



FOLKETINGET

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

Erhvervsudvalget den 16. marts 2023

# Dagsorden

1. Forslagspakke om at lette adgangen til kapital for SMV'er
2. Proceduren med nærhedstjek



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

Kommissionens forslagspakke fra den 7. december 2022 omfatter tre EU-lovforslag, der alle skal gøre offentlige kapitalmarkeder i EU mere attraktive for selskaber og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder (SMV'er):

- KOM (2022) 760: forslag til ændringsdirektiv
- KOM (2022) 762: forslag til ændringsforordning
- KOM (2022) 761: direktivforslag om aktiestrukturer med aktier med flere stemmer på SMV-vækstmarkeder

To af forslagene – KOM (2022) 760 og KOM (2022) 762 - ændrer i eksisterende retsakter, mens det tredje forslag KOM (2022) 761 om aktieklasser på SMV-vækstmarkeder er et nyt forslag.

- Udspringer af handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen fra september 2020.
- Forslagspakken er én af Folketingets prioriterede sager fra Kommissionens arbejdsprogram for 2022.



# Lovpakken

Fælles titel: ændringsforslag med henblik på at gøre offentlige kapitalmarkeder i EU mere attraktive for selskaber og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder.

## KOM (2022) 762

- Ændringsforordning, der ændrer:
- Prospektforordningen
- Markedsmisbrugsforordningen
- Forordningen om markeder for finansielle instrumenter (MiFIR)

## KOM (2022) 760

- Ændringsdirektiv, der ændrer:
- Direktiv om markeder for finansielle instrumenter (MiFID)
- Ophæver direktiv om børsnotering

## KOM (2022) 761

- Nyt direktivforslag om aktiestrukturer med aktier med flere stemmer i selskaber der optages til handel på et SMV-vækstmarked



# Retsgrundlag

Alle tre forslag: artikel 114 om det indre marked i Traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde (TEUF)

Herudover:

- KOM (2022) 761: artikel 50 (TEUF) om selskabsret
- KOM (2022) 760: artikel 50 (TEUF) om selskabsret og artikel 53 (TEUF) om gensidig anerkendelse
- Alle tre forslag skal vedtages af Rådet i samarbejde med Europa-Parlamentet under den almindelige lovgivningsprocedure.
- Skal vedtages med kvalificeret flertal i Rådet.



# Hovedindhold i forslagspakken

Forslagene vil bl.a.:

- forenkle den dokumentation (prospekt), som virksomhederne skal registrere på offentlige markeder, og strømline de nationale tilsynsmyndigheders kontrolprocesser
- forenkle og præcisere visse af markedsmisbrugsreglerne
- tilskyde til flere investeringsanalyser, så særligt SMV'er blive mere synlige for investorer
- give muligheden for virksomhedsejere til at registrere sig på SMV-vækstmarkeder med aktiestrukturer med flere stemmer, så kontrollen over virksomheden kan bevares efter børsnoteringen.

Kommissionen vurderer, at det vil give virksomhederne i EU en samlet besparelse på 167 mio. euro om året, hvoraf de 100 mio. euro skyldes lavere overholdelsesomkostninger og 67 mio. euro skyldes forenkede prospektregler.



# Hvorfor et særligt fokus på SMV'er?

- SMV'er beskæftiger i EU i dag ca. 100 millioner mennesker.
- Tegner sig for mere end halvdelen af EU's bruttonationalprodukt (BNP)
- Spiller en central rolle med hensyn til at skabe merværdi i alle økonomiske sektorer
- SMV'er udgør 99,8 pct. af alle virksomheder i EU.

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.



# De to ændringsforslag

- KOM (2022) 762: Forordningsforslaget ændrer på prospektforordningen 2017/1129, markedsmisbrugsforordningen 596/2014 samt forordningen om markedet for finansielle instrumenter (MiFIR) 600/2014.
- KOM (2022) 760: Direktivforslaget ændrer på direktivet 2014/65/EU om markeder for finansielle instrumenter (MiFID) og ophæver et ældre direktiv 2001/34/EF om børsnotering.

## Formål:

- lempe de krav, der gælder i forbindelse med både selve børsnoteringen, og når børsnoteringen er gennemført
  - gøre kravene 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.





# Ændring af regler for udarbejdelse af prospekter

Formål: at gøre det lettere og billigere for udstedere af værdipapirer at udarbejde et prospekt og dermed rejse kapital, bl.a. for SMV'er.

- EU-tærskel for prospektpligt: harmoniseres og hæves fra 8 mio. euro til 12 mio. euro.
- Standardisering og strømlining af prospektkrav:
  - Primære udstedelser: standardformat og standardrækkefølge for informationer og prospektresuméet – ved aktieprospekter maks. 300 sider.
  - Risikofaktorer: begrænset antal kategorier, ingen forpligtigelse til at rangordne de væsentligste risikofaktorer.
  - Begrænsning af sprogkrav: f.eks. nok med engelsk (undtagen resuméet)
  - Fjerner mulighed for at investorer kan anmode om prospektet i en papirudgave
  - Ny prospekttype: *vækstorienteret EU-udstedelsesdokument*: standardformat og standardrækkefølge, kan udarbejdes på et sprog undtagen resuméet. Ved aktieprospekter maks. 75 sider. Obligatorisk for SMV'er og udstedere med værdipapirer til optagelse på et SMV-vækstmarked



# Ændring af regler for udarbejdelse af prospekter (fortsat)

- Udvidet mulighed for at blive fritaget for at udarbejde prospekter ved sekundære udstedelser af ombyttelige værdipapirer:
  - grænse hæves fra 20-40 pct. af det samlede antal værdipapirer
  - Ny undtagelse for værdipapirer der har været optaget til handel på et reguleret marked eller SMV-vækstmarked i mindst 18 måneder (skal dog udarbejde kort dokument på højst 10 A4-sider til de nationale myndigheder)
- Nyt prospekt: *EU-opfølgingsprospekt* ved sekundære udstedelser: enkelt dokument med et standardiseret format og standardiseret rækkefølge af informationer. Kan udarbejdes på et enkelt sprog, undtagen resuméet. Ved aktieudstedelser maks. 50 sider.
- Strømlining af de nationale myndigheders kontrol i en delegeret retsakt (specifikation af hvornår, en tilsynsmyndighed må kræve ekstra oplysninger og hvor lang tid en godkendelse må tage samt konsekvenser ved overskridelse.



# Oversigt over nye prospekttyper

## Primær udstedelse

- **Standardprospekt (IPO)**

Aktier: maks. 300 sider

- **Vækstorienteret EU-udstedelsesdokument**

SMV-vækstmarkeder

Aktier: maks. 75 sider

(erstatte det nuværende EU-vækstprospekt)

## Sekundær udstedelse

- **EU-opfølgingsprospekt**

Aktier: maks. 50 sider

(erstatte den nuværende forenkede oplysningsordning for sekundære udstedelser og EU-genopretningsprospektet ifm. covid-19)



# Ændring af reglerne omkring markedsmisbrug

- Indsnævrer anvendelsesområdet for oplysningspligten om intern viden for udstedere, men fastholder selve det brede begreb ”intern viden” (ikke offentliggøre information om mellemliggende skridt i en langvarig proces, selvom de mellemliggende skridt udgør intern viden – Kommissionen udarbejder delegeret retsakt med ikke-udtømmende liste).
- Præciserer kravene for, hvornår udsættelse af offentliggørelse af intern viden ikke er vildledende (må ikke adskille sig væsentligt fra tidligere bekendtgørelser, må ikke angår tidligere bekendtgjorte finansielle mål, der ikke kan nås, må ikke være i strid med markedets forventninger).
- Begrænsning af den personkreds, der skal medtages på listen over personer med insiderviden (regelmæssig adgang til intern viden pga. funktion eller stilling hos udsteder)
- Tærsklen hæves for, hvornår ledende medarbejders transaktioner med værdipapirer fra udstederen skal underrettes til de nationale myndigheder fra 5.000 til 20.000 euro (mulighed nationalt for tærskel på op til 50.000 euro)
- Opretter en mekanisme til overvågning af ordre på tværs af markeder, så nationale myndigheder kan udveksle såkaldte ordrebogsdata på tværs af EU-landene.



# Ændring af regler om investeringsinformation

Der er i dag krav om, at omkostninger opdeles i henholdsvis omkostninger forbundet med ordreudførelser, som investor betaler for, og omkostninger til analysetjenester, som værdipapirudstederen betaler for.

- Udvider den gældende undtagelse til kravet om at adskille omkostninger forbundet med ordreudførelsesydelser og analysetjenesteydelser, når analyserne vedrører SMV'er med en markedsværdi op til 10 mia. euro (før var grænsen 1 mia. euro).
- Fremme udviklingen af investeringsanalyser betalt af udstederen ("udstedersponsoreret analyse") på baggrund af et adfærdskodeks udviklet eller godkendt af en markedsoperatør eller en ansvarlig myndighed i EU.



# Nærhedsprincippet

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, at forslagene er i overensstemmelse med nærhedsprincippet.



# Høringsvar

Følgende interessenter er blevet hørt om de to forslag:

Advokatsamfundet, Nasdaq København (Nasdaq), Dansk Erhverv, Dansk Industri (DI) og Finans Danmark (FIDA). Green Building Council Denmark havde ingen bemærkninger.

➤ De er generelt positive i forhold til de fleste elementer i forslagene.



# SMV-vækstmarked

- Introduceret med direktivet om markeder for finansielle instrumenter (MiFID II) i 2018
- Krav: mindst 50 pct. af de udstedere, hvis finansielle instrumenter handles, skal være SMV'er.
- Lempelser i forhold til bestemmelserne i markedsmisbrugs- og prospektforordningen med det formål at mindske de administrative byrder for SMV'erne ved at være optaget til handel på en markedsplads.
- SMV'erne kan eksempelvis i visse tilfælde være undtaget for at udarbejde en insiderliste.
- SMV'erne har i visse tilfælde også mulighed for at udarbejde betydelig lettere prospekter end standardprospektet i form af et EU-vækstprospekt (der nu bliver til et vækstorienteret EU-udstedelsesdokument) ved udbud af værdipapirer til offentligheden eller et forenklet prospekt (der nu bliver til et EU-opfølgingsprospekt) i forbindelse med sekundære udstedelser
- Nasdaq First North Growth Market blev pr. september 2019 registreret som et SMV-vækstmarked.





# Direktivforslag om strukturer med aktier med flere stemmer på SMV-vækstmarkeder

- Formål: 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.
- Krav til medlemslande om at tillade aktiestrukturer med aktier med flere stemmer ved anmodning om optagelse af et selskabs aktier på et SMV-vækstmarked i et eller fleres medlemslande. Selskaberne må ikke i forvejen have aktier optaget til handel.
- Minimumsharmonisering: medlemslandene kan indføre eller opretholde nationale bestemmelser, der giver selskaber mulighed for at indføre aktieklasser i andre tilfælde end på SMV-vækstmarkeder, men kan også opretholde forbud.
- Forskellige regler i EU: aktieklasser reguleres i øjeblikket udelukkende på nationalt plan -12 medlemslande tillader i dag aktiestrukturer med aktier med flere stemmer. (Tjekkiet, Danmark, Finland, Ungarn, Irland, Italien, Malta, Nederlandene, Polen, Portugal, Rumænien og Sverige).



# Situation i EU-landene i dag

EU-land ( <i>tilladt</i> )	Aktier med flere stemmer	Max. stemme- ratio	Loyalitets- aktier	Aktier uden stemmer	EU-land ( <i>tilladt</i> )	Aktier med flere stemmer	Max. stemme- ratio	Loyalitets- aktier	Aktier uden stemmer
Østrig	nej	-	nej	ja	Italien	ja	3:1	ja	ja
Belgien	nej	-	ja	ja	Letland	nej	-	nej	ja
Bulgarien	nej	-	nej	ja	Litauen	nej	-	nej	ja
Cypern	nej	-	nej	ja	Luxembourg	nej	-	nej	ja
Kroatien	nej	-	nej	ja	Malta	ja	-	nej	ja
Tjekkiet	ja	nej	nej	ja	Nederlandene	ja	-	ja	nej
Danmark	ja	nej	ja	ja	Polen	ja	2:1	nej	ja
Estland	nej	-	nej	ja	Portugal	ja	5:1	nej	ja
Finland	ja	nej	nej	ja	Rumænien	ja	-	nej	ja
Frankrig	nej	-	ja	ja	Slovakiet	nej	-	nej	ja
Tyskland	nej	-	nej	ja	Slovenien	nej	-	nej	ja
Grækenland	nej	-	nej	ja	Spanien	nej	-	nej	ja
Ungarn	ja	10:1	nej	ja	Sverige	ja	10:1	nej	nej
Irland	ja	-	nej	ja					

# Obligatoriske beskyttelsesforanstaltninger

Af hensyn til de øvrige aktionærer og selskabets interesser skal EU-landene sikre, at:

- Selskabets beslutninger om at indføre en struktur med aktier med flere stemmer skal træffes af selskabets generalforsamlingen og godkendes med kvalificeret flertal som fastsat i den nationale lovgivning. Hvis der er flere aktieklasser skal der være en særskilt afstemning for hver klasse.
- Begrænsning på hvor store forskellen i aktiernes stemmewægte må være => EU-landene skal indføre ét af følgende krav:
  - en maksimal vægтет stemmeration: stemmewærdien af visse aktier må ikke overstige X gange stemmewærdien af nogen anden aktie og krav om at aktier med flere stemmer maksimalt kan udgøre en fast procentdel af aktiekapitalen.
  - 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.



# Frivillige beskyttelsesforanstaltninger

Af hensyn til de øvrige aktionærer og selskabets interesser kan EU-landene sikre:

- *en overdragelsesbaseret solnedgangsklausul*: 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
- *en tidsbaseret solnedgangsklausul*: en bestemmelse om at undgå, at de øgede stemmerettigheder, der er knyttet til aktier med flere stemmer, fortsat eksisterer efter en bestemt periode
- *en hændelsesbaseret solnedgangsklausul*: en bestemmelse om at undgå, at de øgede stemmerettigheder, der er knyttet til aktier med flere stemmer, fortsat eksisterer efter en given hændelse
- 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.



# Yderligere indhold

- Selskaber med strukturer med aktier med flere stemmer på et SMV-vækstmarked skal offentliggøre en række informationer om aktiestrukturen og identiteten på aktionærer med aktier med flere stemmer i det vækstorienterede EU-udstedelsesdokument eller i et optagelsesdokument og årsrapporten.
- Medlemslandene vil have to år til at gennemføre direktivet, efter det er trådt i kraft.

## Betydning i en dansk kontekst:

- Det gældende danske forbud mod aktieklasser med stemmeretsforskelle i forbindelse med finansielle virksomheder i lov om finansiell virksomhed vil ifølge regeringen ikke kunne opretholdes for finansielle virksomheder, der skal optages på et SMV-vækstmarked.
- Forslaget vil i øvrigt medføre ændringer i selskabsloven (herunder krav der stilles til indførelse af aktieklasser samt beskyttelsesforanstaltninger for øvrige aktionærer).
  - Regeringen finder det vigtigt, at forslaget ikke medfører negative konsekvenser for eksisterende nationale systemer med aktieklasser.
  - Regeringen finder det centralt, at der ikke indføres krav om solnedgangsklausuler eller begrænsning for, hvor stor forskellen i aktiernes stemmevægt må være.



# Nærhedsprincippet

Kommissionen argumenterer i forhold til forslaget om aktieklasser på SMV-vækstmarkeder, at det er usandsynligt, at medlemslande, som i øjeblikket ikke tillader aktieklasser, ensidigt og uden eksterne incitamer 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 er enig i, at Kommissionens forslag er i overensstemmelse med nærhedsprincippet.



# Høring

Hørings svar fra Advokatrådet, Dansk Erhverv (DE), Dansk Industri (DI), Danske Advokater, Danske Rederier, Komitéen for god Fondsledelse, Nasdaq Copenhagen, Finans Danmark (FiDa) og Professor, dr.jur., Jesper Lau Hansen, Københavns Universitet, Det Juridiske Fakultet.

- Generel opbakning til direktivets formål om at give særligt SMV'er et styrket incitament til at søge finansiering på kapitalmarkederne, herunder ved at give selskaberne ret til at indføre aktieklasser.
- Udtrykker en række bekymringer, herunder f.eks. at forslaget blander sig unødigt i EU-landenes nationale selskabsretlige traditioner for aktieklasser.
- Enkelte interessenter mener, at forslaget ikke er i overensstemmelse med nærheds- og proportionalitetsprincippet.



# Høring (fortsat)

- Dansk Industri (DI): advarer kraftigt imod forslaget om minimumsharmonisering af EU-landenes regulering af stemmedifferentierede aktier (problem med nærheds- og proportionalitetsprincippet)
- Danske Advokater: ikke behov for begrænsning i størrelsen eller struktureringen af aktieklasserne (problem med proportionalitetsprincippet)
- Komitéen for god Fondsledelse: Direktivet er en unødigt indblanding i national lovgivning, og stemmerettigheder bør alene reguleres af det enkelte EU-lands lovgivning (problem med nærhedsprincippet)
- Danske Rederier: finder forslaget bekymrende (problem med proportionalitetsprincippet)
- Finans Danmark: stemmer i aktieklasser henhører under selskabsretten og nationale governance-forhold og dermed under national kompetence (nærhedsprincippet).
- Professor dr.jur., Jesper Lau Hansen, Københavns Universitet, Det Juridiske Fakultet: ikke det nødvendige empiriske og juridiske grundlag for forslaget, variation i selskabsledelsessystemer er ikke begrundelse nok (problem med nærhedsprincippet).





# Det videre forløb

De to ændringsforslag behandles samlet i Rådet, hvorimod forslaget om aktieklasser med forskellige stemmerettigheder behandles separat.

- Behandling af de to forslag på arbejdsgruppeniveau i Rådet (næste møde 27. marts)
- Det går hurtigere med forslaget om aktieklasser på SMV-vækstmarkeder.



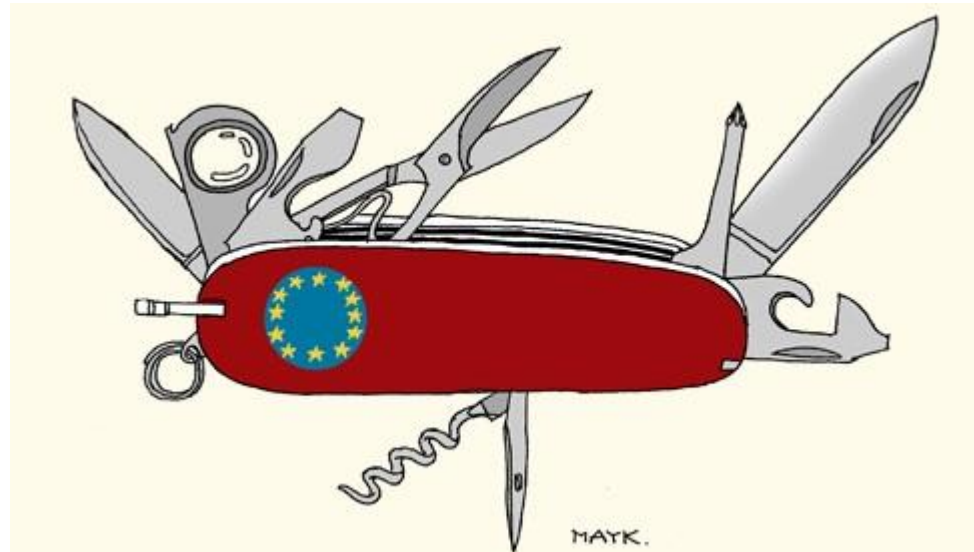
# Nærhedstjek

- Folketinget udvælger årligt 5-10 EU-forslag fra Kommissionens arbejdsprogram på baggrund af fagudvalgenes indstillinger som såkaldte prioriterede sager.
- Nærhedsprincip: EU må ikke lovgive, hvis det bedre kan gøres på nationalt eller regionalt niveau.
- Hvis 1/3 af de nationale parlamenter finder nærhedsproblemer, får Kommissionen et gult kort, og forslaget skal så tages op til fornyet overvejelse. Kommissionen kan så fastholde, ændre eller forkaste forslaget.
- Fristen er den **29. marts 2023** for svar til Kommissionen
- Frist til EUU den **23. marts 2023**.
- 9 nationale parlamenter har foruden Folketinget valgt at indlede en nærhedsbehandling af hele Kommissionens lovpakke: Belgien, Finland, Tyskland, Irland, Litauen, Polen, Slovakiet, Spanien og Sverige (Spanien og Irland har afsluttet og finder ikke et nærhedsproblem).



# Hvordan kan ERU behandle forslaget

- Begrundet udtalelse om brud på nærhedsprincippet - *frist den 23. marts*
- Kræver at et flertal i Erhvervsudvalget finder, at der er brud på nærhedsprincippet!
- Politisk udtalelse til Kommissionen og Parlamentet – *ingen frist*
- Skriftlige spørgsmål til Kommissæren eller til den danske minister
- Samråd eller teknisk gennemgang





**FOLKETINGET**

**Mere information**

[www.ft.dk](http://www.ft.dk)

**Martin Jørgensen**

EU-konsulent

Tlf. 61 62 43 07

E-mail: [Martin.jorgensen@ft.dk](mailto:Martin.jorgensen@ft.dk)