



Bruxelles, den 24.5.2018
SWD(2018) 244 final

ARBEJDSDOKUMENT FRA KOMMISSIONENS TJENESTEGRENE

RESUME AF KONSEKVENSANALYSEN

Ledsagedokument til

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} - {SEC(2018) 247 final} - {SWD(2018) 243 final}

Resumé
Konsekvensanalyse af Kommissionens forslag om fremme af anvendelsen af SMV-vækstmarkeder
A. Behov for handling
Hvorfor? Hvad er problemstillingen?
Initiativet er af central betydning for kapitalmarkedsunionens (CMU) arbejdsprogram og har til formål at lette adgangen til offentlige kapitalmarkeder for små og mellemstore virksomheder (SMV'er). Specifikt har det til formål at håndtere den uforholdsmæssigt store administrative byrde, som SMV'er pålægges, når de børsnoteres eller udsteder aktier og obligationer, og at øge likviditeten på SMV-vækstmarkeder (en ny kategori af multilaterale handelsfaciliteter, som er oprettet i henhold til direktivet om markeder for finansielle instrumenter II 2014/65/EU – MiFID II). EU's regelsæt indeholder i øjeblikket kun få lempelser for udstedere på SMV-vækstmarkeder og pålægger dem uforholdsmæssigt store omkostninger. Dette er navnlig tilfældet for standardløsninger, som iværksættes efter forordningen om markedsmissbrug (MAR) 596/2014. Disse omkostninger gør offentlige udstedelser af egenkapital eller gæld relativt mindre interessante. Desuden lider SMV-aktier under dårlig likviditet. Dette øger likviditets- og volatilitetsrisici for investorerne, hvilket nedsætter aktiernes værdiansættelse. Desuden skaber den nuværende definition af SMV-udstedere af gældsbeviser (med henblik på SMV-vækstmarkeder) og kravet om, at udstederne udarbejder halvårslige rapporter, betydelige hindringer for operatørerne og hindrer SMV-udstedere af gældsbeviser i at få gavn af de lempelser, som allerede er på plads, samt dem, der er fastsat med dette initiativ.
Hvilke resultater forventes der af initiativet?
Initiativet forventes at reducere de administrative omkostninger for børsnoterede SMV'er og øge likviditeten på SMV-vækstmarkeder. I forbindelse med relaterede lovgivningsmæssige og ikkelovgivningsmæssige foranstaltninger, der træffes under kapitalmarkedsunionens arbejdsprogram, vil initiativet øge offentlige markeds relative tiltrækningskraft og forbedre SMV'ers adgang til finansiering. Dette vil gøre små og mellemstore virksomheder mindre afhængige af bankfinansiering og vil derved øge deres modstandsdygtighed over for økonomiske chok og være til gavn for den bredere økonomi.
Hvad er merværdien ved at handle på EU-plan?
Eftersom medlemsstaterne næsten ikke har nogen fleksibilitet med hensyn til at tilpasse direktivet om markeder for finansielle instrumenter II, forordningen om markedsmissbrug eller prospektforordning 2017/1129 til lokale forhold, er et lovgivningsmæssigt tiltag på EU-plan absolut nødvendigt for at mindske den administrative byrde for udstedere på SMV-vækstmarkeder som følge af disse EU-retsakter. Med hensyn til de lovgivningsmæssige hindringer, der hæmmer tilvejebringelsen af likviditet, ligger der en anden logik til grund for et EU-indgreb. Medlemsstaterne kan indføre en accepteret markedspraksis for likviditetsaftaler, men det er der kun fire, som har gjort. Dette betyder, at potentielle SMV-udstedere i mange medlemsstater ikke har ret til at indgå likviditetsaftaler. Denne situation fører til en fragmentering af det indre marked og skaber en konkurrenceforvriddning mellem udstedere, som har ret til at indgå en likviditetsaftale (og dermed sikre deres likviditet og få lavere kapitalomkostninger osv.) og dem, der ikke har denne mulighed. Begrænset handel på grund af begrænset frit omløb kan medføre, at investorerne har en negativ opfattelse af likviditeten for værdipapirer, der er noteret på SMV-vækstmarkeder, og det kan forringe disse nyligt oprettede markedspladser troværdighed og tiltrækningskraft. Tiltag på EU-plan er nødvendige for at sikre, at de identificerede reguleringsmæssige problemer, der udspringer af EU-regler, løses i tilstrækkelig grad, og at likviditeten kan øges på disse markeder.

B. Løsninger
Hvilke lovgivningsmæssige og ikkelovgivningsmæssige løsninger er overvejet? Foretrækkes en bestemt løsning frem for andre? Hvorfor?
Referencescenariet i alle tilfælde var ikke at foreslå ændringer i de bestemmelser, der gælder for SMV-vækstmarkeder og udstedere på disse markeder. Selv om ikkelovgivningsmæssige løsningsmodeller kan bidrage til yderligere at forbedre markedsforholdene og bidrage til at nå målene for initiativet, blev de ikke anset for at være effektive værktøjer til at løse specifikke problemer. De foretrukne løsningsmodeller blev identificeret på grundlag af deres respektive effektivitet og virkningsgrad for i) at mindske overholdelsesomkostningerne for udstedere på SMV-vækstmarkeder og ii) at øge likviditeten på SMV-vækstmarkeder, men samtidig iii) at opretholde et højt niveau af investorbeskyttelse og markedsintegritet. De foretrukne lovgivningsmæssige tilpasninger vedrørende likviditet blev valgt på grundlag af deres evne til

effektivt at forbedre likviditeten og samtidig bevare en tilstrækkelig fleksibilitet til at tilpasse dem til lokale markedsforhold. Dette ventes at bidrage til at forbedre deres effektivitet. Det fremgik af analysen, at den bedste løsning ville være at gennemføre et europæisk tilvalgssystem for likviditetsaftaler og bemyndige SMV-vækstmarkeder til at anvende mindstekrav til frit omløb uden yderligere specifikationer.

De foretrukne foranstaltninger til nedbringelse af overholdelsesomkostningerne blev udvalgt efter deres evne til at nedbringe omkostningerne, samtidig med at der blev opretholdt en høj grad af markedsintegritet. Analysen af løsningsmodeller førte til forslag om tekniske ændringer, der skal sikre begrænsede fritagelser for så vidt angår anvendelsesområde, tidsmæssige krav til videregivelse af oplysninger samt registreringsforpligtelser, der navnlig følger af markedsmisbrugsforordningen. Det blev også besluttet at give SMV'er mulighed for at anvende et lempeligere "overførselsprospekt", når de flytter fra et SMV-vækstmarked til et reguleret marked ("hovedmarked").

Hvem støtter hvilken løsning?

Høringen af interessenter og forudgående høringsaktiviteter har vist, at der er bred støtte til lovgivningsmæssige justeringer for at lette en bedre adgang til offentlige kapitalmarkeder for SMV'er. Interessenterne bemærkede navnlig, at standardtilgangen i henhold til markedsmisbrugsforordningen pålægger mindre udstedere en uforholdsmæssigt stor byrde. Udstedere, børsere og formidlere opfordrede generelt til målrettede lempelser for at nedbringe de administrative omkostninger, navnlig for så vidt angår ledende medarbejderes transaktioner, insiderlister og videregivelse af intern viden. Medlemsstaterne støttede også sådanne tiltag, idet de dog bemærkede, at der ved alle tilpasninger bør undgås negative påvirkninger af markedsintegriteten. De interesserede parter støttede på samme måde også gennemførelsen af et lempeligere "overførselsprospekt".

Vedrørende tilpasning af definitioner viste interessenterne bred støtte til en ændring af definitionen af små og mellemstore udstedere af gældsbeviser. Svarene var mindre overbevisende for så vidt angår den overordnede definition af SMV-vækstmarkeder. Mens mange interessenter støttede en forhøjelse af markedsværdigrænsen, bemærkede andre, at en sådan foranstaltning ville være forhastet. På baggrund af denne feedback og yderligere analyse er den foretrukne løsningsmodel at opretholde status quo for så vidt angår definitionen af SMV-vækstmarkeder (undtagen definitionen af SMV-udstedere af gældsbeviser).

For så vidt angår foranstaltninger med det formål at styrke likviditeten var der bred enighed blandt markedsdeltagerne om fordelene ved likviditetsaftaler. Blandt de interessenter, som gav udtryk for deres holdning, var et stort antal enige i, at der ville være fordele ved at indføre en EU-ramme, selv om mange insisterede på, at der var behov for at opretholde en vis fleksibilitet, så sådanne aftaler kunne tilpasses lokale forhold. Nogle få nationale kompetente myndigheder frygtede, at en sådan praksis kunne give anledning til manipulerende prisadfærd. Andre nationale kompetente myndigheder så dog ingen grund til bekymring, forudsat at rammen blev justeret til at forebygge manipulerende adfærd som under de eksisterende former for accepteret markedspraksis. Vedrørende kravene til mindste frie omløb var respondenterne ligeligt fordelt mellem aktører, der støtter en sådan foranstaltning, og dem, der var imod.

C. Den foretrukne løsnings virkninger

Hvilke fordele er der ved den foretrukne løsning (hvis en bestemt løsning foretrækkes – ellers fordelene ved de vigtigste af de mulige løsninger)?

De foretrukne løsninger vedrørende markedsmisbrugsforordningen skaber balance mellem hensynet til at mindske de administrative omkostninger for SMV'ers børsnotering og opretholde en høj grad af markedsintegritet. Samtidig undgår de en betydelig omkostningsstigning for de nationale budgetter og EU-budgettet. Foranstaltninger i forbindelse med likviditet sikrer, at udstedere kan forbedre likviditeten af deres aktier ved at indgå likviditetsaftaler. I mellemtiden opretholder de tilstrækkelig fleksibilitet, for at de nationale kompetente myndigheder kan skræddersy markedspraksisser til lokale forhold. Kravet til frie omløb medfører lige justering af fleksibiliteten for markedsoperatører. Det planlagte "overførselsprospekt" giver betydelige omkostningsbesparelser for udstedere, der flytter til hovedmarkeder, og vil samtidig sikre, at der stadig er tilstrækkelige oplysninger til rådighed for investorerne.

Hvilke omkostninger er der ved den foretrukne løsning (hvis en bestemt løsning foretrækkes – ellers omkostningerne ved de vigtigste af de mulige løsninger)?

Der er ingen væsentlige omkostninger som følge af de lovgivningsmæssige tilpasninger, der er foreslået. Der er minimale omkostninger for de nationale kompetente myndigheder (se nedenfor).

Hvordan påvirker den foretrukne løsning virksomhederne, herunder de små og mellemstore virksomheder og mikrovirksomhederne?

SMV'er vil få lavere overholdelsesomkostninger og øget likviditet ved børsnotering på SMV-vækstmarkeder. Dette vil hjælpe dem til at diversificere finansieringskilderne væk fra bankudlån og øge deres samlede evne til at rejse midler og derved fremme øget vækst og styrke deres evne til at investere i F&U.

Vil der være væsentlige virkninger for de nationale budgetter og myndigheder?

Der vil ikke være nogen væsentlig virkning på de nationale budgetter. De foreslåede lovgivningsmæssige tilpasninger vil medføre minimale engangsomkostninger for de nationale kompetente myndigheder i betragtning af de nødvendige ændringer af interne procedurer. Løbende omkostninger forventes at forblive uændrede eller falde en smule. Lempelserne i henhold til MAR vil mindske de nationale kompetente myndigheders arbejdsbyrde i forbindelse med tilsyn vedrørende insiderlister, forsinket videregivelse af intern viden og markedssonderinger. Samtidig kan de nationale kompetente myndigheder se nødvendigheden i at øge andre tilsynsmæssige foranstaltninger (f.eks. overvågning af gennemførelsen af likviditetsaftaler).

Vil der være andre væsentlige virkninger?

Der forventes ingen andre væsentlige virkninger.

D. Opfølgning

Hvornår vil foranstaltningen blive taget op til fornyet overvejelse?

Som led i en større plan om at forbedre SMV'ers adgang til offentlige markeder ved midtvejsevalueringen af kapitalmarkedsunionen vil Kommissionens tjenestegrene overvåge udviklingen af SMV-vækstmarkeder og SMV'ernes adgang til kapitalmarkedsfinansiering og vurdere effektiviteten af de foranstaltninger, der er truffet i overensstemmelse med forordningen om bedre lovgivning.