



29. juni 2018

GRUND- OG NÆRHEDSNOTAT TIL FOLKETINGETS EUROPAUDVALG

Kommissionens forslag til forordning om ændring af forordning 596/2014/EF (markedsmisbrugsforordningen) og 1129/2017 (prospektforordningen) om fremme af brugen af SMV-vækstmarkeder, KOM (2018) 331

1. Resumé

Kommissionen har den 24. maj 2018 fremsat forslag om ændring af markedsmisbrugsforordningen og prospektforordningen for at lette kravene for små og mellemstore virksomheder (SMV'er) i forhold til deres adgang til SMV-vækstmarkeder såvel som løbende forpligtelser ved at være optaget til handel herpå.

Formålet med forslaget er at fjerne unødige administrative byrder for SMV'er og dermed lette disse virksomheders adgang til kapitalmarkederne for både aktier og obligationer samtidig med, at der sikres et højt niveau af markedsintegritet og investorbeskyttelse. Det foreslås bl.a. at lette forpligtelserne vedr. markedssondering fsva. obligationshandel, præcisere brugen af likviditetsaftaler for at øge likviditeten i udstederens aktier, indførelse af længere frister for offentliggørelse af intern viden og ledende medarbejders transaktioner samt indføre et lempeligere prospekt ved overgang til regulerede markeder.

Regeringen støtter generelt Kommissionens forslag og formålet om at lette byrderne for SMV'erne og styrke deres adgang til kapitalmarkederne uden at det sker på bekostning af markedsintegriteten og investorbeskyttelsen.

2. Baggrund

Kommissionen har den 24. maj 2018 fremsat forslag til ændring af Markedsmisbrugsforordningen (forordning 596/2014/EF) og Prospektforordningen (forordning 1129/2017/EF).

Markedsmisbrugsforordningen foreskriver generelle regler om insiderhandel, uretmæssig videregivelse af intern viden og markedsmanipulation. Derudover indeholder markedsmisbrugsforordningen regler for bl.a. insiderlister, udsættelse af offentliggørelse af intern viden, ledende medarbejders transaktioner, whistleblowerordninger og markedssonderinger. Markedssonderinger er kommunikation af oplysninger forud for offent-

liggørelsen af en transaktion til en eller flere potentielle investorer mhp. at vurdere potentielle investorers interesse i en mulig transaktion. Det kendes også som præ-markedsføring.

Prospektforordningen fastsætter harmoniserede principper og regler om det prospekt, der skal udarbejdes, godkendes og offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked. Forordningen har til formål at sikre investorbeskyttelse og styrke det indre marked for kapital ved fremlæggelse af ensartede oplysninger til brug for en investeringsbeslutning og regler om indhold af prospektet.

Forslaget indgår i Kommissionens handlingsplan for Kapitalmarkedsunionen, særligt formålet om at øge adgangen til finansiering via kapitalmarkederne i EU og lette adgangen til finansiering for små og mellemstore virksomheder (SMV'er). Initiativet følger op på lignende tiltag på området for særlige typer investeringsfondes investeringer i start-ups og mellemstore virksomheder.

Forslaget er afgrænset til at vedrøre SMV-vækstmarkeder og selskaber optaget til handel på disse handelspladser. Forslaget søger at lette SMV'ers adgang til finansiering på kapitalmarkeder ved, at der på disse handelsfaciliteter tages særlige hensyn til disse virksomheder sammenlignet med reglerne på de såkaldte regulerede markeder.

Europæiske kapitalmarkeder for SMV'er har således særlige udfordringer med at tiltrække nye udstedere, bl.a. pga. høje omkostninger til compliance for ustederne samt utilstrækkelig likviditet i papirerne.

Retsgrundlaget for forslaget er artikel 114 i Traktat om Den Europæiske Unions funktionsmåde (TEUF). Kommissionens forslag skal behandles og vedtages af Rådet og Europa-Parlamentet efter den almindelige EU-beslutningsprocedure, hvor Rådet træffer afgørelse med kvalificeret flertal.

3. Formål og indhold

Markedsmisbrugsforordningen har medført øgede administrative byrder for SMV'er, da forordningen også gælder for værdipapirer optaget til handel på en såkaldt multilateral handelsfacilitet (MHF). Næsten samtlige bestemmelser i forordningen gælder for alle udstedere uanset størrelse eller handelsplads, og det vurderes, at der er behov for lempeligere krav for SMV'ere.

Prospektforordningen har taget hensyn til SMV'er ved at indføre et "EU-vækstprospekt". Der er imidlertid krav om et fuldt prospekt, hvis en SMV ønsker at blive optaget til handel på et reguleret marked, også efter at have været optaget til handel på et SMV-vækstmarked.

Formålet med forslaget er at fjerne unødige administrative byrder for SMV'er med henblik på at lette disses adgang til kapitalmarkederne for både aktier og obligationer samtidig med, at der sikres et højt niveau af markedsintegritet og investorbeskyttelse. Hensigten er, at det skal være lettere for selskaber at være optaget til handel på SMV-vækstmarkeder og dermed lettere at fremskaffe kapital.

A. Foreslåede ændringer til markedsmisbrugsforordningen

1) Fritagelse fra kravene i markedssonderingsregimet for private obligationsplaceringer hos institutionelle investorer mv. (artikel 11)

Ved markedssondering forstås kommunikation af oplysninger forud for offentliggørelsen af en transaktion med henblik på at vurdere potentielle investorers interesse i en mulig transaktion og de vilkår, der knytter sig hertil. Omfanget af denne kommunikation skal ses i forhold til, at der gælder et forbud mod videregivelse af intern viden, medmindre videregivelsen sker som led i den normale udøvelse af virksomheden. For at hjælpe udstedere er der, under overholdelse af en række relativt omfattende krav, indført en mulighed for videregivelse af intern viden ved markedssonderinger.

Hvis der stilles krav om markedssondering, og overholdelse af de omfattende dokumentationskrav, i forbindelse med private placeringer af obligationer på SMV-vækstmarkeder, kan det være belastende og være en hindring for at indlede drøftelser om sådanne transaktioner for både udstedere og investorer.

Forslaget indebærer, at kravene for den pågældende obligationstransaktion ikke bliver omfattet af markedssonderingsregimet. Denne lempelse vil finde anvendelse, hvor udstederen, der foretager obligationsplaceringen, allerede har værdipapirer optaget til handel på et SMV-vækstmarked, og hvor der er procedurer på plads, der sikrer, at de institutionelle investorer er bekendt med de retlige konsekvenser, som følger med adgang til intern viden. Det forventes at lette den administrative byrde for både SMV'er og investorer.

2) Aftale om likviditetstilførsel til udstedere på SMV-vækstmarkeder (artikel 13)

Den foreslåede ændring til artikel 13 vil medføre, at en udsteder (små og mellemstore virksomheder) vil have mulighed for at indgå en likviditetsaftale med det formål at øge likviditeten i udstederens aktier på SMV-handelspladsen. Med aftalen forpligtes en tredjepart til at opretholde en given likviditet i aktien, det vil for eksempel sige at stille både købs- og salgspriser der kan handles efter. Større likviditet vil give skarpere priser og gøre det lettere for investorerne at handle i markedet, hvilket i sidste ende også er en fordel for udsteder.

Likviditetsstilleren skal være et investeringsfirma autoriseret efter reglerne i MiFID II og medlem af markedspladsen, hvor udstederens værdipapirer er optaget til handel, og operatøren af markedspladsen skal informeres om betingelserne i kontrakten. Kommissionen forventer, at denne ændring vil øge likviditeten og reducere prisudsvingene i SMV-aktier og hermed øge interessen for SMV-vækstmarkeder for både investorer, rådgivere og markedspladser. Samlet set vil det forbedre de pågældende virksomheders adgang til kapital.

3) *Udsættelse af offentliggørelse af intern viden (artikel 17)*

Efter markedsmisbrugsforordningens artikel 17 skal udstedere informere den kompetente myndighed (Finanstilsynet) om udsættelse af offentliggørelse af intern viden under forudsætning af, at en række betingelser er opfyldt. Efter den foreslåede ændring vil udstedere på SMV-vækstmarkeder fortsat skulle underrette den kompetente myndighed, men vil kun være forpligtet til at informere om baggrunden herfor på myndighedens anmodning (i stedet for at gøre dette i alle tilfælde). Derudover vil udstedere på SMV-vækstmarkeder blive fritaget for forpligtelsen til at udarbejde detaljeret dokumentation med henblik på at udsætte intern viden på løbende basis. Formålet hermed er at lette den administrative byrde for SMV'er ved at fritage dem for at vedligeholde lange lister med information.

4) *Insiderlister for SMV vækstmarkeder (artikel 18)*

Ifølge markedsmisbrugsforordningens artikel 18 er udstedere hvis finansielle instrumenter er optaget til handel på et SMV-vækstmarked fritaget for udarbejdelse af en insiderliste. Det forudsat at udstederen tager alle rimelige skridt for at sikre, at enhver person med adgang til intern viden anerkender de juridiske og lovgivningsmæssige pligter, der følger heraf samt at udstederen på anmodning er i stand til at levere insiderlisten til Finanstilsynet. Det foreslås at indføre krav om en mindre byrdefuld "liste over permanente insidere", som skal indeholde alle de personer der har regelmæssig adgang til intern viden. Formålet med ændringen er at lette den administrative byrde for SMV'er ved at minimere omkostningerne ved udarbejdelse af ad hoc insiderlister for al intern viden.

5) *Ledende medarbejders transaktioner (artikel 19)*

Personer med ledelsesansvar og personer, der er nært knyttet til dem, skal underrette udstederen om alle transaktioner, som de udfører for egen regning. En sådan underretning skal ske straks og senest tre arbejdsdage efter transaktionen, som også er fristen for offentliggørelse til markedet. Denne bestemmelse foreslås ændret, således at personer med ledelsesansvar og personer, der er nært knyttet til dem for udstedere på SMV-vækstmarkeder, vil skulle informere udstederen og Finanstilsynet inden for 3 arbejdsdage, og ikke straks. Derudover vil udstederen have yderligere to arbejdsdage til at offentliggøre informationen til markedet. Formålet med ændringen er at lette den admini-

strative byrde for SMV'er ved at sikre, at de har bedre tid til at offentliggøre ledelsens transaktioner til offentligheden.

B. Foreslåede ændringer til prospektforordningen

6) Transfer Prospekt (artikel 14)

Udstedere, der er optaget til handel på et SMV-vækstmarked i en vis periode, er forpligtede til at lave et fuldt prospekt, når de ønsker at blive optaget til handel på et reguleret marked. Det foreslås at skabe mulighed for et lempeligere "transfer prospekt" for selskaber, der har været optaget til handel på et SMV-vækstmarked i minimum tre år, og som ønsker optagelse til handel på et reguleret marked af eksisterende og nye værdipapirer. Et transferprospekt vil gøre det lettere for SMV'ere, der har været optaget til handel på vækstmarkedet, at få adgang til regulerede markeder.

4. Europa-Parlamentets udtalelse

Europa-Parlamentet er medlovgiver på forslaget. Europa-Parlamentet har endnu ikke fastlagt sin holdning til Kommissionens forslag, men forventes generelt at være positiv over for forslaget.

5. Nærhedsprincippet

Kommissionen anfører, at hensigten med forslaget ikke i tilstrækkelig grad kan opfyldes af EU-landene, hvis de handler uafhængigt af hinanden, da gældende regler for handel på SMV-vækstmarkeder skal ændres. Det kan ikke opfyldes ved ikke-lovgivningsmæssige tiltag på EU-plan.

Det er regeringens vurdering, at forslaget er i overensstemmelse med nærhedsprincippet.

6. Gældende dansk ret

Der er tale om foreslåede ændringer til to forordninger, der har direkte virkning i alle EU-lande, hvorfor der som udgangspunkt ikke er nogen særlig dansk ret.

Det kan bemærkes i forhold til udsættelse af offentliggørelse af intern viden (artikel 17), at en udsteder i Danmark kun er forpligtet til at informere Finanstilsynet om baggrunden for udsættelsen på Finanstilsynets anmodning. Når offentliggørelse af intern viden udsættes, kræver det, at udsteder løbende tager stilling til, om kriterierne for udsættelsen er tilstede. For at kunne informere Finanstilsynet på anmodning forudsætter det, at udsteder løbende foretager dokumentation for sine handlinger.

7. Konsekvenser

Lovgivningsmæssige konsekvenser

Ændringerne foretages i forordninger, hvorved der ikke vil være nogen direkte lovgivningsmæssige konsekvenser.

Økonomiske konsekvenser

Statsfinansielle konsekvenser

Forslaget vurderes ikke at medføre statsfinansielle konsekvenser.

Samfundsøkonomiske konsekvenser

Initiativet er en del af Kommissionens handlingsplan for kapitalmarkedsunionen, som har til formål at lette adgangen til kapitalmarkeder for selskaber, hvilket vurderes at skabe mere effektive kapitalmarkeder. De direkte, målbare, positive konsekvenser vurderes imidlertid begrænsede.

Erhvervsøkonomiske konsekvenser

Forslaget forventes at medføre erhvervsøkonomiske fordele. Det vurderes, at de foreslåede ændringer vil lette visse arbejdsgange hos udstederne i relation til insiderlister, udsættelse af offentliggørelse af intern viden samt markedssonderinger. På den anden side vil der muligvis være behov for øget overvågning, eksempelvis i forbindelse med overvågning af håndhævelse af likviditetskontrakter. Omkostninger i denne forbindelse kan ikke beregnes på nuværende tidspunkt, men må påregnes at være minimale.

8. Høring

Forslagene har været i skriftlig høring i EU-Specialudvalget for den finansielle sektor med frist for bemærkninger den 8. juni 2018.

Nedenfor sammenfattes hovedindholdet af de indkomne høringssvar. Der er kun kommet høringssvar fra Finans Danmark (FIDA).

FIDA ser positivt på de lempelser, som forslaget lægger op til i forhold til SMV'ernes muligheder for kapitalrejsning samtidig med, at investorerne tillid til kapitalmarkedet bevares. FIDA finder, at markedssonderingsregimet bør udgøre en generel undtagelse. Hensynene bag reglerne vil kunne varetages af markedsmisbrugsreglerne om intern viden og forbud mod insiderhandel iflg. FIDA.

9. Generelle forventninger til andre landes holdninger

Der er på nuværende tidspunkt ikke nærmere kendskab til andre EU-landes holdninger til forslaget. EU-landene ventes dog generelt at støtte formålet med forslaget.

10. Regeringens foreløbige generelle holdning

Regeringen støtter formålet om at lette adgangen til kapitalmarkeder for små og mellemstore virksomheder, herunder lette byrderne for virksomhederne, så længe markedets integritet ikke kompromitteres.

Regeringen vil derfor arbejde for, at de enkelte initiativer medfører reelle byrdelettelser for udstederselskaberne samtidig med, at reglernes formål om at sikre markedets integritet og investorernes tillid ikke svækkes.

Regeringen vil arbejde for præcisering af markedssonderingsregimet for at søge bredest mulig anvendelse heraf under hensyn til investorerne til- lid til kapitalmarkedet.

11. Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg

Forslaget har ikke tidligere været forelagt for Folketingets Europaudvalg.