



Bruxelles, den 7.12.2022  
SWD(2022) 763 final

## **ARBEJDSDOKUMENT FRA KOMMISSIONENS TJENESTEGRENE**

### **RESUMÉ AF RAPPORTEN OM KONSEKVENSANALYSEN**

#### *Ledsagedokument til*

**Forslag til EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV om strukturer med aktier med flere stemmer i selskaber, der anmoder om, at deres aktier optages til handel på et SMV-vækstmarked**

**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**

**Forslag til EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS FORORDNING om ændring af forordning (EU) 2017/1129, (EU) nr. 596/2014 og (EU) nr. 600/2014 med henblik på at gøre offentlige kapitalmarkeder i Unionen mere attraktive for virksomheder og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder**

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

Et af hovedformålene med kapitalmarkedsunionen er at forbedre små og store virksomheders adgang til markedsbaserede finansieringskilder. Dette vil hjælpe dem med at vokse og diversificere deres finansiering, hvilket er særlig vigtigt for små og mellemstore virksomheder (SMV'er), der er alt for afhængige af bankfinansiering. I det omfang dette begrænser virksomhedernes finansieringsmuligheder, påvirker manglen på markedsbaseret finansiering realøkonomien, da det fører til mistede investeringer og lavere niveauer af økonomisk vækst, jobskabelse og innovation. EU's kapitalmarkeder er også fortsat underudviklede sammenlignet med andre store jurisdiktioner, idet EU's børser undertiden har vanskeligt ved at tiltrække nye børsnoteringer, hvilket fremgår af, at en række EU-virksomheder foretrak at blive noteret på børser i tredjelande.

Siden den første handlingsplan for kapitalmarkedsunionen i 2015 er det blevet lettere og billigere for virksomheder og navnlig SMV'er at få adgang til offentlige markeder. Interessenterne hævder dog fortsat, at det er nødvendigt at overveje yderligere lovgivningsmæssige tiltag, navnlig for at strømline børsnoteringsprocessen og opnå en mere forholdsmæssig reguleringsmæssig behandling af især mindre virksomheder.

Det aktuelle initiativ følger op på Kommissionens tilsagn om at forenkle reglerne for børsnotering som beskrevet i foranstaltning 2 i handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen fra 2020. Det har til formål at lempe de krav, der gælder både på tidspunktet for børsnoteringen, og når børsnoteringen er en realitet, og gøre dem mere forholdsmæssige over for selskaber af forskellig størrelse. De foreslåede lempelser har sideløbende hermed til formål at bevare en tilstrækkelig grad af gennemsigtighed, investorbeskyttelse og markedsintegritet. Desuden søger initiativet at løse problemet med fragmentering i de nationale lovgivninger, der begrænser selskabernes fleksibilitet til at udstede aktier i to klasser.

Der identificeres og vurderes to problemer som led i denne konsekvensanalyse: 1) stiftere af visse EU-virksomheder kan ikke opretholde det ønskede kontrolniveau ved børsnoteringen på grund af begrænsningen af stemmerettigheder (aktier med flere stemmer) i nogle medlemsstater og 2) der er i øjeblikket en vis unødvendig regelbyrde for virksomheder, der ønsker at blive børsnoteret eller allerede er blevet børsnoteret.

Konsekvensanalysen fokuserer på at identificere og adressere specifikke lovgivningsmæssige hindringer på hvert trin i børsnoteringsprocessen. Den behandler hindringer i fasen forud for børsintroduktionen, der stammer fra selskabsretten, navnlig fordi en børsnotering baseret på en struktur med aktier med flere stemmer ikke er mulig i visse medlemsstater. 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 efter børsintroduktionen som følge af forordningen om markedsmisbrug (MAR), navnlig omkostninger som følge af den retlige usikkerhed med hensyn til udstedernes forpligtelse til at offentliggøre insiderviden.

Konsekvensanalysen peger på, at der er behov for at handle på EU-plan. Medlemsstaterne har kun begrænset mulighed for at løse de konstaterede problemer via ændringer på nationalt plan, enten fordi den finansielle lovgivning, der finder anvendelse på udstedere og markedspladser, i vid udstrækning er harmoniseret på EU-plan, eller fordi det er usandsynligt, at medlemsstaterne vil indføre reformer alene (dvs. af selskabsretten). De lovgivningsmæssige ændringer af EU-lovgivningen, der peges på i konsekvensanalysen, forventes at gøre det mere attraktivt for virksomheder at søge børsnotering og forblive børsnoteret på EU's offentlige

markeder, ved at de identificerede hindringer og omkostninger mindskes. De foreslåede foranstaltninger vil imidlertid ikke i sig selv være i stand til at adressere alle de udfordringer, som EU's offentlige markeder står over for i dag. Ikke desto mindre forventes de at bidrage til at forbedre virksomhedernes adgang til offentlige markeder og yderligere udvikling af EU's kapitalmarkeder generelt.

### **Mulige løsninger**

For hver fase i børsnoteringsprocessen opstiller konsekvensanalysen to alternative løsninger efter at have analyseret den tilgængelige empiriske evidens og taget hensyn til interessenternes synspunkter. Dette evidensgrundlag, som blev anvendt til at vurdere og sammenligne politiske løsninger, omfatter input fra Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA), to ekspertgrupper, en bestilt undersøgelse af, hvordan EU's primære og sekundære aktiemarkeder fungerer, forskningsdokumenter og interessenthøringer, herunder gennem målrettede workshoper.

Hvad angår fasen forud for børsintroduktionen går løsning 1 ind for en minimumsharmonisering af strukturer med aktier med flere stemmer i hele EU ved hjælp af generelle principper, mens løsning 2 supplerer disse generelle principper med et detaljeret sæt beskyttelsesforanstaltninger for minoritetsinvestorer. Hvad angår børsintroduktionsfasen foreslås følgende løsning 1: 1) overførsel af kontrollen af børsnoteringsdokumenter (herunder prospektet) til børsen, idet krav til indholdet kun kan lempes i særlige tilfælde (dvs. i tilfælde af børsnoteringer på SMV-vækstmarkeder og sekundære udstedelser). Løsning 2 går ud på at have et kortere prospekt (eller et optagelsesdokument) under alle omstændigheder og en mere strømlinet kontrolproces fra de nationale kompetente myndigheders side. Hvad angår fasen efter børsintroduktionen går løsning 1 ud på at præcisere oplysningspligten i henhold til markedsmissbrugsforordningen, også ved at gennemgå betingelserne for at udskyde en sådan offentliggørelse, og at gøre sanktionsordningen mere forholdsmæssig for SMV'er, mens løsning 2 går ud på at begrænse offentliggørelse i henhold til markedsmissbrugsforordningen af insiderviden til en lukket, på forhånd fastlagt liste over hændelser.

### **Sammenligning af løsninger og konsekvenser af de foretrukne løsninger**

Konsekvensanalysen analyserer løsningerne i forhold til tre mål, nemlig om de: i) mindsker regulerings- og efterlevelsensomkostningerne 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.

Hvad angår fasen forud for børsintroduktionen foreslås det under den foretrukne løsning at tilstræbe minimumsharmonisering af ordningen aktier med flere stemmer. Hvad angår børsintroduktionsfasen viste analysen, at indførelse af kortere prospekter kombineret med en strømlinet kontrol foretaget af de kompetente nationale myndigheder, som foreslået i løsning 2, ville være den mest hensigtsmæssige måde at adressere de identificerede lovgivningsmæssige hindringer på. Endelig er der hvad angår perioden efter

børsintroduktionen som den foretrukne løsning blevet peget på en præcisering af oplysningspligten i henhold til markedsmisbrugsforordningen og en mere forholdsmæssig sanktionsordning for SMV'er, jf. løsning 1.

Overordnet set vil de foreslåede foranstaltninger gøre det mere attraktivt at blive børsnoteret og forblive børsnoteret. Stiftere af virksomheder og familieejede selskaber vil kunne søge børsnotering i en hvilken som helst medlemsstat og samtidig bevare mere kontrol over deres virksomhed gennem anvendelse af aktier med flere stemmer. Desuden vil muligheden for at udarbejde kortere og billigere prospekter gøre børsnoteringskravene i løbet af børsintroduktionsprocessen mindre komplekse og billigere at overholde, mens en mere effektiv kontrol- og godkendelsesprocedure vil resultere i en hurtigere børsnoteringsproces. Præciseringen vedrørende oplysninger (og udskydelse af oplysninger) om insiderviden vil gøre det lettere (og billigere) at offentliggøre oplysninger på det rette tidspunkt. Desuden vil mindre udstedere også drage fordel af indførelsen af en mere forholdsmæssig sanktionsordning.

Den kvalitative og kvantitative vurdering tyder på, at det er muligt at træffe de foranstaltninger, der er identificeret under de foretrukne løsninger, samtidig med at der opretholdes et tilstrækkeligt højt niveau af markedsintegritet, investorbeskyttelse og proportionalitet for mindre børsnoterede selskaber.

Initiativet forventes at medføre årlige 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. Investorerne vil også drage fordel af de planlagte lovgivningsmæssige ændringer, da selskabsoplysninger (på tidspunktet for børsnoteringen og derefter) vil blive kortere, mere aktuelle og lettere at navigere i. Med hensyn til de bredere konsekvenser kan initiativet også påvirke EU's arbejdsmarked og målene for bæredygtig udvikling positivt, om end marginalt, samtidig med at det fører til mere integrerede, dybere og mere likvide kapitalmarkeder i EU.