en multilateral handelsfacilitet (MHF) kan ansøge om registrering af et segment af MHF'en som et SMV-vækstmarked, forudsat at visse krav er opfyldt for det pågældende segment.

Desuden har dette forslag til formål at øge harmoniseringen og sammenhængen i reglerne for børsnotering i EU for at gøre regelsættet egnet til formålet. Dette forslag harmoniserer og konsoliderer navnlig reglerne for børsnotering ved at ophæve børsnoteringsdirektivet og overføre dets relevante bestemmelser til MiFID II for at mindske retsusikkerheden og risikoen for regelarbitrage i EU.

¹⁵ Rapport med titlen "*Reviving research in the wake of Directive 2014/65/EU: Observations, issues and recommendations findes på: 20200124-rapport-mission-recherche-projet-va-pm.pdf (amf-france.org).*"

¹⁶ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om oprettelse af et fælles europæisk adgangspunkt, som giver centraliseret adgang til oplysninger, der er offentligt tilgængelige og vedrører finansielle tjenesteydelser, kapitalmarkeder og bæredygtighed 2021/0378 (COD).

¹⁷ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om oprettelse af et fælles europæisk adgangspunkt, som giver centraliseret adgang til oplysninger, der er offentligt tilgængelige og vedrører finansielle tjenesteydelser, kapitalmarkeder og bæredygtighed 2021/0378 (COD)

Disse bestemmelser vedrører i) kravet om et minimum af frit omløb, som fastsætter den del af et selskabs udstedte aktiekapital, der er offentlige investorers besiddelse, i modsætning til virksomhedsledere, bestyrelsesmedlemmer eller aktionærer, der besidder kontrollerende kapitalandele, og ii) den forventede kursværdi af de aktier, der er genstand for ansøgningen om optagelse til notering eller, hvis denne værdi ikke kan anslås, selskabets egenkapital, herunder resultatet fra det seneste regnskabsår. Forslaget sænker også kravet om et minimum af frit omløb fra 25 % til 10 % for at give mulighed for større fleksibilitet for udstedere, der ønsker at beholde en stor aktieandel i virksomheden. Desuden vil den nye minimumstærskel for frit omløb på 10 % ikke være begrænset til offentligheden i EU/EØS. Denne geografiske begrænsning af kravet om frit omløb til EU/EØS opretholdes ikke, da MiFID II ikke indeholder bestemmelser om en sådan begrænsning for finansielle instrumenter, der er optaget til handel.

- **Sammenhæng med de gældende regler på samme område**

Ændringerne af MiFID II og ophævelsen af børsnoteringsdirektivet er i overensstemmelse med de overordnede mål i MiFID II om at øge gennemsigtigheden og styrke investorbeskyttelsen. Desuden bygger dette forslag på og udvider de ændringer af ordningen for investeringsanalyser, som genopretningspakken vedrørende kapitalmarkederne har medført.

Målttede ændringer af MiFID II er i fuld overensstemmelse med målene for den eksisterende ordning for SMV-vækstmarkeder under MiFID II "om at lette små og mellemstore virksomheders adgang til kapital" og med behovet for at fokusere på "hvordan fremtidig lovgivning yderligere bør fremme anvendelsen af dette marked, således at det bliver attraktivt for investorer, og mindske den administrative byrde samt give SMV'er yderligere incitamenter til at komme ind på kapitalmarkeder gennem SMV-vækstmarkeder"¹⁸.

- **Sammenhæng med Unionens politik på andre områder**

Forslaget er i fuld overensstemmelse med kapitalmarkedsunionens centrale mål om at gøre finansiering lettere tilgængelig for EU-virksomheder og navnlig for SMV'er. Desuden er det i overensstemmelse med en række lovgivningsmæssige og ikkelovgivningsmæssige foranstaltninger, som Kommissionen har truffet inden for rammerne af handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen fra 2015¹⁹, midtvejsevalueringen af handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen fra 2017²⁰ og handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen fra 2020.

For at støtte beskæftigelse og vækst i EU har lettere adgang til finansiering for virksomheder, navnlig SMV'er, været et centralt mål for kapitalmarkedsunionen fra starten. Siden offentliggørelsen af handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen i 2015 er der truffet nogle målrettede foranstaltninger for at udvikle passende finansieringskilder for SMV'er i alle deres udviklingsstadier. I sin midtvejsevaluering af handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen, der

¹⁸ MiFID II, betragtning 132.

¹⁹ Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget — Handlingsplan for etablering af en kapitalmarkedsunion (COM(2015) 468 final).

²⁰ Meddelelse fra Kommissionen om midtvejsevaluering af handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen ({SWD(2017) 224 final} og {SWD(2017) 225 final} — 8. juni 2017) https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf.

blev offentliggjort i juni 2017, valgte Kommissionen at hæve sit ambitionsniveau og styrke sit fokus på SMV'ers adgang til offentlige markeder. I maj 2018 offentliggjorde Kommissionen et forslag til forordningen om børsnotering af SMV'er²¹, der havde til formål at mindske den administrative byrde og de høje efterlevelseseomkostninger, som udstedere på SMV-vækstmarkeder står over for, og samtidig sikre en høj grad af markedsintegritet og investorbeskyttelse. Desuden havde forordningen til formål at fremme børsnoterede SMV-aktiers likviditet for at gøre disse markeder mere attraktive for investorer, udstedere og formidlere og at lette registreringen af MHF'er som SMV-vækstmarkeder. Forordningen om børsnotering af SMV'er blev vedtaget i november 2019.

Efter covid-19-krisen offentliggjorde Kommissionen desuden genopretningspakken vedrørende kapitalmarkederne, som omfattede målrettede ændringer af kapitalmarkederne og bankreguleringen, med det overordnede mål at gøre det lettere for kapitalmarkederne at hjælpe EU-virksomheder med at komme på fode igen efter covid-19-krisen. De foreslåede ændringer af kapitalmarkedsreglerne havde navnlig til formål at lette regelbyrden og kompleksiteten for investeringsselskaber og udstedere.

Dette forslag følger op på handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen fra 2020 og dens mål om at gøre finansiering mere tilgængelig for EU-virksomheder (foranstaltning 2 "støtte til adgang til offentlige markeder"). Forslaget fokuserer på at lempe de lovgivningsmæssige krav, der kan afholde en virksomhed fra at beslutte sig til at lade sig børsnotere eller forblive børsnoteret. Andre faktorer, der kan afskrække udstedere fra børsnotering, såsom et snævert investorgrundlag og en mere gunstig skattemæssig behandling af gæld i forhold til egenkapital, behandles i andre igangværende og kommende initiativer vedrørende kapitalmarkedsunionen, som supplerer de ændringer, der fremsættes i dette forslag, og bør analyseres i forbindelse med dette initiativ. Disse initiativer vedrører f.eks. i) oprettelse af et europæisk fælles adgangspunkt (ESAP), der vil afhjælpe manglen på tilgængelige og sammenlignelige data for investorer, hvilket vil gøre virksomhederne mere synlige for investorer, ii) centralisering af EU's handelsoplysninger i konsolideret løbende handelsinformation med henblik på et mere effektivt miljø for handel på offentlige markeder og prisfastsættelse og iii) indførelse af et fradrag til reduktion af skævvridningen mellem gæld og egenkapital (DEBRA)²² for at gøre egenkapitalfinansiering mere attraktiv (og billigere) for virksomheder.

Desuden vil en række af Kommissionens initiativer styrke investorgrundlaget for børsnoterede aktier yderligere. EU's fond til børsintroduktion af SMV'er vil spille rollen som ankerinvestor for at tiltrække flere private investeringer i SMV'ers offentlige egenkapital ved at indgå partnerskaber med institutionelle investorer og investere i fonde med fokus på SMV-udstedere. Revisionen af kapitalkravsforordningen og Solvens II vil øge investorgrundlaget for udstedere ved at gøre det lettere for banker og forsikringsselskaber at investere i langsigtet offentlig egenkapital.

²¹ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 596/2014 og (EU) 2017/1129 med hensyn til fremme af anvendelsen af SMV-vækstmarkeder (COM(2018) 331 final).

²² Forslag til Rådets direktiv om fastsættelse af regler om et fradrag til reduktion af skævvridningen mellem gæld og egenkapital og om begrænsning af fradragsretten for renter i forbindelse med selskabsskat (COM(2022) 216 final).

Dette forslag er også i overensstemmelse med den nye europæiske innovationsdagsorden²³, der blev offentliggjort i 2022.

Forslaget tager også hensyn til dokumentationen bag udtalelsen fra Fit for Future-plattformen om at lette SMV'ers adgang til kapital og navnlig om forenkling af procedurerne for SMV'ers optagelse til handel med værdipapirer og andre børsnoteringsforpligtelser.

Endelig vil dette forslag hjælpe især EU's SMV'er med at drage fordel af en klarere og lettere lovgivningsmæssig ordning for adgang til kapitalmarkederne. Dette er også i overensstemmelse med målet for den hjælpepakke for SMV'er, som Kommissionens formand, Ursula von der Leyen, bebudede i talen om Unionens tilstand den 19. september 2022²⁴.

2. RETSGRUNDLAG, NÆRHEDSPRINCIPPET OG PROPORTIONALITETSPRINCIPPET

• Retsgrundlag

Retsgrundlaget, for dette forslag er artikel 50, artikel 53, stk. 1, og artikel 114 i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde (TEUF)²⁵.

Artikel 50, stk. 1, i TEUF og navnlig artikel 50, stk. 2, litra g), i TEUF giver Unionen kompetence til at handle med henblik på gennemførelse af etableringsfriheden for så vidt angår en bestemt aktivitet, navnlig ved "i det nødvendige omfang og med det formål at gøre dem lige byrdefulde at samordne de garantier, som kræves i medlemsstaterne af de i artikel 54, stk. 2, nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser". Ved artikel 50 i TEUF gives Europa-Parlamentet og Rådet mandat til at udstede direktiver.

Ifølge artikel 114 i TEUF kan der vedtages foranstaltninger med henblik på indbyrdes tilnærmelse af medlemsstaternes love og administrative bestemmelser, der vedrører det indre markeds oprettelse og funktion. EU-lovgiveren kan navnlig anvende artikel 114 i TEUF, når forskellene mellem de nationale lovgivninger kan hindre de grundlæggende friheder eller skabe konkurrenceforvridning og således have en direkte indvirkning på det indre markeds funktion.

Retsgrundlaget for ændringer af MiFID II er artikel 53, stk. 1, i TEUF. Artikel 53 i TEUF giver medlovgiverne beføjelse til at udstede direktiver, der skal gøre det lettere for personer at påbegynde og udøve erhvervsvirksomhed i hele EU.

• Nærhedsprincippet (for områder, der ikke er omfattet af enekompetence)

I henhold til artikel 4 i TEUF skal EU's indsats for at gennemføre det indre marked vurderes i lyset af nærhedsprincippet i artikel 5, stk. 3, i traktaten om Den Europæiske Union (TEU). Det skal vurderes, om forslagets mål: i) ikke kan opfyldes af medlemsstaterne alene og ii) kan bedre nås på EU-plan på grund af dets omfang og virkning. Det skal også overvejes, om de

²³ Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget — en ny europæisk innovationsdagsorden (COM(2022) 332 final).

²⁴ Europa-Kommissionen - Statement, A "Relief Package" to give our SMEs a lifeline in troubled waters I Blog of Commissioner Thierry Breton; Bruxelles, den 19. september 2022.

²⁵ EUT C 326 af 26.10.2012, s. 47.

fastsatte mål ville kunne nås bedre ved foranstaltninger på EU-plan (den såkaldte "test af europæisk merværdi").

Den foreslåede foranstaltning har til formål at sikre en bedre analysedækning i EU, navnlig for små og mellemstore virksomheder. Da foranstaltningen berører regler om tilskyndelse, der er omfattet af MiFID II, vil de reviderede regler også finde anvendelse på EU-plan.

Med hensyn til adfærdskodeksen for udstedersponsorerede analyser vil den foreslåede EU-foranstaltning, i betragtning af at sådanne analyser kan distribueres på tværs af grænserne, sikre, at der gælder samme eller tilsvarende krav for udstedersponsorerede analyser. Dette vil på en harmoniseret måde forbedre kvaliteten af udstedersponsorerede analyser i hele EU og som følge heraf forbedre adgangen til finansieringsmuligheder på EU's offentlige markeder.

Med hensyn til de børsnoteringskrav, der er fastsat i børsnoteringsdirektivet, gør de forskellige tilgange, som medlemsstaterne har valgt, og deres forskellige fortolkninger af reglerne det vanskeligt at mindske den lovgivningsmæssige fragmentering i EU. Da MiFID II nu omfatter reglerne for optagelse af finansielle instrumenter til handel og tilstræber maksimal harmonisering på tværs af nationale regler, synes indførelsen af de resterende relevante bestemmelser fra børsnoteringsdirektivet i MiFID II at være den mest hensigtsmæssige måde at reducere den divergerende anvendelse af børsreglerne i EU på.

- **Proportionalitetsprincippet**

Men hensyn til proportionalitetsprincippet går forslaget ikke videre, end hvad der er strengt nødvendigt for at nå de ønskede mål. Det er foreneligt med proportionalitetsprincippet og tager hensyn til den rette balance mellem markedsdeltagernes interesser og foranstaltningens omkostningseffektivitet.

Med hensyn til investeringsanalyser vil den foreslåede lovgivningsmæssige ændring mindske byrden for investeringselskaber og dermed sikre, at flere små og mellemstore selskaber får analysedækning og bedre synlighed på markedet.

Med hensyn til børsnoteringsdirektivet ophæver forslaget det og medtager de relevante bestemmelser i MiFID II, og det viser udviklingen i de lovgivningsmæssige rammer.

- **Valg af retsakt**

Dette forslag ændrer et direktiv vedtaget af Europa-Parlamentet og Rådet på grundlag af artikel 53, stk. 1, i TEUF. Det er derfor nødvendigt med et forslag til direktiv for at ændre nævnte direktiv.

Børsnoteringsdirektivet har artikel 50 og artikel 114 i TEUF som retsgrundlag. Børsnoteringsdirektivet vil blive ophævet, og relevante bestemmelser om børsnotering vil blive indført i MiFID II. Dette vil gøre det muligt for medlemsstaterne at ændre den gældende lovgivning i det omfang, det er nødvendigt for at sikre overholdelse af de relevante MiFID II-bestemmelser.

3. RESULTATER AF EFTERFØLGENDE EVALUERINGER, HØRINGER AF INTERESSEREDE PARTER OG KONSEKVENSANALYSER

- **Efterfølgende evalueringer/kvalitetskontrol af gældende lovgivning**

Dette initiativ fokuserer på at mindske den reguleringsmæssige byrde, som udstederne pålægges under børsnoteringsprocessen og derefter, når de er børsnoteret. Det dækker derfor

kun de aspekter i EU-lovgivningen, som efter interessenternes mening hæmmer virksomhedernes adgang til og mulighed for at forblive på offentlige markeder.

Som grundlag for dette initiativ indsamlede Kommissionens tjenestegrene en betydelig mængde data direkte fra markedspladser og udstedere (herunder SMV-sammenslutninger). Den tekniske ekspertgruppe for SMV'er (der var aktiv mellem oktober 2020 og maj 2021) fremlagde dokumentation, som supplerede bidragene fra markedsdeltagerne. I november 2020 bestilte Kommissionen desuden en undersøgelse af primære og sekundære aktiemarkeder i EU fra Oxera, og resultatet er et meget detaljeret overblik over EU's kapitalmarkeder. Blandt andre anvendte kilder kan nævnes omfattende akademisk litteratur og forskning.

Yderligere oplysninger om de problemer, der er identificeret i forslaget, findes i konsekvensanalysen af den børsnoteringsforordning, der er knyttet som bilag til dette forslag. Bilag 7 giver et overblik over, hvordan medlemsstaterne har gennemført børsnoteringsdirektivet, og beskriver mulige fremtidige tiltag. Bilag 9 indeholder en analyse af reglerne om investeringsanalyser og de hidtidige ændringer af EU's lovgivningsmæssige rammer. Den skitserer også mulige veje frem.

- **Høringer af interesserede parter**

Den 19. november 2021 iværksatte Kommissionen en 14-ugers offentlig og målrettet høring med henblik på at indhente synspunkter fra interessenter om, hvordan man kan øge den samlede tiltrækningskraft ved børsnotering på offentlige markeder i Unionen, herunder eventuelle mangler i de lovgivningsmæssige rammer, der afholder virksomheder fra at rejse kapital via kapitalmarkederne. Høringen rejste specifikke spørgsmål vedrørende forordning (EU) 2017/1129, forordning (EU) nr. 596/2014 samt direktiv 2001/34/EF og direktiv 2014/65/EU, og områder, hvor der generelt kan ske forbedringer.

Der blev modtaget i alt 108 svar fra interessenter fra 22 medlemsstater, USA, Det Forenede Kongerige og Schweiz.

Flertallet af respondenterne (60 %) mente, at det var hensigtsmæssigt på niveau 1 at medtage de betingelser, hvorunder en operatør af en MHF kan registrere et segment af MHF'en som et SMV-vækstmarked. De fremhævede, at dette ville øge den juridiske klarhed. De tilføjede, at en sådan ændring også kunne tilskynde flere MHF'er til at registrere segmenter af SMV-vækstmarkeder.

Et lille flertal af respondenterne (51 %) mente, at den nye analyseordning, der blev indført med genopretningspakken vedrørende kapitalmarkederne, bidrog positivt til at støtte SMV'ers adgang til kapitalmarkederne. De fleste af disse respondenter påpegede, at virkningen af genopretningspakken vedrørende kapitalmarkederne imidlertid er meget begrænset. Nogle påpegede, at analysedækning af SMV'er betragtes som uøkonomisk for kapitalforvaltere og analyseudbydere, og at dette ser ud til at være en langsigtet tendens. Ikke desto mindre påpegede især erhvervssammenslutninger og de nationale konkurrencemyndigheder, at det stadig er for tidligt at sige, hvilken samlet virkning den nye ordning har. Langt størstedelen af respondenterne (72,9 %) mente, at det ville være hensigtsmæssigt at lempe MiFID II-ordningen for analyser endnu mere. Mens nogle foreslog at hæve fritagelsestærsklen for fuldt ud at dække segmentet med små og mellemstore selskaber, mente flere erhvervsorganisationer, at den eneste løsning at sætte skub i analyser af SMV'er (som faldt til et næsten ikkeeksisterende niveau) er at vende tilbage til fuldt ud ikke-adskilt prisfastsættelse af ordregennemførelse og selskabsanalyse. Nogle mente også, at MiFID II's analyseordning var udformet forkert for virksomheder uanset størrelse. De hævdede, at MiFID II-ordningen indirekte er blevet et incitament til at tildele en større del af værdien af analysetjenesterne i hænderne på nogle få store aktører (dvs. at det har ført til konsolidering i branchen).

Et flertal anbefalede fuldt ud at fritage analyse af fast indkomst fra reglen om adskillelse, da reformen ikke har haft nogen indvirkning på spændene eller har ført til mere analysearbejde fra uafhængige udbyderes side. Nogle få respondenter var dog også stærkt imod en fuldstændig genkombinering, idet de hævdede, at dette ville skabe uacceptable ulige vilkår for analyser, der leveres af investeringsselskaber og andre analyseproducenter — analyser skal være uafhængige, uanset om den udstedende enhed udfører andre aktiviteter eller tilhører en koncern. Mange respondenter foreslog at tilskynde til udstedersponsorerede analyser og fremførte, at dette er den eneste måde, hvorpå der kan udvikles analyser af SMV'er (både produkter vedrørende egenkapital og fast indkomst). De foreslog imidlertid beskyttelsesforanstaltninger for at øge investorernes accept heraf, f.eks. ved at gøre dem til genstand for en adfærdskodeks og tydeligt betegne dem som udstedersponsorerede analyser (og ikke som en markedsføringsmateriale). Et stort flertal af respondenterne (58,5 %) mente, at børsnoteringsdirektivet i sin nuværende form skal ændres. Respondenterne var uenige om, hvorvidt børsnoteringsdirektivet skulle indarbejdes i en anden retsakt, ændres som et direktiv eller ændres og omdannes til en forordning eller ophæves. Over 33 % af respondenterne mente, at definitionerne i artikel 1 i børsnoteringsdirektivet er forældede. Næsten 47 % af dem var ikke i stand til at svare. Meget få respondenter (20 %) mente, at definitionerne ikke var forældede. De fleste respondenter (54 %) mente, at den brede fleksibilitet, som børsnoteringsdirektivet giver medlemsstaterne og de kompetente nationale myndigheder med hensyn til anvendelsen af reglerne for optagelse til officiel notering af aktier og obligationer, er hensigtsmæssig i lyset af de lokale markedsvilkår. Flertallet af de respondenter, der gav udtryk for deres holdning, mente, at den forventede kursværdi (artikel 43, stk. 1, i børsnoteringsdirektivet), offentliggørelsen forud for børsintroduktionen (artikel 44 i børsdirektivet) og kravet om frit omløb (artikel 48, stk. 5, i direktivet om børsnotering) er meget eller temmelig relevante bestemmelser (henholdsvis 67 %, 68 % og 72 %). Mens nogle respondenter tilføjede, at der er behov for fleksibilitet for at tilpasse kravene til markedets eller udstederens størrelse (for at have mulighed for at sænke tærsklen for frit omløb), mente andre, at det ikke ville være nødvendigt med nationale skønsmålinger, hvis der blev fastsat en passende minimumstærskel på EU-plan.

- **Indhentning og brug af ekspertbistand**

I de seneste år har Kommissionen løbende vurderet virksomheders og navnlig SMV'ers adgang til offentlige markeder. Spørgsmål om regelbyrden for virksomheder, der søger adgang til offentlige markeder, er blevet rejst i den tekniske ekspertgruppe for SMV'er samt i forbindelse med handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen fra 2020. Kommissionen har også taget hensyn til den omfattende gennemgang af området i Oxera-undersøgelsen.

Desuden har Kommissionen i april 2022 afholdt to tekniske møder/workshopper med interessenter fra industrien med henblik på en yderligere forbedring af de politiske løsningsmodeller, der er under overvejelse.

Endvidere har Kommissionen fremlagt forslagets mål for Det Europæiske Værdipapirudvalgs ekspertgruppe og for koordinatorene for Europa-Parlamentets Økonomi- og Valutaudvalg (ECON).

Ekspertgruppernes anbefalinger

I oktober 2020 iværksatte Europa-Kommissionen den tekniske ekspertgruppe for SMV'er. Denne gruppe havde fået til opgave at overvåge og vurdere, hvordan SMV-vækstmarkederne fungerer, samt yde ekspertise og eventuelt input med hensyn til andre relevante aspekter af SMV'ers adgang til offentlige markeder. Gruppen bekræftede interessenternes bekymring over, at der er behov for yderligere lovgivningsmæssige tiltag for at støtte børsnoteringen af

virksomheder og navnlig SMV'er. I sin endelige rapport, der blev offentliggjort i maj 2021, fremlagde den tekniske ekspertgruppe for SMV'er 12 anbefalinger, herunder at tilskynde medlemsstaterne til at indføre foranstaltninger til fremme af egenkapitalanalysedækning af alle børsnoterede små og mellemstore virksomheder.

Interessentmøder

Desuden har Kommissionens tjenestegrene i april 2022 afholdt to tekniske møder/workshopper med interessenter fra branchen med henblik på en yderligere forbedring af de politiske løsningsmodeller, som Kommissionen havde under overvejelse. Mødet med børserne fandt sted den 5. april 2022. De fleste børser gik ind for at ophæve børsnoteringsdirektivet, så længe visse elementer (frit omløb og forventet kursværdi) blev indarbejdet i MiFID II-ordningen. Nogle gik også ind for at sænke minimumsgrænsen for frit omløb til 10 %. En børs gav udtryk for, at begrebet "optagelse til officiel notering" er vigtigt og bør bevares. Denne børs var derfor imod ophævelsen af direktivet. Mødet med udstedere og investorer fandt sted den 8. april 2022. Med hensyn til børsnoteringsdirektivet så de interessenter, der gav udtryk for deres synspunkt, fordele ved at lade bestemmelserne om frit omløb udgå.

Møder med eksperter fra medlemsstaterne

Kommissionen fremlagde også forslagets formål på Det Europæiske Værdipapirudvalgs ekspertgruppes møde den 15. oktober 2021 og igen den 17. og 30. maj 2022. De delegationer, der deltog i drøftelserne, udtrykte støtte til Kommissionens mål om at gøre EU's offentlige markeder mere attraktive og samtidig sikre investorbeskyttelse og markedintegritet.

Møde med ECON-koordinatorerne i Europa-Parlamentets udvalg

De koordinatorer i form af Europaparlamentsmedlemmer, der deltog i drøftelserne, bifaldt Kommissionens foreslåede vej frem med hensyn til forordningen om børsnotering, idet de anerkendte problemet med EU's offentlige markeder. De understregede, at Kommissionen er nødt til at finde den rette balance for at sikre, at alle virksomheder, navnlig SMV'er, kan få adgang til offentlige finansieringsmarkeder, samtidig med at der sikres tilstrækkelig investorbeskyttelse.

• Konsekvensanalyse

Konsekvensanalysen blev forelagt Udvalget for Forskriftskontrol den 10. juni 2022 og godkendt af Udvalget for Forskriftskontrol — med forbehold — den 8. juli 2022. Udvalget for Forskriftskontrol anmodede om at få ændret udkastet til konsekvensanalyse for at få præciseret: i) børsnoteringsforordningens sammenhæng med andre tilknyttede kapitalmarkedsinitiativer, ii) risiciene og begrænsningerne i forbindelse med analysen og og iii) de forskellige synspunkter, som diverse kategorier af interessenter har givet udtryk for med hensyn til problemdefinitionen, løsningsmodellerne og deres virkninger. Udvalgets bemærkninger er blevet behandlet og indarbejdet i den endelige udgave af konsekvensanalysen.

Konsekvensanalysen fokuserer på at udpege og overvinde specifikke lovgivningsmæssige hindringer på hvert trin i børsnoteringsprocessen. I analysen behandles hindringer i fasen forud for børsintroduktionen, der stammer fra selskabsretten, navnlig fordi det i nogle medlemsstater ikke er muligt at notere aktier med flere stemmer. Den fokuserer derefter på hindringer i børsintroduktionsfasen som følge af prospektforordningen, navnlig som følge af de høje omkostninger ved udarbejdelse af et prospekt. Endelig tages der fat på de hindringer, der opstår i fasen efter børsintroduktionen, og som hidrører fra

markedsmisbrugsforordningen, navnlig omkostninger, der følger af den retlige usikkerhed med hensyn til udstedernes forpligtelse til at offentliggøre intern viden. For hver fase i børsnoteringsprocessen fremlægges der i konsekvensanalysen to alternative løsningsmodeller, efter at der er foretaget en analyse af den tilgængelige empiriske dokumentation og taget hensyn til interessenternes synspunkter.

Konsekvensanalysen analyserer løsningerne i forhold til tre mål, nemlig om de: i) mindsker regulerings- og efterlevelsedomkostningerne for virksomheder, der ønsker at blive børsnoteret, eller som allerede er blevet børsnoteret, ii) sikrer et tilstrækkeligt niveau af investorbeskyttelse og markedsintegritet og iii) giver udstedere flere incitamenter blive børsnoteret. Den foretrukne løsning (for hver fase af børsnoteringsprocessen) bør derfor være omkostningseffektiv og virkningsfuld med hensyn til at adressere den konstaterede hindring, samtidig med at der sikres et tilstrækkeligt højt niveau af investorbeskyttelse og markedsintegritet. Proportionaliteten af foranstaltninger for mindre virksomheder er blevet taget i betragtning ved fastlæggelsen og vurderingen af løsningerne.

De lovgivningsmæssige ændringer, der præsenteres i løsningsmodellerne, kan ikke i sig selv tackle alle de udfordringer, som EU's offentlige markeder står over for, men sammen med andre foranstaltninger, der overvejes som led i en bredere plan for at forbedre virksomhedernes adgang til offentlige kapitalmarkeder, søger de at bidrage til at vende den nuværende negative tendens på EU's offentlige markeder. Uden disse lovgivningsmæssige forbedringer ville EU's offentlige markeder fortsat være afhængige af de suboptimale lovgivningsmæssige rammer for børsnotering, hvilket igen ville gøre de offentlige markeder mindre attraktive og medføre økonomiske omkostninger for EU's udstedere, investorer og EU's økonomi som helhed. Basisscenariet indebærer således ingen ændringer af de lovgivningsmæssige rammer, der fastlægger reglerne for børsnotering og allerede børsnoterede virksomheder.

Med hensyn til børsnoteringdirektivet anbefales det i konsekvensanalysen, at børsnoteringdirektivet ophæves, og at de relevante bestemmelser overføres fra børsnoteringdirektivet til MiFID II.

Med hensyn til MiFID anbefales det i konsekvensanalysen at se nærmere på foranstaltninger, der kan vedtages for at puste nyt liv i markedet for investeringsanalyser, f.eks. ved at øge markedskapitaliseringen af udstedere/virksomheder, under hvilke fritagelsen finder anvendelse, så den kommer til at omfatte en bredere vifte af SMV'er. Desuden ville en anden foranstaltning, der kunne bidrage til at fremme af flere udstedersponsorerede analyser, være at udarbejde en "adfærdskodeks", der regulerer sådanne analyser.

Med hensyn til de sociale, økonomiske og miljømæssige virkninger, kontrollen af klimaoverensstemmelsen og principperne om ikke at gøre væsentlig skade vil dette forslag bidrage til dagsordenen for kapitalmarkedsunionen og dens mål om at sikre udvikling og yderligere integration af kapitalmarkederne i EU. De lovgivningsmæssige foranstaltninger, der foreslås i dette initiativ, forventes at få indvirkning på alle virksomheder i EU, men navnlig på SMV'er, som er mere udsat for den (for store) reguleringsmæssige byrde end større virksomheder med en større potentiale til absorbering af omkostninger. Dette forslag vil også være befordrende for udviklingen af mere åbne og mere konkurrencedygtige kapitalmarkeder, hvilket navnlig vil gavne de hurtigtvoksende virksomheder i innovative og forskningsintensive sektorer, der har en tendens til at have større kapitalbehov.

Initiativet forventes ikke at få en direkte social indvirkning. Der kan dog være en positiv indirekte indvirkning på beskæftigelsen. Selv om den (indirekte) sociale virkning ikke kan kvantificeres, er den sandsynligvis positiv. Forudsat at forslaget opfylder sit mål om at lette

adgangen til offentlige markeder for EU-virksomheder, vil sidstnævnte kunne drage fordel af en mere diversificeret og større pulje af finansieringskilder, der gør det muligt for disse virksomheder at innovere, vokse og beskæftige flere mennesker.

Der forventes ingen direkte miljøvirkninger og ingen væsentlig skade, hverken direkte eller indirekte, som følge af gennemførelsen af dette forslag. En lang række virksomheder, der er børsnoteret på offentlige markeder, kan dog deltage i udviklings- og innovationsprocessen med henblik på nye miljøvenlige teknologier. Bedre adgang til finansiering vil gøre det muligt for disse virksomheder at vokse hurtigere og afsætte flere finansielle ressourcer til FoU-programmer, der kan bidrage til at opnå målene i den europæiske grønne pagt.

Dette forslag er i overensstemmelse med det globale mål nr. 8²⁶ — anstændige jobs og økonomisk vækst — da det bidrager til SMV'ernes vækst ved at give lettere adgang til finansiering gennem offentlige markeder. Nyligt børsnoterede selskaber er en central drivkraft for nye investeringer og jobskabelse. Lettere adgang til offentlige markeder skaber incitamenter for iværksættere til at diversificere sig i tider med økonomisk uro, hvilket fører til en mere modstandsdygtig økonomi. Det bidrager også direkte til mål 8.3 "Der skal fremmes udviklingsorienterede politikker, der støtter produktive aktiviteter, skaber anstændige jobs, iværksætteri, kreativitet og innovation, og som fremmer en formalisering og udvikling af mikro-, små- og mellemstore virksomheder, gennem bl.a. adgang til finansielle tjenesteydelser" og mål 8.10 "Indenlandske finansielle institutioners kapacitet for at fremme og udvide adgang til bankforretninger, forsikring og finansielle tjenesteydelser for alle skal styrkes" samt indirekte til mål 8.2 "Der skal opnås højere økonomisk produktivitet gennem diversificering, teknologisk opgradering og innovation".

Desuden er det i overensstemmelse med verdensmål nr. 9 — industri, innovation og infrastruktur — da lettere adgang til offentlige markeder vil øge mindre (industri-)virksomheders adgang til nye finansieringsmuligheder. Dette vil give dem alternative finansieringskilder og sikre deres evne til at vokse og innovere, herunder på områder af central strategisk betydning for EU. Det bidrager indirekte til mål 9.3 "Små industri- og andre virksomheders adgang til finansielle tjenesteydelser, herunder lånemuligheder til en overkommelig pris skal øges, især i udviklingslandene, og de skal integreres bedre i værdikæder og markeder".

Dette forslag forventes generelt ikke at få nogen indvirkning på digitaliseringen.

- **Målrettet regulering og forenkling**

Den samlede lovpakke om børsnotering forventes at medføre årlige administrative omkostningsbesparelser på ca. 167 mio. EUR for udstedere, herunder SMV'er. Det forventes, at de nationale kompetente myndigheder vil kunne reducere deres omkostninger, fordi enklere og klarere krav vil gøre det muligt at udføre deres tilsynsaktiviteter mere effektivt. Da børsnoteringsdirektivets relevans og merværdi er blevet mindre som følge af den nyligt vedtagne lovgivning, foreslås det i lovpakken om børsnotering også at ophæve

²⁶ Blandt FN's mål for bæredygtig udvikling (verdensmålene) vedrører mål 8 "anstændige jobs og økonomisk vækst". Børsnoteringsforordningen forventes at bidrage til SMV'ernes vækst ved at give lettere adgang til finansiering via offentlige markeder. Nyligt børsnoterede selskaber er en central drivkraft for nye investeringer og jobskabelse. Lettere adgang til offentlige markeder skaber incitamenter for iværksættere til at diversificere sig i tider med økonomisk uro, hvilket fører til en mere modstandsdygtig økonomi.

børsnoteringsdirektivet. Det forventes, at der kun vil være mindre tilpasningsomkostninger for udstedere og kompetente nationale myndigheder som følge af gennemførelsen af forslaget.

- **Grundlæggende rettigheder**

Forslaget overholder de grundlæggende rettigheder og principper, som anerkendes i chartret, navnlig friheden til at oprette og drive egen virksomhed (artikel 16) og forbrugerbeskyttelsen (artikel 38). Da dette initiativ tager sigte på at mindske den administrative byrde for udstedere, vil dette initiativ bidrage til at forbedre retten til frit at oprette og drive egen virksomhed.

4. VIRKNINGER FOR BUDGETTET

Initiativet forventes ikke at få nogen indvirkning på EU's budget.

5. ANDRE FORHOLD

- **Planer for gennemførelsen og foranstaltninger til overvågning, evaluering og rapportering**

En evaluering er planlagt 5 år efter gennemførelsen af foranstaltningen i overensstemmelse med Kommissionens retningslinjer for bedre regulering. Formålet med evalueringen er bl.a. at vurdere, hvor virkningsfuld og effektiv direktivet har været med hensyn til at nå de politiske mål, og at beslutte, om der er behov for nye foranstaltninger eller ændringer.

- **Nærmere redegørelse for de enkelte bestemmelser i forslaget**

Ændringer af direktiv 2014/65/EU

Forslagets artikel 1 ændrer direktiv 2014/65/EU som beskrevet i det følgende.

- Ved forslagets artikel 1, nr. 1), ændres artikel 4, stk. 1, nr. 12), i direktiv 2014/65/EU, som er definitionen af "SMV-vækstmarked", således at segmentet af en MHF også medtages i definitionen.
- Ved forslagets artikel 1, nr. 2), litra a), indføres der et nyt stk. 3a om kvaliteten af investeringsanalyser. Det fastsættes, at analyser leveret af tredjeparter skal være reelle, klare og ikkevildledende.
- Ved forslagets artikel 1, nr. 2), litra a), indføres der endvidere et nyt stk. 3a om betingelserne for, at analyser kan betegnes som "udstedersponsoreret analyse". Sådanne betingelser omfatter kravet om, at analyser skal overholde en adfærdskodeks, samt kravene til indhold, offentliggørelse og revision af en sådan adfærdskodeks. I artiklen præciseres det også, at udstedere kan indsende deres udstedersponsorerede analyser til indsamlingsorganet i henhold til forslaget om et fælles europæisk adgangspunkt. Endelig tilføjes der en præcisering af, at ethvert analysemateriale, som udstederen har betalt, men som ikke er fremstillet i overensstemmelse med en sådan adfærdskodeks, skal betegnes som markedsføringsmateriale.
- Ved forslagets artikel 1, nr. 2), litra a), indføres der et nyt stk. 3d. For analyser, der betegnes som udstedersponsoreret analyse, skal det på analysens forside tydeligt angives, at den er udarbejdet i overensstemmelse med en adfærdskodeks.
- Ved forslagets artikel 1, nr. 2), litra b), hæves tærsklen for selskabers markeds kapitalisering til 10 mia. EUR, under hvilken reglerne om adskillelse ikke finder anvendelse.

- Ved artikel 1, nr. 3), litra a)-c), præciseres det, at et segment af MHF'er kan registreres som et SMV-vækstmarked, og der fastsættes betingelser og krav for dets registrering eller afregistrering.
- Ved forslaget artikel 1, nr. 4), indføres der en ny artikel 51a for at dække de specifikke betingelser for optagelse af aktier til handel på et reguleret marked. Disse betingelser omfatter kravet om en minimumsmarkedskapitalisering på 1 mio. EUR for selskaber, der ønsker at få deres aktier noteret på et reguleret marked, samt et krav om mindst 10 % frit omløb. Desuden tillægges Kommissionen beføjelser til at vedtage delegerede retsakter for at ændre sådanne tærskler, når de hæmmer likviditeten på offentlige markeder, under hensyntagen til den finansielle udvikling.

Ændringer af direktiv 2001/34/EF

Ved forslaget artikel 2 ophæves børsnoteringsdirektivet.

Ved artikel 3 fastsættes kravet om og tidsplanen for gennemførelsen af dette direktiv.

Ved artikel 4 fastsættes datoen for dette direktivs ikrafttræden.

Ved artikel 5 fastsættes det, hvem dette direktiv er rettet til.

Forslag til

EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV**om ændring af direktiv 2014/65/EU med henblik på at gøre offentlige kapitalmarkeder i Unionen mere attraktive for selskaber og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder og om ophævelse af direktiv 2001/34/EF**

(EØS-relevant tekst)

EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET FOR DEN EUROPÆISKE UNION HAR —

under henvisning til traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, særlig artikel 50, artikel 53, stk. 1, og artikel 114,

under henvisning til forslag fra Europa-Kommissionen,

efter fremsendelse af udkast til lovgivningsmæssig retsakt til de nationale parlamenter,

under henvisning til udtalelse fra Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg²⁷,

efter den almindelige lovgivningsprocedure, og

ud fra følgende betragtninger:

- (1) Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU²⁸ er blevet ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2019/2115²⁹, som indførte forholdsmæssige lempelser for at øge anvendelsen af SMV-vækstmarkeder og for at reducere de overdrevne reguleringsmæssige krav til udstedere, der ansøger om optagelse af værdipapirer på SMV-vækstmarkeder, samtidig med at der opretholdes et passende niveau af investorbeskyttelse og markedsintegritet. For at strømline noteringsprocessen og gøre den reguleringsmæssige behandling af selskaber mere fleksibel og forholdsmæssig i forhold til deres størrelse er der imidlertid behov for yderligere ændringer af direktiv 2014/65/EU.
- (2) Ved direktiv 2014/65/EU og Kommissionens delegerede direktiv (EU) 2017/593³⁰ fastsættes betingelserne for, hvornår tredjeparters levering af investeringsanalyser til investeringsselskaber, der yder porteføljepleje eller anden investeringsservice eller accessoriske tjenesteydelser, ikke skal betragtes som en tilskyndelse. For at fremme

²⁷ EUT C , , s. .

²⁸ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 349).

²⁹ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2019/2115 af 27. november 2019 om ændring af direktiv 2014/65/EU og forordning (EU) nr. 596/2014 og (EU) 2017/1129, for så vidt angår fremme af anvendelsen af SMV-vækstmarkeder (EUT L 320 af 11.12.2019, s. 1).

³⁰ Kommissionens delegerede direktiv (EU) 2017/593 af 7. april 2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU for så vidt angår beskyttelse af kunders finansielle instrumenter og midler, produktstyringsforpligtelser og de regler, der finder anvendelse på levering eller modtagelse af gebyrer, provisioner eller andre penge- eller naturalieydelser (EUT L 87 af 31.3.2017, s. 500).

mere investeringsanalyse vedrørende selskaber i Unionen, navnlig små og mellemstore selskaber, og for at give disse selskaber mere synlighed og mere udsigt til at tiltrække potentielle investorer er det nødvendigt at indføre visse ændringer af nævnte direktiv.

- (3) I henhold til bestemmelserne om analyser i direktiv 2014/65/EU skal investeringsselskaber adskille betalinger, som de modtager som mæglerprovision, fra den kompensation, der modtages for at levere investeringsanalyser ("regler om adskillelse af analyser"), eller betale for investeringsanalyser fra deres egne midler og vurdere kvaliteten af de analyser, de køber, på grundlag af solide kvalitetskriterier og en sådan analyses evne til at bidrage til bedre investeringsbeslutninger. I 2021 blev disse regler ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2021/338³¹ for at give mulighed for kombinerede betalinger for ordreførelsestjenester og analyser for små og mellemstore selskaber med en markedsværdi på under 1 mia. EUR. Faldet i investeringsanalyser er imidlertid ikke aftaget.
- (4) For at puste nyt liv i markedet for investeringsanalyser og sikre tilstrækkelig analysedækning af virksomheder, navnlig små og mellemstore selskaber, er det nødvendigt yderligere at lempe reglerne om adskillelse af analyser. Ved at hæve den tærskel for selskabers markeds kapitalisering, under hvilken reglerne om adskillelse ikke finder anvendelse, fra 1 mia. EUR til 10 mia. EUR, vil flere små og mellemstore selskaber, og navnlig selskaber med mellemstor markedsværdi, drage fordel af en større analysedækning, hvilket vil gøre disse selskaber mere synlige for potentielle investorer og dermed øge deres evne til at tilvejebringe finansiering på markederne.
- (5) For yderligere at støtte små og mellemstore selskabers dækning med hensyn til investeringsanalyser bør analysemateriale, der helt eller delvist betales af udstedere, desuden betegnes som "udstedersponsoreret analyse". For at sikre et tilstrækkeligt niveau af objektivitet og uafhængighed for sådant analysemateriale bør sådant materiale fremstilles i overensstemmelse med en adfærds kodeks, der er udarbejdet eller godkendt af en markedsoperatør, der er registreret i en medlemsstat, eller af en kompetent myndighed. For at understøtte større synlighed af udstedersponsorerede analyser bør udstedere have mulighed for at indsende deres udstedersponsorerede analyser til det relevante indsamlingsorgan som defineret³² i [artikel 2, nr. 2), i forslaget til forordning³³ om et fælles europæisk adgangspunkt].
- (6) Ved direktiv 2014/65/EU blev kategorien SMV-vækstmarked indført for at øge synligheden og profilen af markeder, der er specialiseret i SMV'er, og fremme udviklingen af fælles reguleringsmæssige standarder i Unionen for markeder med speciale i SMV'er. SMV-vækstmarkeder spiller en central rolle med hensyn til at lette adgangen til kapital for de mindre udstedere ved at imødekomme deres behov. For at fremme udviklingen af sådanne specialiserede markeder og begrænse den organisatoriske byrde for operatørerne af multilaterale handelsfaciliteter (MHF'er) er det nødvendigt at tillade, at segmentet i en MHF kan ansøge om at blive et SMV-vækstmarked, forudsat at dette segment er klart adskilt fra resten af MHF'en.

³¹ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2021/338 af 16. februar 2021 om ændring af direktiv 2014/65/EU, for så vidt angår oplysningskrav, produktstyring og positionslofter, og af direktiv 2013/36/EU og (EU) 2019/878, for så vidt angår deres anvendelse på investeringsvirksomheder, med henblik på at bidrage til genopretningen efter covid-19-krisen (EUT L 68 af 26.2.2021, s. 14).

³² Se artikel 2, nr. 2), i forslaget til forordning [2021.378.COD].

³³ Forslag til forordning [2021/378.COD].

- (7) Ved Europa-Parlamentet og Rådets direktiv 2001/34/EF³⁴ er der fastsat regler om notering på EU-markeder. Nævnte direktiv har til formål at samordne reglerne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs samt oplysninger, der skal offentliggøres om disse værdipapirer, for at sikre en beskyttelse i samme omfang af investorer på EU-plan. Ved nævnte direktiv fastsætter også reglerne for regulerings- og tilsynsrammen for Unionens primære markeder. I årenes løb er direktiv 2001/34/EF blevet ændret betydeligt flere gange. Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF³⁵ og Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF³⁶ er trådt i stedet for de fleste af bestemmelserne om harmonisering af betingelserne for indgivelse af oplysninger vedrørende anmodninger om optagelse af værdipapirer til officiel notering på en fondsbørs og oplysningerne om værdipapirer, der er optaget til handel, og har gjort store dele af direktiv 2001/34/EF overflødige. Direktiv 2001/34/EF giver som et minimumsharmoniseringsdirektiv medlemsstaterne ret vide skønsebeføjelser til at afvige fra de regler, der er fastsat i nævnte direktiv, hvilket har ført til markedsfragmentering i Unionen. For at fremme markedsharmoniseringen på EU-plan og skabe et fælles regelsæt bør direktiv 2001/34/EF ophæves.
- (8) Direktiv 2014/65/EU indeholder ligesom direktiv 2001/34/EF bestemmelser om regulering af markeder for finansielle instrumenter og styrker investorbeskyttelsen i Unionen. Direktiv 2014/65/EU fastsætter også regler for finansielle instrumenters optagelse til handel. Ved at udvide anvendelsesområdet for direktiv 2014/65/EU til at omfatte specifikke bestemmelser fra direktiv 2001/34/EF sikres det, at alle relevante bestemmelser i direktiv 2001/34/EF bibeholdes. En række bestemmelser i direktiv 2001/34/EF, herunder de stadig gældende krav om frit omløb og markedskapitalisering, håndhæves af de kompetente myndigheder og betragtes som vigtige regler for markedsdeltagernes anmodning om optagelse til handel af aktier på regulerede markeder i Unionen. Det er derfor nødvendigt at overføre disse regler i direktiv 2014/65/EU for i en ny bestemmelse i nævnte direktiv at fastsætte specifikke minimumsbetingelser for optagelse til handel af aktier på regulerede markeder. Anvendelsen af denne nye bestemmelse bør supplere de generelle bestemmelser om optagelse af finansielle instrumenter til handel i direktiv 2014/65/EU.
- (9) For at give udstederne større fleksibilitet og gøre Unionens kapitalmarkeder mere konkurrencedygtige bør minimumskravet til frit omløb sænkes til 10 %, hvilket er en tærskel, der sikrer et tilstrækkeligt likviditetsniveau på markedet. Kravet vedrørende frit omløb i direktiv 2001/34/EF om, at der skal være en tilstrækkelig spredning af aktier i offentligheden i en eller flere medlemsstater, vedrører offentligheden i Unionen og Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde (EU/EØS). Denne geografiske begrænsning af kravet om frit omløb til EU/EØS bør ikke opretholdes, da direktiv 2014/65/EU ikke indeholder bestemmelser om en sådan begrænsning for finansielle instrumenter, der er optaget til handel. Kravet om, at et selskab skal have offentliggjort eller indsendt sit årsregnskab for en bestemt periode, bør ikke overføres

³⁴ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/34/EF af 28. maj 2001 vedrørende betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs samt oplysninger, der skal offentliggøres om visse værdipapirer (EFT L 184 af 6.7.2001, s. 1).

³⁵ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF (EUT L 345 af 31.12.2003, s. 64).

³⁶ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, og om ændring af direktiv 2001/34/EF (EUT L 390 af 31.12.2004, s. 38).

til direktiv 2014/65/EU, da Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129³⁷ allerede indeholder en bestemmelse herom. Direktiv 2014/65/EU indeholder allerede bestemmelser om udpegelse af kompetente myndigheder. Bestemmelserne i direktiv 2001/34/EF om udpegelse af en eller flere kompetente myndigheder er således overflødige. Kravet for obligationer om, at lånebeløbet ikke må være mindre end 200 000 EUR, anses for forældet i lyset af gældende markedspraksis.

- (10) Begrebet optagelse af værdipapirer til officiel notering på fondsbørser i direktiv 2001/34/EF anvendes ikke længere ofte på grund af markedsudviklingen, da direktiv 2014/65/EU allerede indeholder begrebet "finansielle instrumenters optagelse til handel på et reguleret marked". De to begreber "optagelse til officiel notering" og "optagelse til handel på et reguleret marked" anvendes ofte i flæng i nogle medlemsstater. Dette betyder, at der i nogle medlemsstater ikke sondres mellem de to begreber. Desuden kan den dobbelte ordning med optagelse til handel på den ene side og optagelse til officiel notering på den anden side føre til retsusikkerhed på EU-plan, navnlig fordi kravene i direktiv 2003/71/EF, direktiv 2004/109/EF og Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/57/EU³⁸ ikke finder anvendelse på instrumenter, der er optaget til officiel notering, mens disse krav finder anvendelse på instrumenter, der er optaget til handel på et reguleret marked.
- (11) For at gøre noterede selskaber, navnlig SMV'er, mere synlige og tilpasse noteringsbetingelserne for at forbedre kravene til udstedere bør beføjelsen til at vedtage retsakter delegeres til Kommissionen i overensstemmelse med artikel 290 i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde for så vidt angår ændring af direktiv 2014/65/EU. Tærsklen for markeds kapitalisering for selskaber, for hvilke det vil være muligt at genkombinere handelsgennemførelses- og analysegebyrer, for at tage højde for små og mellemstore selskaber og skabe en ramme for udvikling af en særlig form for analyse, som udstederen betaler for, bør tilpasses. Tilpasningen af reglerne for børsnotering i Unionen bør også afspejle markedspraksis, for at den kan være effektiv og fremme konkurrencen. Det er navnlig vigtigt, at Kommissionen gennemfører relevante høringer under sit forberedende arbejde, herunder på ekspertniveau, og at disse høringer gennemføres i overensstemmelse med principperne i den interinstitutionelle aftale af 13. april 2016 om bedre lovgivning³⁹. For at sikre lige deltagelse i forberedelsen af delegerede retsakter modtager Europa-Parlamentet og Rådet navnlig alle dokumenter på samme tid som medlemsstaternes eksperter, og deres eksperter har systematisk adgang til møder i Kommissionens ekspertgrupper, der beskæftiger sig med forberedelse af delegerede retsakter.
- (12) Direktiv 2014/65/EU bør derfor ændres.
- (13) Målene for dette direktiv, nemlig at forbedre eksisterende små og mellemstore EU-selskabers adgang til kapitalmarkeder og at øge sammenhængen i Unionens noteringsregler, kan ikke i tilstrækkelig grad opfyldes af medlemsstaterne, men kan på grund af de ønskede forbedringer og virkninger bedre nås på EU-plan; Unionen kan derfor vedtage foranstaltninger i overensstemmelse med nærhedsprincippet, jf.

³⁷ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129 af 14. juni 2017 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, og om ophævelse af direktiv 2003/71/EF (EUT L 168 af 30.6.2017, s. 12).

³⁸ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/57/EU af 16. april 2014 om strafferetlige sanktioner for markeds misbrug (direktivet om markeds misbrug) (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 179).

³⁹ EUT L 123 af 12.5.2016, s. 1.

artikel 5 i traktaten om Den Europæiske Union. I overensstemmelse med proportionalitetsprincippet, jf. nævnte artikel, går dette direktiv ikke videre, end hvad der er nødvendigt for at nå disse mål —

VEDTAGET DETTE DIREKTIV:

Artikel 1

Ændringer af direktiv 2014/65/EU

I direktiv 2014/65/EU foretages følgende ændringer:

- 1) Artikel 4, stk. 1, nr. 12), affattes således:
"12) "SMV-vækstmarked": en MHF, eller et segment af en MHF, der er registreret som et SMV-vækstmarked i overensstemmelse med artikel 33".
- 2) Artikel 24 ændres således:
 - a) Følgende indsættes som stk. 3a-3d:
"3a. analyser, som tredjeparter leverer til investeringsselskaber, der yder porteføljepleje eller anden investeringsservice eller accessoriske tjenesteydelser, og analyser, der udarbejdes og distribueres af sådanne selskaber, skal være reelle, klare og ikkevildledende. Analyser skal klart kunne identificeres som sådanne eller tilsvarende, forudsat at alle analysebetingelser er opfyldt.

3b. Hvis analyserne betales helt eller delvist af udstederen og formidles til offentligheden eller til investeringsselskaber eller kunder hos investeringsselskaber, der yder porteføljepleje eller anden investeringsservice eller accessoriske tjenesteydelser, skal sådanne analyser betegnes som "udstedersponsoreret analyse", forudsat at de er udarbejdet i overensstemmelse med en adfærdskodeks, der er udarbejdet eller godkendt af en markedsoperatør, der er registreret i en medlemsstat, eller af en kompetent myndighed.

Adfærdskodeksen skal fastsætte minimumsstandarder for uafhængighed og objektivitet, som leverandører af sådanne analyser skal overholde. Markedsoperatøren eller den kompetente myndighed offentliggør adfærdskodeksen på sit websted og gennemgår og godkender den på ny hvert 2. år.

3c. Medlemsstaterne sikrer, at enhver udsteder kan indsende sine udstedersponsorerede analyser, jf. nærværende artikels stk. 3b, til det relevante indsamlingsorgan som defineret i [artikel 2, nr. 2), i forslaget til forordning om et fælles europæisk adgangspunkt⁴⁰].

3d. For analyser, der er betegnet som udstedersponsoreret forskning, skal det på forsiden klart og tydeligt angives, at de er udarbejdet i overensstemmelse med en adfærdskodeks. Navnet på den markedsoperatør eller kompetente myndighed, der har udarbejdet eller godkendt en sådan adfærdskodeks, skal også nævnes. Eventuelt andet analysemateriale, som helt eller delvis er betalt af udstederen, men som

⁴⁰ Forslag til forordning [2021/0378.COD].

ikke er fremstillet i overensstemmelse med en adfærdskodeks som omhandlet i stk. 3b, skal betegnes som markedsføringsmateriale."

b) Stk. 9a, litra c), affattes således:

"c) de analyser, for hvilke de kombinerede gebyrer eller den samlede betaling finder sted, vedrører udstedere, hvis markedsværdi i de 36 måneder, der er gået forud for leveringen af analyserne, ikke oversteg 10 mia. EUR som udtrykt ved kursværdien ved årets udgang for de år, hvor de pågældende udstedere er eller var børsnoterede, eller ved egenkapitalen for de regnskabsår, hvor de pågældende udstedere ikke er eller var børsnoterede."

3) Artikel 33 ændres således:

a) Stk. 1 og 2 affattes således:

"1. Medlemsstaterne bestemmer, at operatøren af en MHF kan ansøge den kompetente myndighed i hjemlandet om at få MHF'en eller et segment heraf registreret som et SVM-vækstmarked.

2. Medlemsstaterne bestemmer, at den kompetente myndighed i hjemlandet kan registrere MHF'en eller et segment heraf som et SMV-vækstmarked, hvis den kompetente myndighed modtager en ansøgning som omhandlet i stk. 1 og finder det godtgjort, at kravene i stk. 3 er opfyldt for MHF'ens vedkommende, eller at kravene i stk. 3 er opfyldt for et segment af MHF'ens vedkommende."

b) Følgende tilføjes som stk. 3a:

"3a. Medlemsstaterne sikrer, at det relevante segment af MHF'en er underlagt effektive regler, systemer og procedurer, der sikrer, at betingelserne i stk. 3 og alle følgende betingelser er opfyldt:

a) det segment af MHF'en, der er registreret som "SMV-vækstmarked", er klart adskilt fra de andre markedssegmenter, der drives af MHF-operatøren, hvilket bl.a. er angivet med et andet navn, et andet regelsæt, en anden markedsføringsstrategi og anden offentliggørelse samt en specifik tildeling af markedsidentifikationskoden til SMV-vækstmarkedssegmentet

b) transaktionerne på det specifikke SMV-vækstmarkedssegment er klart adskilt fra andre markedsaktiviteter inden for MHF'ens andre segmenter

c) efter anmodning fra MHF'ens kompetente myndighed i hjemlandet skal MHF'en fremlægge en samlet liste over de instrumenter, der er noteret på det pågældende SMV-vækstmarkedssegment, samt eventuelle oplysninger om driften af SMV-vækstmarkedssegmentet, som den kompetente myndighed kan anmode om."

c) Stk. 4-6 erstattes af følgende:

"4. Kriterierne fastsat i stk. 3 og 3a fritager ikke det investeringsselskab eller den markedsoperatør, der driver MHF'en eller et segment heraf, fra de øvrige forpligtelser vedrørende driften af MHF'er i henhold til dette direktiv.

5. Medlemsstaterne bestemmer, at den kompetente myndighed i hjemlandet kan afregistrere en MHF eller et segment heraf som et SMV-vækstmarked i følgende tilfælde:

- a) det investeringsselskab eller den markedsoperatør, der driver MHF'en eller et segment heraf, ansøger om dens/dets afregistrering, eller
- b) kravene i stk. 3 eller 3a opfyldes ikke længere i forhold til MHF'en eller et segment heraf.

6. Medlemsstaterne stiller krav om, at en kompetent myndighed i hjemlandet, der registrerer eller afregistrerer en MHF eller et segment heraf som et SMV-vækstmarked i henhold til denne artikel, snarest muligt underretter ESMA om den pågældende registrering eller afregistrering. ESMA offentliggør og ajourfører en liste over SMV-vækstmarkeder på sit websted."

d) Stk. 8 affattes således:

"8. Kommissionen tillægges beføjelse til at vedtage delegerede retsakter i overensstemmelse med artikel 89 med henblik på at supplere dette direktiv for yderligere at præcisere kravene i nærværende artikels stk. 3 og 3a. Disse krav skal tage hensyn, at der skal opretholdes høje investorbeskyttelsesniveauer for at fremme investorernes tillid til disse markeder, samtidig med at de administrative byrder for udstedere på markedet skal mindskes. De skal også tage hensyn til, at der ikke sker afregistreringer, eller at registreringer afvises, som følge af en kun midlertidig manglende opfyldelse af kravene i nærværende artikels stk. 3, litra a)."

4) Følgende indsættes som artikel 51a:

"Artikel 51a

Særlige betingelser for aktiers optagelse til handel

1. Medlemsstaterne stiller krav om, at den forventede kursværdi af de aktier, der er genstand for ansøgningen om optagelse til handel, eller, hvis denne værdi ikke kan anslås, selskabets egenkapital, herunder resultatet, fra det seneste regnskabsår, skal være på mindst 1 000 000 EUR eller et tilsvarende beløb i en anden national valuta end euro.

2. Stk. 1 finder dog ikke anvendelse på optagelse til handel af aktier, der er fungible med aktier, der allerede er optaget til handel.

3. Hvis kursværdien udtrykt i national valuta, efter en ændring af modværdien i national valuta af euroen, i en periode på et år ligger på mindst 10 % mere eller mindre end 1 000 000 EUR, skal medlemsstaten inden for en frist på tolv måneder efter udløbet af denne periode tilpasse sine administrativt eller ved lov fastsatte bestemmelser til bestemmelsen i stk. 1.

4. Medlemsstaterne stiller krav om, at regulerede markeder til enhver tid sikrer, at mindst 10 % af den tegnede kapital, som den aktieklasse, der er omfattet af ansøgningen om optagelse til handel, repræsenterer, besiddes af offentligheden.

5. Hvis andelen af aktier, der besiddes af offentligheden, er mindre end 10 % af den tegnede kapital, sikrer medlemsstaterne, at de regulerede markeder kræver, at der skal være en tilstrækkelig spredning af aktier i offentligheden til at opfylde kravet i stk. 4.

6. Hvis der ansøges om optagelse til handel af aktier, der er fungible med aktier, der allerede er optaget til handel, vurderer de regulerede markeder for at opfylde kravet i stk. 4, om der er en tilstrækkelig spredning af aktier i offentligheden i forbindelse med alle udstedte aktier og ikke kun i forbindelse med de aktier, der er fungible med aktier, der allerede er optaget til handel.

7. Kommissionen tillægges beføjelser til at vedtage delegerede retsakter i overensstemmelse med artikel 89 med henblik på at ændre dette direktiv ved at ændre de tærskler, der er omhandlet i stk. 1 og 3 eller i stk. 4 og 5, eller i begge, når de gældende tærskler hindrer likviditeten på offentlige markeder under hensyntagen til den finansielle udvikling."

5) Artikel 89 ændres således:

a) Stk. 2 og 3 affattes således:

"2. Beføjelsen til at vedtage delegerede retsakter, jf. artikel 2, stk. 3, artikel 2, stk. 4, artikel 4, stk. 1, nr. 2), andet afsnit, artikel 4, stk. 2, artikel 13, stk. 1, artikel 16, stk. 12, artikel 23, stk. 4, artikel 24, stk. 13, artikel 25, stk. 8, artikel 27, stk. 9, artikel 28, stk. 3, artikel 30, stk. 5, artikel 31, stk. 4, artikel 32, stk. 4, artikel 33, stk. 8, artikel 51a, stk. 7, artikel 52, stk. 4, artikel 54, stk. 4, artikel 58, stk. 6, artikel 64, stk. 7, artikel 65, stk. 7, og artikel 79, stk. 8, tillægges Kommissionen for en ubegrænset periode.

3. Den i artikel 2, stk. 3, artikel 2, stk. 4, artikel 4, stk. 1, nr. 2), andet afsnit, artikel 4, stk. 2, artikel 13, stk. 1, artikel 16, stk. 12, artikel 23, stk. 4, artikel 24, stk. 13, artikel 25, stk. 8, artikel 27, stk. 9, artikel 28, stk. 3, artikel 30, stk. 5, artikel 31, stk. 4, artikel 32, stk. 4, artikel 33, stk. 8, artikel 51a, stk. 7, artikel 52, stk. 4, artikel 54, stk. 4, artikel 58, stk. 6, artikel 64, stk. 7, artikel 65, stk. 7, og artikel 79, stk. 8, omhandlede delegation af beføjelser kan til enhver tid tilbagekaldes af Europa-Parlamentet eller Rådet. En afgørelse om tilbagekaldelse bringer delegationen af de beføjelser, der er angivet i den pågældende afgørelse, til ophør. Den får virkning dagen efter offentliggørelsen af afgørelsen i *Den Europæiske Unions Tidende* eller på et senere tidspunkt, der angives i afgørelsen. Den berører ikke gyldigheden af delegerede retsakter, der allerede er i kraft."

b) Stk. 5 affattes således:

"5. En delegeret retsakt vedtaget i henhold til artikel 2, stk. 3, artikel 2, stk. 4, artikel 4, stk. 1, nr. 2), andet afsnit, artikel 4, stk. 2, artikel 13, stk. 1, artikel 16, stk. 12, artikel 23, stk. 4, artikel 24, stk. 13, artikel 25, stk. 8, artikel 27, stk. 9, artikel 28, stk. 3, artikel 30, stk. 5, artikel 31, stk. 4, artikel 32, stk. 4, artikel 33, stk. 8, artikel 51a, stk. 7, artikel 52, stk. 4, artikel 54, stk. 4, artikel 58, stk. 6, artikel 64, stk. 7, artikel 65, stk. 7, eller artikel 79, stk. 8, træder kun i kraft, hvis hverken Europa-Parlamentet eller Rådet har gjort indsigelse inden for en frist på tre måneder fra meddelelsen af den pågældende retsakt til Europa-Parlamentet og Rådet, eller hvis Europa-Parlamentet og Rådet inden udløbet af denne frist begge har underrettet Kommissionen om, at de ikke agter at gøre indsigelse. Fristen forlænges med tre måneder på Europa-Parlamentets eller Rådets initiativ."

Artikel 2

Ophævelse af direktiv 2001/34/EF

Direktiv 2001/34/EF ophæves pr. [Publikationskontoret: Indsæt venligst datoen = 24 måneder efter datoen for nærværende direktivs ikrafttræden].

Artikel 3

Gennemførelse

1. Medlemsstaterne vedtager og offentliggør senest den [Publikationskontoret: Indsæt venligst datoen = 12 måneder efter datoen for dette direktivs ikrafttræden] de love og administrative bestemmelser, der er nødvendige for at efterkomme dette direktiv. De meddeler straks Kommissionen disse love og bestemmelser.

De anvender disse love og bestemmelser fra den [Publikationskontoret: Indsæt venligst datoen 18 måneder efter dette direktivs ikrafttræden].

Disse love og bestemmelser skal ved vedtagelsen indeholde en henvisning til dette direktiv eller skal ved offentliggørelsen ledsages af en sådan henvisning. De nærmere regler for henvisningen fastsættes af medlemsstaterne.

2. Medlemsstaterne meddeler Kommissionen teksten til de vigtigste nationale retsforskrifter, som de udsteder på det område, der er omfattet af dette direktiv.

Artikel 4

Ikrafttræden

Dette direktiv træder i kraft på tyvendedagen efter offentliggørelsen i *Den Europæiske Unions Tidende*.

Artikel 5

Adressater

Dette direktiv er rettet til medlemsstaterne.

Udfærdiget i Bruxelles, den [...].

På Europa-Parlamentets vegne

På Rådets vegne

Formand

Formand