



EU-note

Til orientering af Europaudvalget og Erhvervsudvalget

EU-forslag om at lette adgangen til kapital for SMV'er

Sammenfatning

Europa-Kommissionen fremsatte i december 2022 en lovpakke med tre forslag, som skal gøre offentlige kapitalmarkeder mere attraktive for EU-virksomheder og lette adgangen til kapital for særligt små og mellemstore virksomheder (SMV'er). Forslagene vil bl.a. forenkle den dokumentation, som virksomhederne skal registrere på offentlige markeder i form af et såkaldt prospekt, og strømline de nationale tilsynsmyndigheders kontrolprocesser. Kommissionen foreslår også en forenkling og præcisering af visse markedsmisbrugsregler. Lovpakken tilskynder også til flere investeringsanalyser, så særligt SMV'er blive mere synlige for investorer. Endelig indeholder forslagene muligheden for, at virksomhedsejere kan registrere sig på SMV-vækstmarkeder med aktiestrukturer med flere stemmer, så kontrollen over virksomheden kan bevares efter børsnoteringen. Kommissionen vurderer, at børsnoterede virksomheder i EU med forslagene kan spare 100 mio. euro om året på grund af lavere overholdelsesomkostninger. Hertil kommer en besparelse til virksomhederne på 67 mio. euro om året på grund af de forenklede prospektregler.

Folketinget skal i forbindelse med et nærhedstjek af forslagspakken tage stilling til, om de områder der behandles bedst reguleres på EU-niveau eller på nationalt niveau. Folketinget kan inden for en frist på 8 uger sende en såkaldt begrundet udtalelse til Kommissionen, hvis det vurderer, at forslaget er i strid med nærhedsprincippet. Fristen udløber den 29. marts 2023.

15. marts 2023

Kontaktperson
Martin Jørgensen
(3622)

Indledning

Europa-Kommissionen har den 7. december 2022 fremsat tre forslag, som skal reducere de administrative byrder og omkostninger i forbindelse med selskabers børsintroduktion ved bl.a. at lempe informationskravene. Det skal samtidig gøres muligt for selskaber på vækstmarkeder at bevare indflydelsen



ved børsnotering ved at give forskellige stemmerettigheder til forskellige klasser af aktionærer. Forslagene har samlet til formål at lette adgangen til offentlig finansiering for særligt små og mellemstore virksomheder (SMV'er). Forslagene er led i en større pakke af forslag i relation til videreudviklingen af EU's kapitalmarkedsunion¹.

Forslagene udspringer af handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen² fra september 2020, hvor Kommissionen under tiltag nr. 2 bebuder en forenkling af børsreglerne for offentlige markeder *"for at fremme og diversificere små og innovative virksomheders adgang til finansiering"*.

Forslagspakken omfatter følgende tre forslag:

1. [KOM \(2022\) 762](#): Forslag til en ændringsforordning om at gøre offentlige kapitalmarkeder i EU mere attraktive for virksomheder og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder ved at ændre den såkaldte prospektforordning [2017/1129](#) og markedsmissbrugsforordningen [596/2014](#) samt forordningen om markeder for finansielle instrumenter (MiFIR) [600/2014](#).
2. [KOM \(2022\) 760](#): Forslag til et ændringsdirektiv om at gøre offentlige kapitalmarkeder i EU mere attraktive for selskaber og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder ved at ændrer [direktiv 2014/65/EU](#) om markeder for finansielle instrumenter (MiFID) og ophæve [direktiv 2001/34/EF](#) om børsnotering.
3. [KOM \(2022\) 761](#): Forslag til direktiv om aktiestrukturer med aktier med flere stemmer i selskaber der optages til handel på et SMV-vækstmarked.

Alle tre forslag er fremsat med retsgrundlag i [artikel 114](#) om det indre marked i Traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde (TEUF). KOM (2022) 760 og 761 har også [artikel 50](#) (TEUF) om selskabsret som retsgrundlag, mens KOM (2022) 760 yderligere har [artikel 53](#) (TEUF) om gensidig anerkendelse som retsgrundlag. Forslagene skal vedtages af Europa-Parlamentet og Rådet i samarbejde under den almindelige lovgivningsprocedure. I Rådet vil forslagene skulle vedtages med kvalificeret flertal.

¹ De øvrige forslag omhandler tiltag, der skal gøre EU's clearingsydelse mere attraktive og modstandsdygtige samt harmonisering af visse regler om virksomheders insolvens i EU.

² [KOM \(2020\) 590](#): En kapitalmarkedsunion for mennesker og virksomheder - ny handlingsplan.



1) KOM (2022) 762: forslag til ændring prospektforordningen og markedsmisbrugsforordningen samt forordningen om markeder for finansielle instrumenter (MiFIR) og 2) KOM (2022) 760: forslag til ændring af direktivet om markeder for finansielle instrumenter (MiFID) og ophævelse af direktivet om børsnotering

To af de tre forslag i lovpakken har bl.a. til formål at lempe de krav, der gælder i forbindelse med både selve børsnoteringen, og når børsnoteringen er gennemført. Samtidig skal kravene gøres mere proportionale i forhold til selskaber af forskellig størrelse. Det skal medvirke til lette adgangen til kapital for bl.a. små og mellemstore virksomheder (SMV'er). Samtidig skal lempelserne gennemføres uden at sætte hensynet til investorernes sikkerhed over styr.

De to forslag handler om ændring af reglerne i forbindelse med udarbejdelse af et prospekt med det formål, at gøre prospekterne mere tilgængelige for investorer og lette byrderne for udstederne og de efterfølgende informationskrav. Kommissionen foreslår bl.a., at der skal fastsættes en maksimal længde og obligatorisk rækkefølge af de informationer, der særligt indgår i aktieprospekter. Forslagene skal endvidere gøre det muligt for SMV'er at udarbejde yderligere forenklede prospekter. Tærsklen for hvornår et prospekt skal offentliggøres bliver med forslagene hævet, og der indføres en strømlinet godkendelsesprocedure hos myndighederne.

Forslagene ændrer også reglerne omkring markedsmisbrug, hvor Kommissionen ønsker at præcisere forholdene omkring insiderhandel, herunder hvornår offentliggjort information har en reel markedsværdi, og hvornår der skal ske offentliggørelse. Forslagene gør det også lettere at dele data om handler (såkaldt ordrebogsdata) og forbedrer samarbejdet mellem tilsynsmyndighederne på området. Kommissionen lægger også op til en forenkling af reglerne omkring oplysninger om investeringsanalyser, så synligheden af SMV'er kan blive øget i markedet.

Kommissionen vurderer, at tiltagene samlet vil give en besparelse for børsnoterede virksomheder på 100 mio. euro om året på grund af lavere overholdelsesomkostninger, heraf ca. 26 mio. euro for SMV'er. Hertil kommer lavere omkostninger i forbindelse med udarbejdelse af selve prospekterne, hvor Kommissionen vurderer, at besparelsen er på 67 mio. euro om året for virksomhederne. Det fordeler sig på 56 mio. euro til primære udstedelser på regulerede markeder, 2,7 mio. euro til primære udstedelser på SMV-vækstmarkeder og 8 mio. euro til sekundære udstedelser af værdipapirer.

Ændringerne i de eksisterende retsakter der følger af to af de tre forslag i forslagspakken, KOM (2022) 762 og KOM (2022) 760, gennemgås herunder.

Hvorfor et særligt fokus på SMV'er?

Ifølge Kommissionen beskæftiger SMV'er i EU i dag ca. 100 millioner mennesker. Samtidig tegner de sig for mere end halvdelen af EU's bruttonationalprodukt (BNP), ligesom de spiller en central rolle med hensyn til at skabe merværdi i alle økonomiske sektorer. SMV'er udgør endvidere 99,8 pct. af alle virksomheder i EU.

Hvordan defineres SMV'er?

I prospektforordningen defineres SMV'er som:

- selskaber, der opfylder mindst to af følgende tre kriterier: 1) et gennemsnitligt antal ansatte på mindre end 250, 2) en samlet balance på maksimalt 43 mio. euro, og 3) en årlig nettoomsætning på maksimalt 50 mio. euro.
- selskaber, der har en gennemsnitlig markedsværdi på under 200 mio. euro.



Regler for udarbejdelse af prospekter

Kommissionens forslag ændrer i prospektforordningen³, der fastsætter kravene til udarbejdelse, godkendelse og offentliggørelse af et dokument i form af et såkaldt prospekt, som skal udarbejdes, når værdipapirer som f.eks. aktier eller obligationer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked (børs).

EU-tærskel for prospektpligt på 12 mio. euro

Kommissionen foreslår at hæve EU's tærskel for, hvornår der skal, udarbejdes et prospekt efter reglerne i prospektforordningen fra 8 til 12 mio. euro⁴. Forslaget harmoniserer samtidig EU-tærsklen, så EU-landene ikke længere nationalt kan beslutte, at prospektforordningens regler anvendes for udbud under 12 mio. euro. Kommissionen foreslår derfor også at fjerne den gældende nedre grænse for anvendelse af prospektforordningen på 1 mio. euro. Ifølge forslaget vil EU-landene dog fortsat kunne fastsætte lempeligere regler for oplysningsdokumenter for udbud under EU-tærsklen, forudsat at det ikke udgør en uforholdsmæssig stor byrde.

Standardisering og strømlining af prospekter

Kommissionen foreslår en standardisering og strømlining af prospektkravene, hvis der er tale om den første udstedelse af værdipapirer (primære udstedelse) der udstedes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked. Det omfatter et standardformat og standardrækkefølge for prospektet og prospektresuméet. Der skal også medtages en række oplysninger om miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige faktorer (ESG)⁵, som Kommissionen skal fastlægge nærmere i en delegeret retsakt.

Ved børsintroduktionsprospekter for aktier indfører forslaget en sidebegrænsning på 300 sider, hvilket dog ikke omfatter informationer medtaget ved henvisning til et andet offentligt dokument.

Kommissionen foreslår også en strømlining af beskrivelsen af risikofaktorer, hvor der lægges op til et begrænset antal kategorier uden en forpligtigelse til

Udbud af værdipapirer til offentligheden

betyder i denne sammenhæng henvendelse til personer i enhver form og ved ethvert middel med tilstrækkelige oplysninger om udbudsbetingelserne og de udbudte værdipapirer, således at en investor bliver i stand til at træffe beslutning om køb eller tegning af disse værdipapirer.

³ 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

⁴ Beregnet som værdien af de tidligere udbudte værdipapirer til offentligheden i de seneste 12 måneder sammenlagt med det nye udbud.

⁵ Det gælder for udstedere der er underlagt bæredygtighedsrapportering (direktiv 2022/2464 (CSRD) og for udstedere af værdipapirer, der ikke er aktier, der markedsføres som værdipapirer, hvor der er taget hensyn til miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige faktorer (ESG) eller forfølger ESG-mål.



at rangordne de væsentligste risikofaktorer. Der skal heller ikke være for mange generiske risikofaktorer. Investorenes mulighed for at anmode om prospektet i en papirudgave fjernes, hvormed en elektronisk udgave er tilstrækkelig. Endelig begrænses sprogkravet, så det er tilstrækkeligt at udarbejde prospektet på f.eks. engelsk, hvilket dog ikke gælder for resuméet.

Forslaget indfører også en ny type af prospekt for udstedere, der går på markedet for første gang. Det drejer sig om det såkaldte *vækstorienterede EU-udstedelsesdokument*, som er en erstatning af det nuværende EU-vækstprospekt. Ifølge Kommissionens forslag vil prospektet være obligatorisk for udbud af værdipapirer til offentligheden for visse identificerede kategorier af udbydere, herunder SMV'er og udstedere, hvis værdipapirer vil blive optaget på et SMV-vækstmarked.

Sekundære udstedelser

Hvis det ikke er første gang, at udstederen skal udstede værdipapirer (såkaldte sekundære udstedelser), så er der en række tilfælde, hvor udstederen er undtaget fra at offentliggøre et prospekt. Det nye forslag udvider denne undtagelsesmulighed⁶.

I den nuværende prospektforordning er der en sådan undtagelse for værdipapirer til optagelse på et reguleret marked, som har samme karakteristika og er ombyttelige (er fungible) med værdipapirer, som allerede er optaget til handel på det samme regulerede marked. Det er forudsat, at de nyligt optagne værdipapirer udgør mindre end 20 pct. af det antal værdipapirer⁷, der allerede er optaget til handel på det samme regulerede marked. Undtagelsen gælder også for aktier, der udstedes ved konvertering eller ombytning af andre værdipapirer.

Med forslaget udvides denne undtagelse fra at skulle udarbejde et prospekt til også at gælde for udbud af værdipapirer til offentligheden, som skal optages til handel på et reguleret marked eller SMV-vækstmarked, som er ombyttelige med værdipapirer, der allerede er optaget på det samme regulerede marked eller SMV-vækstmarked. Samtidig hæves tærsklen for den eksisterende undtagelse og udvidelsen fra de 20 pct. til 40 pct. af det samlede antal værdipapirer.

Som noget nyt introduceres en undtagelse fra prospektkravet for:

- virksomheder, der har haft værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked eller et SMV-vækstmarked i mindst 18 måneder før udbuddet eller optagelsen til handel af de pågældende værdipapirer.

⁶ Undtagelserne er indeholdt i prospektforordningens artikel 1, stk. 4 og 5.

⁷ Målt over en periode på 12 måneder.

Hvad er et SMV-vækstmarked?

En såkaldt multilateral handelsfacilitet (MHF) kan registreres som et SMV-vækstmarked. En MHF er et multilateralt system, der drives af et investeringselskab eller en markedsoperatør, der sætter forskellige tredjeparters købs- og salgsinteresser i finansielle instrumenter i forbindelse med hinanden.

For at blive registreret som et SMV-vækstmarked, kræver det bl.a., at mindst 50 pct. af de udstedere, hvis finansielle instrumenter handles på MHF'en, skal være SMV'er.

Nasdaq First North Growth Market blev pr. 1. september 2019 registreret som et SMV-vækstmarked i henhold til direktiv 2014/65/EU (MiFID II).



De nye værdipapirer skal være ombyttelige (fungible) med værdipapirer, som allerede er optaget til handel på et reguleret marked eller et SMV-vækstmarked.

Virksomhederne skal ifølge forslaget i stedet offentliggøre et kort dokument på højst 10 A4-sider til de nationale myndigheder med en række oplysninger, som præciseres i et nyt bilag til prospektforordningen. Den nye undtagelse har et bredere anvendelsesområde og indeholder ikke et procentloft for antal udstedte værdipapirer eller krav om, at de nye værdipapirer skal være optaget til handel på det samme marked.

For sekundære udstedelser, der *ikke* er omfattet af de nævnte undtagelser for udarbejdelse af et prospekt, indføres med forslaget et nyt *EU-opfølgingsprospekt*⁸, som består af et enkelt dokument med et standardiseret format og standardiseret rækkefølge af informationer. Med undtagelse af resuméet kan dokumentet udarbejdes på et enkelt sprog som f.eks. engelsk. Hvis der er tale om sekundære aktieudstedelser, vil der være en sidebegrænsning på 50 sider.

Figur: Nye prospekttyper ved primære og sekundære udstedelser

Primær udstedelse	Sekundær udstedelse
Standardprospekt: maksimalt 300 sider ved aktieudstedelser	EU-opfølgingsprospekt: maksimalt 50 sider ved aktieudstedelser
Vækstorienteret EU-udstedelsesdokument: maksimalt 75 sider ved aktieudstedelser (SMV-vækstmarked)	

Strømning af nationale myndigheders kontrol

Kommissionen foreslår også, at strømline og ensarte de nationale myndigheders kontrol og godkendelse af prospektet. Kommissionen kan i en delegeret retsakt præcisere, under hvilke omstændigheder myndighederne kan anvende yderligere kriterier og krav om information i forbindelse med kontrol af prospekter. Kommissionen kan også fastlægge den maksimale frist for kontrol og godkendelse af prospektet samt konsekvenserne ved myndighedernes overskridelse af fristerne.

⁸ EU-opfølgingsprospektet erstatter den forenkledte oplysningsordning for sekundære udstedelser og EU-genopretningsprospektet i forbindelse med covid-19, som udløb den 31. december 2022.



Prospekter fra tredjelande

Den såkaldte ækvivalensordning for vurdering af prospekter fra tredjelande gøres med forslaget mere brugbar ved bl.a. at fastlægge generelle ækvivalenskriterier i selve forordningen. Kommissionen får dog beføjelser til at præcisere kriterierne i en delegeret retsakt. Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) får beføjelser til at etablere samarbejdsaftaler med tilsynsmyndighederne i tredjelandene.

Regler om markedsmisbrug

Den eksisterende forordning om markedsmisbrug⁹ har til formål at styrke gennemsigtigheden, markedsintegriteten og investorbeskyttelsen på de finansielle markeder og indeholder et forbud mod markedsmisbrug (insiderhandel, uretmæssig videregivelse af intern viden og markedsmanipulation). Kommissionens forslag ændrer på forordningen om markedsmisbrug.

Oplysningspligt om intern viden

Kommissionens forslag indsnævrer anvendelsesområdet for oplysningspligten om intern viden for udstedere, men selve det brede begreb "intern viden" fastholdes. Det vil sige, at i forbindelse med en såkaldt langvarig proces (begivenheder i faser som f.eks. en fusion) omfatter oplysningspligten ikke de mellemliggende trin i processen (selvom der er tale om intern viden) men oplysninger om den begivenhed, der har til formål at afslutte den langvarige proces. Kommissionen udarbejder ifølge forslaget en delegeret retsakt med en ikke-udtømmende liste over relevante oplysninger i forbindelse med en "langvarig proces" samt for hver oplysning en angivelse af et tidspunkt for, hvornår udstederen forventes at offentliggøre den.

Hvis der er tale om udsættelse af offentliggørelse af intern viden, så skal en række specifikke betingelser for den interne viden være opfyldte¹⁰, for at der ikke er tale om vildledning af offentligheden.

Udarbejdelse af insiderlister

Kommissionen foreslår med forslaget at begrænse personkredsen, der skal medtages på en liste over personer med insiderviden. Forslaget udvider dermed de lempelser, der tidligere blev indført for udstedere på SMV-vækstmarkeder, så de omfatter alle udstedere. Listen omfatter personer, der på grund af deres funktion eller stilling hos udstederen har regelmæssig adgang til intern viden. For udstedere med værdipapirer optaget til handel

Intern viden defineres i markedsmisbrugsforordningen som:

"specifik viden, som ikke er blevet offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere udstedere eller et eller flere finansielle instrumenter, og som, hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på disse finansielle instrumenter eller på de heraf afledte finansielle instrumenter".

En udsteder skal offentliggøre intern viden, der direkte vedrører udstederen, hurtigst muligt.

⁹ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. [596/2014](#) af 16. april 2014 om markedsmisbrug.

¹⁰ Det drejer sig bl.a. om, at den interne viden ikke adskiller sig væsentligt fra udstederens tidligere offentlige bekendtgørelse om spørgsmålet, den vedrører ikke tidligere bekendtgjorte finansielle mål, der sandsynligvis ikke kan opfyldes eller intern viden der er i strid med markedets forventninger.



på et reguleret marked i de seneste 5 år kan de nationale myndigheder ifølge forslaget dog kræve en "fuldstændig insiderliste", hvis det er berettiget af hensyn til markedets integritet.

Information om ledende medarbejderes transaktioner

Kommissionen hæver med forslaget tærsklen for, hvornår de nationale myndigheder skal underrettes om ledende medarbejderes transaktioner med værdipapirer fra udstederen fra de nuværende 5.000 euro til 20.000 euro. Samtidig får EU-landenes myndigheder mulighed for at forhøje tærsklen nationalt fra 20.000 euro til 50.000 euro.

Mere proportionale sanktioner for overtrædelse af oplysningskravene

Medlemslandene får med forslaget mulighed for i deres nationale lovgivning, at sænke loftet for sanktioner for SMV'er i forbindelse med overtrædelse af oplysningskravene.

Overvågning af markeder

Forslaget opretter en mekanisme til overvågning af ordrer på tværs af markeder, så nationale myndigheder kan udveksle såkaldte ordrebogsdata (priser, tidspunkter, modparter, klienter, mv. for hver enkelt ordre), så markedsmissbrug (insiderhandel og markedsmanipulation) på tværs af grænserne kan afsløres. De nationale myndigheder skal dermed have mulighed for at få ordrebogsdata fra handelsplatforme under deres tilsyn på løbende basis. ESMA skal definere formater for håndtering af ordrebogsdata.

Regler om investeringsinformation

Forslaget ændrer også direktivet om markeder for finansielle instrumenter (MiFIR)¹¹, der bl.a. indeholder regler om opdeling af omkostninger forbundet med levering af investeringsanalyser af SMV'er. Virksomheder, der leverer investeringservice, er i dag som udgangspunkt forpligtet til at sikre, at omkostninger forbundet med køb af investeringsanalyser afholdes af virksomheden selv eller betales af værdipapirudstederen og altså ikke investoren. På den måde adskilles omkostninger til ydelser forbundet med ordredørelsen, som investoren skal betale, og analysetjenesteydelser som påhviler værdipapirudstederen.

Det nye forslag lægger op til at udvide den gældende undtagelse til kravet om at adskille omkostninger forbundet med ordredørelsesydelser og analysetjenesteydelser, når analyserne vedrører SMV'er. Reglerne er i dag, at man kan undlade at foretage denne adskillelse for SMV'er, hvis markedsværdien er under 1 mia. euro. Med forslaget hæves denne grænse til 10 mia. euro.

¹¹ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv [2014/65/EU](#) af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter.



Kommissionen ønsker også med forslaget at fremme udviklingen af investeringsanalyser, der betales af udstederen ("udstedersponsoreret analyse"). Analyserne skal udarbejdes på baggrund af et adfærdskodeks, som er udviklet eller godkendt af en markedsoperatør eller en ansvarlig myndighed i EU.

3) KOM (2022) 761: direktivforslag om aktiestrukturer med aktier med flere stemmer i selskaber der optages til handel på et SMV-vækstmarked.

Direktivforslaget om at aktier med flere stemmer skal ifølge Kommissionen overordnet medvirke til at fjerne hindringer for den fri bevægelighed for kapital og etableringsfrihed. Samtidig skal forslaget give stiftere og familier mulighed for at bevare kontrollen over selskabet efter børsintroduktion, da tab af denne kontrol ifølge Kommissionen afholder mange særligt SMV'er fra at blive børsnoterede.

Forslaget pålægger derfor medlemslandene at sikre, at selskaber¹² der anmoder om at få deres aktier optaget på et SMV-vækstmarked i et eller flere EU-lande kan anvende en aktiestruktur, hvor der opereres med aktier med flere stemmer. Selskabet må ikke i forvejen have aktier optaget til handel på nogen markedsplads. Forslaget indfører samtidig en række obligatoriske og frivillige beskyttelsesforanstaltninger for de øvrige aktionærer.

Strukturer med aktier med flere stemmer omfatter typisk mindst to særskilte og separate aktieklasser med et forskelligt antal stemmerettigheder, der er knyttet til de aktier, der tilhører hver klasse (f.eks. a- og b-aktier).

Aktieklasser reguleres i dag udelukkende på nationalt plan, og ifølge Kommissionen er EU i dag fragmenteret med hensyn til strukturer med aktier med flere stemmer¹³. Kommissionen påpeger, at lande som Danmark og Sverige har tilladt aktier med flere stemmer næsten siden kapitalmarkedernes start, og at andelen af børsnoterede selskaber med denne aktiestruktur er over 40 pct. i Sverige, mens de i Danmark og Finland repræsenterer størstedelen af de børsnoterede selskaber målt på børsværdi. I nogle EU-lande er der modsat et forbud mod aktier med flere stemmer, hvilket bl.a. gælder for offentlige

¹² Muligheden for at indføre aktiestrukturer med flere stemmer gælder ikke kun for SMV'er, men for alle selskaber, der anmoder om at deres aktier optages til handel på et SMV-vækstmarked for første gang.

¹³ Ifølge Kommissionen tillader følgende 12 EU-lande aktiestrukturer med aktier med flere stemmer: Tjekkiet, Danmark, Finland, Ungarn, Irland, Italien, Malta, Nederlandene, Polen, Portugal, Rumænien og Sverige. I Danmark er det dog forbudt for finansielle virksomheder, at opdele selskabets aktiekapital i aktieklasser med forskellige stemmerettigheder.



virksomheder i Tyskland og Belgien, mens det gælder for alle virksomheder i Østrig og Kroatien.

Der er tale om minimumsharmonisering i den forstand, at kravet om at tillade aktieklasser med flere stemmer kun gælder for SMV-vækstmarkeder. Medlemslandene kan derfor indføre eller opretholde nationale bestemmelser der giver selskaberne mulighed for at indføre aktieklasser i andre tilfælde end på SMV-vækstmarkeder. Det er dog også samtidig muligt for medlemslandene at opretholde et nationalt forbud mod sådanne aktieklasser, når der ikke er tale om SMV-vækstmarkeder.

Indførelse af aktiestrukturer med flere stemmer

Selskaber, der ikke har aktier der er optaget til handel på en markedsplads, får med forslaget ret til at indføre aktiestrukturer med aktier med flere stemmer med henblik på optagelse af aktierne til handel på et SMV-vækstmarked i et eller flere medlemslande. Retten til at vedtage aktiestrukturer med flere stemmer vedrører tiden inden, at der anmodes om optagelse til handel på et SMV-vækstmarked. EU-landene kan dog gøre retten til udøvelse af de øgede stemmerettigheder betinget af, at aktierne rent faktisk er optaget til handel på et SMV-vækstmarked.

Beskyttelsesforanstaltninger

Kommissionens forslag betyder, at medlemslandene skal sikre, at et selskabs beslutning om at indføre en struktur med aktier med flere stemmer og enhver efterfølgende beslutning om at ændre en struktur med aktier med flere stemmer, der påvirker stemmerettighederne, træffes af selskabets generalforsamling og godkendes med kvalificeret flertal som fastsat i den nationale lovgivning. Sådanne beslutninger skal, når der er flere aktieklasser, også være genstand for en særskilt afstemning for hver klasse af aktionærer, hvis rettigheder berøres.

Kommissionen foreslår også, at der indsættes en begrænsning for, hvor stor forskellen i aktiernes stemmevægte må være. EU-landene skal derfor indføre ét af følgende krav om:

- en maksimal vægtet stemmeratio, hvilket vil medføre en regel om, at stemmeværdien af visse aktier f.eks. ikke må overstige 10 gange stemmeværdien af nogen anden aktie, samt et krav om en maksimal procentdel af aktiekapitalen, som aktier med flere stemmer kan repræsentere, eller
- en begrænsning i udøvelsen af de øgede stemmerettigheder, der er knyttet til aktier med flere stemmer, ved afstemninger om spørgsmål, der skal træffes beslutning om på en generalforsamling, og som kræver godkendelse med kvalificeret flertal.



Foruden de nævnte obligatoriske krav kan medlemslandene vælge frivilligt, at indføre yderligere beskyttelsesforanstaltninger for at sikre en passende beskyttelse af aktionærer og selskabets interesser. Disse foranstaltninger kan bl.a. være:

- a) en bestemmelse om at undgå, at de øgede stemmerettigheder, der er knyttet til aktier med flere stemmer, overføres til tredjemand eller fortsat eksisterer ved den oprindelige indehavers død, uarbejdsdygtighed eller pensionering (*overdragelsesbaseret solnedgangsklausul*)
- b) en bestemmelse om at undgå, at de øgede stemmerettigheder, der er knyttet til aktier med flere stemmer, fortsat eksisterer efter en bestemt periode (*tidsbaseret solnedgangsklausul*)
- c) en bestemmelse om at undgå, at de øgede stemmerettigheder, der er knyttet til aktier med flere stemmer, fortsat eksisterer efter en given hændelse (*hændelsesbaseret solnedgangsklausul*)
- d) et krav om at sikre, at de øgede stemmerettigheder ikke kan anvendes til at blokere for generalforsamlingens vedtagelse af beslutninger, der har til formål at forebygge, reducere eller fjerne negative indvirkninger på menneskerettigheder og miljøet i forbindelse med selskabets drift.

Gennemsigthed

Kommissionen foreslår videre, at selskaber med strukturer med aktier med flere stemmer, hvis aktier bliver handlet eller skal optages til handel på et SMV-vækstmarked, skal offentliggøre information i det vækstorienterede EU-udstedelsesdokument eller i et optagelsesdokument og i deres årsrapport om:

- a) deres kapitalstruktur, inklusive kapitalandele, der ikke er optaget til handel på et SMV-vækstmarked i EU, med en indikation på de forskellige aktieklasser, de rettigheder og forpligtelser, der er knyttet til hver aktieklasse, samt hvor stor en procentdel af den samlede aktiekapital og de samlede antal stemmerettigheder aktieklassen repræsenterer,
- b) begrænsninger på overdragelse af kapitalandele, herunder aftaler imellem aktionærer, som selskabet er bekendt med, der kunne resultere i sådanne begrænsninger,
- c) identiteten på de aktionærer, hvis aktier er tilknyttet særlige kontrolrettigheder og en beskrivelse af disse rettigheder,
- d) begrænsninger på stemmerettigheder, herunder aftaler mellem aktionærer, som selskabet er bekendt med, der kunne resultere i sådanne begrænsninger, og
- e) identiteten på de aktionærer, der har aktier med flere stemmer og eventuelt identiteten på den fysiske eller juridiske person, der er berettiget til at udøve stemmerettigheder på vegne af disse aktionærer.



Medlemslandene vil have to år, til at gennemføre direktivets bestemmelser efter det er trådt i kraft.

Overholder forslaget nærhedsprincippet?

Folketinget skal i forbindelse med nærhedstjekket tage stilling til, om de områder, der behandles i forslagene bedst reguleres på EU-niveau eller på nationalt niveau. Såfremt Folketinget finder, at dette område bedst reguleres på nationalt niveau, og at forslagene dermed strider mod nærhedsprincippet, skal Folketinget inden for en frist på 8 uger sende en såkaldt begrundet udtalelse til Kommissionen. **Fristen udløber den 29. marts 2023.** Folketinget har også mulighed for at afgive bemærkninger til forslagernes politiske indhold over for Kommissionen – her gælder ingen tidsfrist.

I forhold til KOM (2022) 760 og KOM (2022) 762, er der alene tale om ændringer i eksisterende bestemmelser i EU-retsakter. Kommissionen fremfører, at gældende regler for udstedere og handelspladser i høj grad allerede er harmoniserede på EU-niveau med begrænset fleksibilitet for nationale tilpasninger. Regeringen vurderer i grund- og nærhedsnotatet, at forslagene er i overensstemmelse med nærhedsprincippet.

Kommissionen argumenterer i forhold til KOM (2022) 761 om aktieklasser på SMV-vækstmarkeder, at det er usandsynligt, at medlemslande, som i øjeblikket ikke tillader aktieklasser, ensidigt og uden eksterne incitamenter vil ændre deres regler i den nærmeste fremtid, med mindre der træffes foranstaltninger på EU-plan. Det skyldes ifølge Kommissionen i høj grad historiske årsager, modstand fra interessenter i disse lande og det forhold, at det ofte er vanskeligt at ændre selskabsretten, som er blevet udformet gennem århundreder. Selv hvis medlemslandene beslutter at træffe foranstaltninger, kan der være store forskelle i regelsættet, hvilket kan føre til yderligere fragmentering af det indre marked. Regeringen finder også her, at Kommissionens forslag er i overensstemmelse med nærhedsprincippet.

Nærhedstjek i de øvrige EU-landes parlamenter

Foreløbig har ni nationale parlamenter foruden Folketinget valgt at indlede en nærhedsbehandling af Kommissionens forslagspakke (Belgien, Finland, Tyskland, Irland, Litauen, Polen, Slovakiet, Spanien og Sverige). Der foreligger endnu ikke udtalelser fra nogen af de nationale parlamenter¹⁴.

¹⁴ De nationale parlamenters behandling af de enkelte forslag kan følges på den interparlamentariske database IPEX: [KOM \(2022\) 760](#), [KOM \(2022\) 761](#), [KOM \(2022\) 762](#).



Dette dokument er udarbejdet af Folketingets Administration til brug for medlemmer af Folketinget. Efter ønske fra Folketingets Præsidium understøtter Folketingets Administration det parlamentariske arbejde i Folketinget, herunder lovgivningsarbejdet og den parlamentariske kontrol med regeringen ved at yde upartisk faglig bistand til medlemmerne. Faglige noter udarbejdet af Folketingets Administration er i udgangspunktet offentligt tilgængelige.