



Bruxelles, den 7.12.2022  
COM(2022) 761 final

2022/0406 (COD)

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**

(EØS-relevant tekst)

## BEGRUNDELSE

### 1. BAGGRUND FOR FORSLAGET

#### • Forslagets begrundelse og formål

Dette forslag er en del af lovpakken om børsnotering af SMV'er, som er en række foranstaltninger, der skal gøre offentlige kapitalmarkeder mere attraktive for EU-virksomheder og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder (SMV'er). Det er i overensstemmelse med kapitalmarkedsunionens centrale mål om at forbedre adgangen til markedsbaserede finansieringskilder for EU-virksomheder, herunder mindre virksomheder, i alle faser af deres udvikling. Børsnoterede virksomheder overhaler ofte privatejede virksomheder med hensyn til årlig vækst i indtægter og jobskabelse. Ved at lade sig notere sig på offentlige markeder kan virksomheder diversificere deres investorgrundlag, mindske deres afhængighed af bankfinansiering, få lettere adgang til yderligere egenkapital og lånefinansiering (gennem sekundære tilbud), styrke deres offentlige profil og øge brand- anerkendelsen.

Siden offentliggørelsen af den første handlingsplan for etablering af kapitalmarkedsunionen i 2015 er der gjort fremskridt med hensyn til at gøre det lettere og billigere for virksomheder, navnlig SMV'er, at få adgang til offentlige markeder. I januar 2018 blev der med direktivet om markeder for finansielle instrumenter II (MiFID II)<sup>1</sup> indført en ny kategori af multilaterale handelsfaciliteter (MHF'er), SMV-vækstmarkederne, for at lette SMV'ers adgang til kapitalmarkederne<sup>2</sup>. I 2019 blev der indført nye EU-regler for at mindske bureaukratiet og regelbyrden for virksomheder, der noteres på SMV-vækstmarkeder, samtidig med at der opretholdes et højt niveau af investorbekyttelse og markedsintegritet<sup>3</sup>. På trods af disse ændringer hævder interessenterne ikke desto mindre fortsat, at der er behov for yderligere lovgivningsmæssige tiltag for at strømline børsnoteringsprocessen og gøre den mere fleksibel for udstedere. I den nye handlingsplan for kapitalmarkedsunionen, der blev vedtaget i september 2020, blev det bebudet, at "for at fremme og diversificere små og innovative virksomheders adgang til finansiering vil Kommissionen søge at forenkle børsreglerne for offentlige markeder". Som opfølgning på dette og med udgangspunkt i forordning (EU) 2019/2115 nedsatte Kommissionen en teknisk ekspertgruppe for SMV'er, som har bekræftet interessenternes bekymring over, at der er behov for yderligere lovgivningsmæssige tiltag for at støtte børsnoteringen af virksomheder og navnlig SMV'er. I sin endelige rapport fra maj

---

<sup>1</sup> Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU (omarbejdning) (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 349).

<sup>2</sup> For at en MHF kan betragtes som et SMV-vækstmarked, skal mindst 50 % af de udstedere, hvis finansielle instrumenter handles på MHF'en, være SMV'er, som i MiFID II defineres som virksomheder med en gennemsnitlig markedsværdi på under 200 mio. EUR (se betragtning 132 i MiFID II). For at sikre tilstrækkelig investorbekyttelse skal reglerne for notering på SMV-vækstmarkeder også opfylde visse kvalitetsstandarder, bl.a. med hensyn til behovet for at udarbejde et passende optagelsesdokument (når et prospekt ikke er påkrævet) og for at overholde kravet om periodisk regnskabsaflæggelse. Rammerne for SMV-vækstmarkeder er blevet udviklet for yderligere at anerkende de særlige behov hos SMV'er, der bevæger sig ind på aktie- og obligationsmarkederne for første gang.

<sup>3</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2019/2115 af 27. november 2019 om ændring af direktiv 2014/65/EU og forordning (EU) nr. 596/2014 og (EU) 2017/1129, for så vidt angår fremme af anvendelsen af SMV-vækstmarkeder (EUT L 320 af 11.12.2019, s. 1).

2021 fremsatte den tekniske ekspertgruppe 12 henstillinger om at ændre rammerne for børsnotering både på regulerede markeder og på SMV-vækstmarkeder<sup>4</sup>.

Den 15. september 2021 meddelte formand Ursula von der Leyen i sin hensigtserklæring<sup>5</sup> til Parlamentet og formandskabet for Rådet et lovgivningsforslag om at lette SMV'ers adgang til kapital, som er medtaget i Kommissionens arbejdsprogram for 2022<sup>6</sup>.

En virksomheds beslutning om at lade sig børsnotere er kompleks og påvirkes af en lang række faktorer, hvoraf mange ligger uden for tilsynsmyndighedernes rækkevidde og derfor ikke kan behandles direkte gennem et lovgivningsmæssigt indgreb. For eksempel har de karakteristika ved økosystemet, der er afgørende for omkostningerne ved noteringstjenester, den geopolitiske ustabilitet, brexit, covid-19, centralbankspolitikken og inflationen, alle haft (og vil fortsat have) en indvirkning på beslutningen om at lade sig børsnotere, på tidspunktet og stedet for børsnoteringen og på, om virksomheden fortsat skal være børsnoteret i EU. Lovgivningsmæssige krav og de dermed forbundne omkostninger og byrder er imidlertid også vigtige faktorer for en virksomheds beslutning om at blive og forblive børsnoteret. Lovpakken om børsnotering af SMV'er udgør en målrettet række foranstaltninger, der har til formål i) at mindske den lovgivningsmæssige byrde, når den anses for at være for stor (dvs. hvor regulering kan bidrage til investorbeskyttelse/markedsintegritet på en mere omkostningseffektiv måde for interessenterne) og ii) øge den fleksibilitet, der i henhold til selskabsretten gives selskabers stifter(e) eller kontrollerende aktionær(er) med hensyn til at vælge, hvordan stemmerettighederne skal fordeles efter aktiernes optagelse til handel.

De lovgivningsmæssige rammer, der gælder for børsnoteringsprocessen, er mangesidede. Virksomhederne skal overholde lovkravene før, under og efter børsintroduktionen. Dette forslag fokuserer på de lovgivningsmæssige hindringer, der opstår i fasen forud for børsintroduktionen, og vedrører de ulige muligheder, som virksomheder i hele EU har for at vælge passende ledelsesstrukturer, når de børsnoteres. Det foreslåede direktiv ledsages af to andre lovgivningsforslag, nemlig i) et forslag til forordning om ændring af prospektforordningen<sup>7</sup>, forordningen om markedsmissbrug (MAR)<sup>8</sup> og forordningen om markeder for finansielle instrumenter (MiFIR)<sup>9</sup> og ii) et forslag til direktiv om ophævelse af børsnoteringsdirektivet<sup>10</sup> og om ændring af MiFID II. Begge forslag har til formål at strømline og præcisere de oplysningskrav, der gælder for primære og sekundære markeder, samtidig med at der bibeholdes et passende niveau af investorbeskyttelse og markedsintegritet. Det foreslåede direktiv om ophævelse af børsnoteringsdirektivet og om

---

<sup>4</sup> Endelig rapport fra den tekniske ekspertgruppe for SMV'er — Empowering EU capital markets for SMEs — Making listing cool again (styrkelse af EU's kapitalmarkeder for SMV'er — sådan gøres børsnotering populær igen) (europa.eu).

<sup>5</sup> Se s. 4: state\_of\_the\_union\_2021\_letter\_of\_intent\_en.pdf (europa.eu).

<sup>6</sup> Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget, Kommissionens arbejdsprogram for 2022 — Sammen om at styrke Europa (COM(2021) 645 final) cwp2022\_en.pdf (europa.eu).

<sup>7</sup> 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 (EUT L 168 af 30.6.2017, s. 12).

<sup>8</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmissbrug (forordningen om markedsmissbrug) og om ophævelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF og Kommissionens direktiv 2003/124/EF, 2003/125/EF og 2004/72/EF (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 1).

<sup>9</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014 af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012.

<sup>10</sup> Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/34/EF af 28. maj 2001 vedrørende betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs samt oplysninger, der skal offentliggøres om disse værdipapirer (EFT L 184 af 6.7.2001, s. 1).

ændring af MiFID II har også til formål at øge det lave niveau af investeringsanalyser vedrørende SMV'er.

Et af de vigtigste problemer, der afholder stiftere og familier fra at beslutte at gå ud på markedet (i fasen forud for børsintroduktionen), er frygten for at miste kontrollen over deres virksomhed, når den er børsnoteret. Børsnotering indebærer, at ejerskabet udvandes, hvilket reducerer stifternes og familiernes kontrol med vigtige investerings- og driftsbeslutninger i virksomheden. Virksomheder, navnlig SMV'er, kan være mere tilbøjelige til at blive noteret på offentlige markeder, hvis kontrollerende aktionærer kan bevare beslutningskompetencen i selskabet efter børsnoteringen. Dette giver dem mulighed for fortsat at forme virksomheden i overensstemmelse med deres strategiske vision, samtidig med at de nyder godt af de fordele, der er forbundet med at være et børsnoteret selskab, og rejser tilstrækkelige midler til at berettige, at de har gennemgået børsnoteringsprocessen. Dette er især tilfældet for mindre familieejede virksomheder, nystartede virksomheder og virksomheder med langsigtede projekter, der kræver betydelige startomkostninger. Alle disse virksomheder kan risikere at blive alt for udsat for udsving på de offentlige markeder eller truslen om en fjendtlig overtagelse. Sådanne virksomheder vil også drage størst fordel af børsnotering på et SMV-vækstmarked — en kategori af MHF'er, der er specifikt udformet til SMV'er — hvor de kan drage fordel af mindre strenge lovgivningsmæssige krav. Mindre virksomheder kan have større behov for diversificeret finansiering end større virksomheder på grund af deres typisk mere risikobetonede profil, mindre synlighed i forhold til potentielle investorer, manglende evne til at blive børsnoteret i udlandet samt i nogle tilfælde et større behov for at opskalere. Da adgangen til offentlige markeder er særlig vigtig for små og hurtigtvoksende virksomheder, fokuserer dette forslag derfor på børsnotering på SMV-vækstmarkeder.

Strukturer med aktier med flere stemmer er en effektiv mekanisme, der gør det muligt for selskabsejere at bevare beslutningskompetencen i et selskab og samtidig tilvejebringe midler fra offentlige markeder. Disse aktiestrukturer gør det muligt for en aktionær (eller en gruppe af aktionærer) at besidde en kontrollerende andel i et selskab uden at skulle foretage den forholdsmæssige økonomiske investering, der er nødvendig for størrelsen af kapitalandelen, hvis alle aktier har samme stemmerettigheder. 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.

Strukturer med aktier med flere stemmer er kun én af de eksisterende kontrolstyrkelsesmekanismer, dvs. mekanismer, der skaber en diskrepans i forholdet mellem finansielt ejerskab og stemmerettigheder med det resultat, at en aktionær kan øge sin kontrol uden at besidde en forholdsmæssig andel af egenkapitalen. Undersøgelsen af proportionaliteten mellem ejerskab og kontrol i medlemsstaterne<sup>11</sup>, som blev offentliggjort i 2007, viste, at de tilgængelige mekanismer til at forbedre/fastlåse kontrollen ved at øge stemmerettighedernes vægt også kan omfatte bl.a. loyalitetsaktier<sup>12</sup>, aktier uden stemmeret<sup>13</sup>, præferenceaktier uden stemmeret<sup>14</sup> og lofter over stemmerettigheder<sup>15</sup>.

---

<sup>11</sup> [https://ecgi.global/sites/default/files/study\\_report\\_en.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/study_report_en.pdf).

<sup>12</sup> Loyalitetsaktier er aktier, der giver øgede stemmerettigheder til aktionærer, der har beholdt dem i en bestemt periode. Typisk får loyalitetsaktionærerne to stemmer pr. aktie i stedet for én stemme, hvis de har ejet deres aktier i to år eller mere.

<sup>13</sup> Aktier uden stemmeret er aktier uden stemmeret og uden særlige likviditetsrettigheder (som f.eks. præferenceudbytte) for at kompensere for fraværet af stemmerettigheder.

<sup>14</sup> Præferenceaktier uden stemmeret er aktier uden stemmeret, der udstedes med særlig likviditetsret for at kompensere for fraværet af stemmerettigheder (f.eks. præferenceudbytte (højere eller garanteret)).

<sup>15</sup> Et loft over stemmerettighederne er en begrænsning, der forbyder aktionærer at stemme over en vis tærskel, uanset hvor mange stemmeberettigede aktier de besidder. Loftet for stemmerettigheder kan udtrykkes som en procentdel af alle stemmerettigheder i cirkulation (f.eks. når ingen aktionær kan

Da de fleste af disse alternative aktiestrukturer er mere rigide i deres struktur, begrænser de ikke desto mindre mængden af midler, der kan rejses i børsintroduktionsfasen og gennem opfølgende udstedelser. Endvidere er loyalitetsaktier en kontrolstyrkelsesmekanisme, der specifikt har til formål at fremme, at investorerne beholder deres aktier i lang tid med henblik på et mere stabilt og langsigtet ejerskab snarere end at gøre det mere attraktivt at tilvejebringe midler fra offentligheden. Da loyalitetsaktier typisk er forbundet med færre yderligere stemmerettigheder end aktier med flere stemmer for kontrollerende aktionærer, og da de normalt kræver en ihændehaverperiode, før de øgede stemmerettigheder aktiveres, anses de for mindre attraktive af stiftere og familieejede selskaber. Dette understøttes af empirisk dokumentation, der har vist, at indførelsen af loyalitetsaktier i visse medlemsstater ikke har øget antallet af virksomheder, der får adgang til offentlige markeder. Derimod vil aktier med flere stemmer gøre det muligt for stiftere at bevare kontrollen, samtidig med at de sælger en større del af deres investering i selskabet takket være den større dissociation mellem økonomiske interesser og stemmerettigheder.

Indførelsen af strukturer med aktier med flere stemmer i en virksomhed medfører, at andre aktionærer (investorer) har mindre beslutningskraft i forhold til deres økonomiske investeringer. Disse reducerede stemmerettigheder kan føre til specifikke problemer, hvis det ikke afhjælpes ordentligt. Sådanne problemer kunne f.eks. bestå i, at en aktionær fastholdes i en låst situation<sup>16</sup>, at den kontrollerende aktionær kanalisere selskabets aktiver og generelt høster private fordele f.eks. gennem transaktioner med nærtstående parter. Desuden kan den udvandede virkning af aktier med flere stemmer resultere i, at kontrollerende aktionærer blokerer for visse beslutninger, herunder beslutninger, der tager sigte på bæredygtighedsmål, og dermed fremme den kontrollerende aktionærs interesser snarere end selskabets langsigtede bæredygtige udvikling. Sådanne potentielle problemer kan imidlertid løses ved at indføre beskyttelsesforanstaltninger, der har til formål at beskytte minoritetsaktionærerne og selskabets interesser, f.eks. en maksimal stemmeandel, udløbsklausuler og begrænsning af anvendelsen af aktier med flere stemmer i visse tilfælde, f.eks. når det drejer sig om bæredygtighedsspørgsmål.

Der er i øjeblikket en fragmentering i EU med hensyn til strukturer med aktier med flere stemmer, hvilket fører til ulige muligheder for EU-virksomheder, når de beslutter at blive børsnoteret. Nogle medlemsstater, f.eks. Sverige og Danmark, har tilladt aktier med flere stemmer næsten siden deres kapitalmarkeders start. I Sverige har andelen af børsnoterede selskaber med disse aktiestrukturer altid ligget over 40 %, og i Finland og Danmark repræsenterer de størstedelen af børsnoterede selskaber med hensyn til børsværdi. I modsætning hertil har andre medlemsstater forbudt aktier med flere stemmer. I nogle tilfælde er forbuddet begrænset til offentlige virksomheder, f.eks. i Tyskland og Belgien, mens det i andre gælder for alle virksomheder, f.eks. i Østrig og Kroatien.

De eksisterende forskelle i de nationale ordninger for aktiestrukturer med flere stemmer skaber ulige vilkår for virksomheder i forskellige medlemsstater. Iværksættere og virksomheder fra medlemsstater, der forbyder strukturer med aktier med flere stemmer, er ugunstigere stillet sammenlignet med virksomheder fra medlemsstater, der tillader strukturer med aktier med flere stemmer. Iværksættere og virksomheder, der ønsker at indføre strukturer med aktier med flere stemmer og drage fordel af fleksibiliteten, står over for et valg om at forblive private eller flytte til en anden medlemsstat (eller et land uden for EU), hvilket

---

stemme for mere end tre procent af selskabets registrerede aktiekapital) eller som en procentdel af alle de stemmer, der afgives på en generalforsamling (fælles for alle medlemsstater).

<sup>16</sup> Fastlåsning af en aktionær er en situation, hvor de kontrollerende aktionærer har vedvarende kontrol og derfor kan træffe beslutninger til egen fordel uden at tage hensyn til selskabets og andre aktionærers interesser, og hvor andre aktionærer ikke effektivt kan anfægte disse beslutninger.

begrænser deres valg af finansiering og øger deres kapitalomkostninger. Dette påvirker navnlig SMV'er og nystartede virksomheder i opstartsfasen, som mangler ressourcer til at dække de ekstraomkostninger, der er forbundet med børsnotering i en anden medlemsstat eller i et land uden for EU.

Formålet med dette forslag er at opnå en minimumsharmonisering af nationale love om strukturer med aktier med flere stemmer for selskaber, der noteres på SMV-vækstmarkeder, samtidig med at medlemsstaterne får tilstrækkelig fleksibilitet til at gennemføre det. Mens regulerede markeder generelt er mere velegnede til større og mere modne virksomheder, var SMV-vækstmarkederne i vid udstrækning udformet til børsnotering af mindre virksomheder, idet den reguleringsmæssige behandling af SMV-vækstmarkeder tager hensyn til SMV'ernes særlige karakteristika. Ikke alle selskaber med værdipapirer, der er noteret på SMV-vækstmarkeder, er imidlertid SMV'er. Andre selskaber end SMV'er har generelt mere likvide værdipapirer, og deres adgang gør det derfor muligt for SMV-vækstmarkeder at generere højere handelsgebyrer for at bevare deres forretningsmodels rentabilitet. For at sikre klarhed for investorerne er alle udstedere på SMV-vækstmarkeder, uanset deres størrelse, imidlertid i øjeblikket underlagt samme regler. I overensstemmelse hermed indfører dette forslag muligheden for at etablere strukturer med aktier med flere stemmer for alle selskaber, der anmoder om, at deres aktier optages til handel på et SMV-vækstmarked for første gang.

Forslaget omfatter beskyttelsesforanstaltninger for at sikre en beskyttelse af mindretalsaktionærer og selskabets interesser. I henhold til sådanne beskyttelsesforanstaltninger bør alle medlemsstater sikre, at enhver beslutning om at indføre en struktur med aktier med flere stemmer eller om at ændre denne struktur, hvis der er indvirkning på stemmerettighederne, træffes med kvalificeret flertal på generalforsamlingen. Med beskyttelsesforanstaltningerne i dette forslag indføres der også en begrænsning af stemmevægten for aktier med flere stemmer ved at indføre restriktioner enten for udformningen af strukturen med aktier med flere stemmer eller for udøvelsen af stemmerettigheder, der er knyttet til aktier med flere stemmer, med henblik på vedtagelse af visse beslutninger. Disse beskyttelsesforanstaltninger har til formål at beskytte minoritetsaktionærernes interesser og selskabets interesser, samtidig med at der gives tilstrækkelig fleksibilitet til at kontrollere aktionærerne for ikke at afskrække fra at anvende strukturer med aktier med flere stemmer. Desuden er disse beskyttelsesforanstaltninger i vid udstrækning på linje med dem, der allerede findes i retssystemerne i de medlemsstater, der har velfungerende strukturer med aktier med flere stemmer. Disse medlemsstater vil således skulle gennemføre minimale tilpasninger af deres nuværende retssystemer.

- **Sammenhæng med de gældende regler på samme område**

Strukturer med aktier med flere stemmer reguleres i øjeblikket udelukkende på nationalt plan.

Det foreslåede direktiv er i overensstemmelse med målene i den eksisterende EU-lovgivning, der fastsætter krav til offentlige selskaber og koordinerer de nationale bestemmelser i selskabsretten. Dette omfatter direktivet om selskabsret<sup>17</sup>, der har til formål at sikre et minimum af ensartet beskyttelse af både aktionærer og kreditorer. Det harmoniserer de nationale bestemmelser om visse aspekter af selskabsretten, såsom oprettelse af aktieselskaber, krav til aktiekapital og udlodning af udbytte til aktionærerne. Det foreslåede direktivs anvendelsesområde overlapper ikke med anvendelsesområdet for direktivet om selskabsret, som ikke regulerer selskabernes aktiestrukturer (herunder strukturer med aktier med flere stemmer). I stedet behandles dette emne i dette forslag.

---

<sup>17</sup> Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2017/1132 af 14. juni 2017 om visse aspekter af selskabsretten (kodifikation) (EUT L 169 af 30.6.2017, s. 46).

Ved at kræve, at medlemsstaterne indfører bestemmelser til beskyttelse af selskabets og minoritetsaktionærernes interesser, er forslaget desuden i overensstemmelse med det politiske mål, der forfølges med direktiv (EU) 2017/828<sup>18</sup>, herunder fremme af en langsigtet bæredygtig udvikling af selskaber og beskyttelse af selskabets og dets minoritetsaktionærers interesser i forbindelse med transaktioner med nærtstående parter, på trods af de to retsakters forskellige anvendelsesområde (direktivet vedrører aktionærrettigheder i selskaber, der er optaget til handel på regulerede markeder, mens dette forslag vedrører aktionærrettigheder i selskaber, der er optaget til handel på SMV-vækstmarkeder).

Tilsvarende overlapper det foreslåede direktiv ikke med anvendelsesområdet for direktivet om overtagelsestilbud, der fastsætter regler for offentlige selskaber, når sådanne selskaber er genstand for overtagelsestilbud, for at beskytte aktionærernes interesser. Det er vigtigt at bemærke, at direktivet om overtagelsestilbud<sup>19</sup> kun finder anvendelse på selskaber, der er optaget til handel på et reguleret marked, og ikke på selskaber, der er optaget til handel på et SMV-vækstmarked, som er omfattet af dette forslag. Ikke desto mindre forfølger bestemmelserne om gennemsigtighed i dette forslag mål, der svarer til målene i direktivet om overtagelsestilbud, med fokus på et selskabs aktiekapitalstruktur, aktionærstruktur samt rettigheder og forpligtelser, der er knyttet til selskabets værdipapirer.

Endelig er det foreslåede direktiv i overensstemmelse med bestemmelserne i MiFID II om regulering af SMV-vækstmarkeder.

- **Sammenhæng med Unionens politik på andre områder**

Forslaget er i fuld overensstemmelse med kapitalmarkedsunionens centrale mål om at gøre finansiering lettere tilgængelig for EU-virksomheder og navnlig for SMV'er. Desuden er det i overensstemmelse med en række lovgivningsmæssige og ikkelovgivningsmæssige foranstaltninger, som Kommissionen har truffet inden for rammerne af handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen fra 2015<sup>20</sup>, midtvejsevalueringen af handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen fra 2017<sup>21</sup> og handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen fra 2020.

For at støtte beskæftigelse og vækst i EU har lettere adgang til finansiering for virksomheder, navnlig SMV'er, været et centralt mål for kapitalmarkedsunionen fra starten. Siden offentliggørelsen af handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen i 2015 er der truffet nogle målrettede foranstaltninger for at udvikle passende finansieringskilder for SMV'er i alle deres udviklingsstadier. I sin midtvejsevaluering af handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen, der blev offentliggjort i juni 2017, valgte Kommissionen at hæve sit ambitionsniveau og styrke sit fokus på SMV'ers adgang til offentlige markeder. I maj 2018 offentliggjorde Kommissionen et forslag med henblik på at fremme af anvendelsen af SMV-vækstmarkeder<sup>22</sup>. Et af formålene var at mindske den administrative byrde og de høje efterlevelseseomkostninger, som udstedere på SMV-vækstmarkeder står over for, og samtidig sikre en høj grad af markedsintegritet og investorbekyttelse. Desuden havde forordningen til formål at fremme

<sup>18</sup> Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2017/828 af 17. maj 2017 om ændring af direktiv 2007/36/EF, for så vidt angår tilskyndelse til langsigtet aktivt ejerskab (EUT L 132 af 20.5.2017, s. 1).

<sup>19</sup> Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud (EUT L 142 af 30.4.2004, s. 12).

<sup>20</sup> Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget — Handlingsplan for etablering af en kapitalmarkedsunion (COM(2015) 468 final).

<sup>21</sup> Meddelelse fra Kommissionen om midtvejsevaluering af handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen ({SWD(2017) 224 final} og {SWD(2017) 225 final} — 8. juni 2017) [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf).

<sup>22</sup> 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).

børsnoterede SMV-aktiers likviditet for at gøre disse markeder mere attraktive for investorer, udstedere og formidlere og at lette registreringen af MHF'er som SMV-vækstmarkeder. Forslaget om at fremme anvendelsen af SMV-vækstmarkeder blev vedtaget i november 2019.

Efter covid-19-krisen offentliggjorde Kommissionen desuden genopretningspakken vedrørende kapitalmarkederne, som omfattede målrettede ændringer af kapitalmarkederne og bankreguleringen, med det overordnede mål at gøre det lettere for kapitalmarkederne at hjælpe EU-virksomheder med at komme på fode igen efter covid-19-krisen. De foreslåede ændringer af kapitalmarkedsreglerne havde navnlig til formål at lette regelbyrden og kompleksiteten for investeringsselskaber og udstedere.

Dette forslag følger op på handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen fra 2020 og dens mål om at gøre finansiering mere tilgængelig for EU-virksomheder (foranstaltning 2 "støtte til adgang til offentlige markeder"). Forslaget fokuserer på at lempe de lovgivningsmæssige krav, der kan afholde en virksomhed fra at beslutte sig til at lade sig børsnotere eller forblive børsnoteret. Andre faktorer, der kan afskrække udstedere fra børsnotering, såsom et snævert investorgrundlag og en mere gunstig skattemæssig behandling af gæld i forhold til egenkapital, behandles i andre igangværende og kommende initiativer vedrørende kapitalmarkedsunionen, som supplerer de ændringer, der fremsættes i dette forslag, og bør analyseres i forbindelse med dette initiativ. Disse initiativer vedrører f.eks. i) oprettelse af et europæisk fælles adgangspunkt (ESAP)<sup>23</sup>, der vil afhjælpe manglen på tilgængelige og sammenlignelige data for investorer, hvilket vil gøre virksomhederne mere synlige for investorer, ii) centralisering af EU's handelsoplysninger i konsolideret løbende handelsinformation<sup>24</sup> med henblik på et mere effektivt miljø for handel på offentlige markeder og prisfastsættelse og iii) indførelse af et fradrag til reduktion af skævvridningen mellem gæld og egenkapital (DEBRA)<sup>25</sup> for at gøre egenkapitalfinansiering mere attraktiv (og billigere) for virksomheder.

Desuden vil en række af Kommissionens initiativer styrke investorgrundlaget for børsnoterede aktier yderligere. EU's fond til børsintroduktion af SMV'er vil spille rollen som ankerinvestor for at tiltrække flere private investeringer i SMV'ers offentlige egenkapital ved at indgå partnerskaber med institutionelle investorer og investere i fonde med fokus på SMV-udstedere. Revisionen af kapitalkravsforordningen og Solvens II vil øge investorgrundlaget for udstedere ved at gøre det lettere for banker og forsikringsselskaber at investere i langsigtet offentlig egenkapital.

Dette forslag er også i overensstemmelse med den nye europæiske innovationsdagsorden<sup>26</sup>, der blev offentliggjort i 2022, da det vil gøre kapitalmarkederne mere attraktive for selskabstifere, uden at det er nødvendigt at give afkald på kontrollen ved børsnotering på offentlige markeder.

---

<sup>23</sup> Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om oprettelse af et fælles europæisk adgangspunkt, som giver centraliseret adgang til oplysninger, der er offentligt tilgængelige og vedrører finansielle tjenesteydelser, kapitalmarkeder og bæredygtighed (COM/2021/723 final).

<sup>24</sup> Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 600/2014 for så vidt angår forbedring af gennemsigtigheden af markedsdata, fjernelse af hindringer for konsolideret løbende handelsinformation, optimering af handelsforpligtelserne og forbud mod at modtage betalinger for videresendelse af kundeordrer (COM(2021) 727 final).

<sup>25</sup> Forslag til Rådets direktiv om fastsættelse af regler om et fradrag til reduktion af skævvridningen mellem gæld og egenkapital og om begrænsning af fradragsretten for renter i forbindelse med selskabsskat (COM(2022) 216 final).

<sup>26</sup> Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget — en ny europæisk innovationsdagsorden (COM(2022) 332 final).



Forslaget tager hensyn til dokumentationen bag udtalelsen fra Fit for Future-platformen om at lette SMV'ers adgang til kapital og navnlig om forenkling af procedurerne for SMV'ers optagelse til handel med værdipapirer og andre børsnoteringsforpligtelser.

Da dette forslag vil give flere SMV'er adgang til mere og mere diversificeret finansiering gennem børsnotering på SMV-vækstmarkeder baseret på den mest hensigtsmæssige virksomhedsledelsesstruktur, vil det også være i overensstemmelse med målet for den hjælpepakke for SMV'er, som Kommissionens formand Ursula von der Leyen bebudede i talen om Unionens tilstand i september 2022.

Endelig tager forslagens bestemmelser om beskyttelsesforanstaltninger også højde for beskyttelsen af virksomhedens interesser mod beslutninger, der skaber risici for eller medfører negative konsekvenser for menneskerettigheder, klimaændringer og miljø. Forslaget er derfor i overensstemmelse med Kommissionens politiske corporate governance-mål om at fremme bæredygtig og ansvarlig virksomhedsadfærd og dermed i overensstemmelse med Kommissionens forslag til direktiv om virksomheders due diligence med hensyn til bæredygtighed<sup>27</sup>, som har til formål at forankre menneskerettigheds- og miljøhensyn i virksomhedernes corporate governance-systemer.

## **2. RETSGRUNDLAG, NÆRHEDSPRINCIPPET OG PROPORCIONALITETSPRINCIPPET**

### **• Retsgrundlag**

Retsgrundlaget, for dette forslag er artikel 114 og 50 i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde (TEUF).

Ifølge artikel 114 i TEUF kan der vedtages foranstaltninger med henblik på indbyrdes tilnærmelse af medlemsstaternes love og administrative bestemmelser, der vedrører det indre markeds oprettelse og funktion. Artikel 114 i TEUF kan anvendes, når forskellene mellem de nationale lovgivninger kan hindre de grundlæggende friheder eller skabe konkurrenceforvridning og således have en direkte indvirkning på det indre markeds funktion. Formålet med det foreslåede direktiv er at fjerne hindringer for udøvelsen af de grundlæggende frihedsrettigheder, såsom den frie bevægelighed for kapital og etableringsfriheden. Disse hindringer skyldes forskelle mellem de nationale selskabslovgivninger i EU, for så vidt som nogle medlemsstater forhindrer deres virksomheder i at få adgang til offentlige markeder gennem strukturer med aktier med flere stemmer. Dette begrænser deres adgang til kapital og skaber en hindring for oprettelsen af et indre marked for kapital i EU.

Artikel 50, stk. 1, og navnlig artikel 50, stk. 2, litra g), i TEUF giver Unionen beføjelse til at handle med henblik på gennemførelse af etableringsfriheden for så vidt angår en bestemt aktivitet, navnlig ved "i det nødvendige omfang og med det formål at gøre dem lige byrdefulde at samordne de garantier, som kræves i medlemsstaterne af de i artikel 54 stk. 2, nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser". Det foreslåede direktiv har til formål at indføre koordineringsforanstaltninger vedrørende beskyttelse af aktionærers og andre interessenters interesser for at mindske forskellene mellem de nationale regler og mindske hindringer for etableringsfriheden.

---

<sup>27</sup> Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om virksomhedernes due diligence i forbindelse med bæredygtighed og om ændring af direktiv (EU) 2019/1937 (COM/2022/71 final).

- **Nærhedsprincippet (for områder, der ikke er omfattet af enekompetence)**

I henhold til artikel 4 i TEUF skal EU's foranstaltninger for at gennemføre det indre marked vurderes i lyset af nærhedsprincippet i artikel 5, stk. 3, i traktaten om Den Europæiske Union (TEU). I overensstemmelse med nærhedsprincippet bør der alene træffes foranstaltninger på EU-plan, når målene for den påtænkte foranstaltning ikke i tilstrækkelig grad kan opfyldes af medlemsstaterne alene og derfor kræver en foranstaltning på EU-plan. Med hensyn til aktier med flere stemmer er det, medmindre der træffes foranstaltninger på EU-plan, usandsynligt, at medlemsstater, som i øjeblikket ikke tillader disse aktiestrukturer, ensidigt og uden eksterne incitamenter vil ændre deres regler i den nærmeste fremtid. Dette har 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. Eventuelle forsinkelser i indførelsen af sådanne strukturer i hele EU risikerer fortsat at fratage mindre virksomheder finansieringsmuligheder i de medlemsstater, der forbyder aktier med flere stemmer. Endelig kan metoderne, selv om medlemsstaterne beslutter at træffe foranstaltninger, variere betydeligt, hvilket potentielt kan føre til yderligere fragmentering.

- **Proportionalitetsprincippet**

Formålet med det foreslåede direktiv er at bidrage til et velfungerende indre marked og at fjerne hindringer for udøvelsen af de grundlæggende frihedsrettigheder, såsom den frie bevægelighed for kapital og etableringsfriheden. Disse hindringer skyldes forskelle mellem de nationale selskabsretlige ordninger for aktiestrukturer og navnlig et selskabs mulighed for at indføre en struktur med aktier med flere stemmer. For at nå dette mål fastsættes der i forslaget kun minimumsharmoniseringskrav og kun i forhold til hovedprincippet om at give mulighed for strukturer med aktier med flere stemmer og supplere det med de minimumsbeskyttelsesforanstaltninger, der er nødvendige for at beskytte minoritetsaktionærernes interesser og selskabets interesser. Dets anvendelsesområde er også begrænset til SMV-vækstmarkeder, navnlig for at omfatte SMV'er, der ville drage størst fordel af en sådan foranstaltning.

Det foreslåede direktiv giver medlemsstaterne tilstrækkelig fleksibilitet til at udforme forslagets bestemmelser inden for rammerne af den nationale lovgivning. Det sker ved at supplere reglerne med yderligere foranstaltninger, herunder beskyttelsesforanstaltninger for aktionærer og selskabets interesser, forudsat at de er i overensstemmelse med målene i dette direktiv, eller give mulighed for strukturer med aktier med flere stemmer i situationer, der ligger uden for dette forslags anvendelsesområde. I overensstemmelse med nærhedsprincippet, jf. artikel 5 i TEU, går det foreslåede direktiv derfor ikke videre, end hvad der er nødvendigt for at nå målene.

- **Valg af retsakt**

Integrationen af EU's indre marked inden for selskabsret, navnlig aktiestrukturer, kan bedst opnås ved indbyrdes tilnærmelse af lovgivningen gennem harmonisering ved et direktiv. Ved at anvende et direktiv respekteres medlemsstaternes forskellige retskulturer og selskabsretlige systemer og giver tilstrækkelig fleksibilitet i gennemførelsesprocessen til at gennemføre fælles minimumsstandarder på en måde, der er forenelig med disse forskellige systemer.

Med en henstilling ville man være i stand til at nå det ønskede tilnærmelsesmål på dette politikområde, hvor der blev konstateret store forskelle i medlemsstaternes bindende lovgivning. Desuden vil en indbyrdes tilnærmelse gennem en forordning ikke give medlemsstaterne tilstrækkelig fleksibilitet til at tilpasse sig lokale forhold og holde EU-reglerne i overensstemmelse med national selskabsret i bredere forstand.

### 3. RESULTATER AF EFTERFØLGENDE EVALUERINGER, HØRINGER AF INTERESSEREDE PARTER OG KONSEKVENSANALYSER

- **Efterfølgende evalueringer/kvalitetskontrol af gældende lovgivning**

Ikke relevant.

- **Høringer af interesserede parter**

I de seneste år har Kommissionens løbende evalueringer fokuseret på virksomheders, navnlig SMV'ers, adgang til offentlige markeder. Spørgsmål om regelbyrden for virksomheder, der søger adgang til offentlige markeder, er blevet rejst i Forummet på Højt Plan om Kapitalmarkedsunionen og den tekniske ekspertgruppe for SMV'er samt i forbindelse med handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen fra 2020. Kommissionen har også taget hensyn til den omfattende gennemgang af området i Oxera-undersøgelsen<sup>28</sup>. For at indhente yderligere dokumentation om disse spørgsmål blev der i november 2021 iværksat en indkaldelse af feedback samt en offentlig og en målrettet høring om børsnoteringsforordningen. Høringerne var åbne i 14 uger (mellem den 19. november 2021 og den 25. februar 2022).

Desuden har Kommissionen i april 2022 afholdt to tekniske møder/workshopper med interessenter fra industrien med henblik på en yderligere forbedring af de politiske løsningsmodeller, der er under overvejelse.

Desuden forelagde Kommissionen forslagets målsætninger for Det Europæiske Værdipapirudvalgs ekspertgruppe den 15. oktober 2021, den 17. maj 2022 og den 30. maj 2022.

Der blev også afholdt et møde med koordinatorene for Europa-Parlamentets Økonomi- og Valutaudvalg (ECON) for at præsentere forslagets målsætninger den 17. maj 2022.

Endelig blev der afholdt et møde med ekspertgruppen vedrørende selskabsret den 12. september 2022.

#### *Offentlige og målrettede høringer*

I de offentlige og målrettede høringer understregede respondenterne, at en af de vigtigste årsager til bølgen af hi-tech/high growth-udstedere, der vælger at blive børsnoteret i lande uden for EU (f.eks. USA eller Det Forenede Kongerige), er den fleksibilitet, som disse jurisdiktioner giver udstedere af aktier med flere stemmer<sup>29</sup>. Tilsvarende fremhævede nogle respondenter<sup>30</sup>, at en række EU-virksomheder for nylig har flyttet deres vedtægtsmæssige hjemsted fra lande med begrænsede muligheder for at udstede aktier med flere stemmer (f.eks. Italien, Tyskland og Spanien) til Nederlandene, et land, der har valgt en tolerant og fleksibel tilgang til strukturer med aktier med flere stemmer<sup>31</sup>. Endelig så 64 % af respondenterne en fordel ved i EU-lovgivningen at fastsætte, at udstedere i hele EU kan lade sig børsnotere på en EU-markedsplads baseret på strukturen med aktier med flere stemmer.

---

<sup>28</sup> Oxera Consulting LPP, Primary and secondary equity markets in EU, Final report, November 2020, Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf.

<sup>29</sup> Interessenter, der støtter dette synspunkt, omfatter investeringsbanker, værdipapirmarkedssammenslutninger, repræsentanter for finansministerierne og private equity-sammenslutninger.

<sup>30</sup> Dette blev nævnt af to interessenter fra Nederlandene.

<sup>31</sup> Indtil videre er der nogle få selskaber, der er flyttet til Nederlandene for at blive børsnoteret, fordi ordningen med aktier med flere stemmer er attraktiv. Der foreligger imidlertid ingen data, der kan underbygge dette.

Flertallet af respondenterne i høringen (83 %) <sup>32</sup> mente, at der, hvor det er tilladt at anvende aktier med flere stemmer, har det reelt tilskyndet flere virksomheder til at søge børsnotering på offentlige markeder. Adspurgt om den indvirkning, som aktier med flere stemmer har på en virksomheds tiltrækningskraft for investorer, mente de fleste, der besvarede dette spørgsmål (hovedsagelig udstedere og børsere), at virkningen enten er positiv eller neutral <sup>33</sup>. Disse respondenter bemærkede, at aktier med flere stemmer ikke mindsker investorernes interesse, forudsat at der er indført visse beskyttelsesforanstaltninger, og fremhævede, at gennemsigtighed er afgørende for at sikre, at investorerne kan træffe fuldt informerede investeringsbeslutninger.

De respondenter, der opfattede tiltrækningskraften negativt (herunder to kompetente nationale myndigheder og visse investorsammenslutninger), udtrykte betænkelighed ved, at princippet om "én aktie — én stemme" forsvandt. En respondent bemærkede navnlig, at strukturer med aktier med flere stemmer kan underminere eksisterende ansvarlighedsmekanismer i lovgivningen om virksomhedsledelse, som f.eks. aktionærernes evne til at vælge bestyrelsesmedlemmer, og føre til ledelsesfastlåsnings. Selv blandt de respondenter, der så virkningen en smule negativt eller negativt, bemærkede nogle imidlertid, at aktier med flere stemmer er gavnlige i visse situationer (navnlig for innovative virksomheder med høj vækst, der ledes af stifteren, og som ønsker at blive børsnoteret). De bemærkede, at eventuelle ændringer bør sikre en passende balance. Denne balance bør give en passende governance-beskyttelse, f.eks. ved at begrænse de beslutninger, der kan træffes med yderligere stemmerettigheder, give virksomheder, der ledes af stifteren, mulighed for at rejse midler på offentlige markeder og fastholde stifterens langsigtede vision for virksomheden.

Respondenterne fremhævede således, at enhver fleksibilitet i strukturer med aktier med flere stemmer bør gribes an på en måde, der sikrer governance-standarder (eventuelt gennem udløbsklausuler, bestemmelser om ikke-overdragelse, automatisk annullering/konvertering ved udtræden osv.).

### ***Ekspertgruppernes anbefalinger***

Forummet på Højt Plan om Kapitalmarkedsunionen anbefalede, at selskaber skulle have mulighed for at vælge en struktur med aktier med flere stemmer, når de går ud på offentlige markeder. Ekspertgruppen bemærkede, at sådanne strukturer vil hjælpe virksomheder med at undgå at blive overtaget af større virksomheder, tilskynde ejerne til at opretholde vækst og bidrage til at fremme et langsigtet perspektiv for virksomheden, samtidig med at man bevarer en attraktiv finansieringsmulighed. Den understregede imidlertid, at dette skal afvejes i forhold til, at det forhindrer andre aktionærer i at udøve deres forvaltnings- og ledelsesansvar.

Den tekniske ekspertgruppe for SMV'er støttede fuldt ud denne anbefaling og hævdede, at det bør være op til udstederne at beslutte, om de vil indføre en udløbsklausul eller en maksimal vægtet stemmeandel.

### ***Interessentmøder***

De to tekniske workshopper for interessenter, som Kommissionen afholdt, gav ikke noget væsentligt input om spørgsmålet om aktier med flere stemmer. Nogle interessenter (børsere) støttede klart en EU-harmonisering, da det ville gøre det mere attraktivt at blive børsnoteret. Andre interessenter (investorer) mente derimod, at der ikke er behov for en sådan

<sup>32</sup> Dvs. 34 ud af 41 respondenter.

<sup>33</sup> 22 % (svarende til 9 respondenter) valgte positiv eller lidt positiv, 29 % (svarende til 12 respondenter) valgte neutral, mens 36 % af respondenterne (svarende til 15 respondenter, hovedsagelig investorer og kompetente nationale myndigheder) valgte negativ eller lidt negativ.

harmonisering, men bemærkede samtidig, at det ville være vigtigt med passende beskyttelsesforanstaltninger, hvis en sådan tilgang overvejes.

**Møder med Det Europæiske Værdipapirudvalgs ekspertgruppe** Kommissionen præsenterede den mulige vej videre med hensyn til børsnoteringsforordningen som en del af kapitalmarkedsunionens projekt. De delegationer, der deltog i drøftelserne, udtrykte bred støtte til Kommissionens mål om at gøre EU's offentlige markeder mere attraktive og samtidig sikre investorbeskyttelse og markedsintegritet. Mere specifikt var 13 medlemsstater, der tog ordet, åbne over for at overveje en minimumsharmonisering af bestemmelserne om aktier med flere stemmer i EU-retten.

#### ***Møde med ECON-koordinatorerne i Europa-Parlamentet***

De koordinatorer i form af Europaparlamentsmedlemmer, der deltog i drøftelserne, bifaldt Kommissionens foreslåede vej frem med hensyn til forordningen om børsnotering, idet de anerkendte problemet med EU's offentlige markeder. De understregede, at Kommissionen er nødt til at finde den rette balance for at sikre, at alle virksomheder, navnlig SMV'er, kan få adgang til offentlige finansieringsmarkeder, samtidig med at der sikres tilstrækkelig investorbeskyttelse.

#### ***Møde med ekspertgruppen vedrørende selskabsret***

Der blev afholdt et møde i ekspertgruppen vedrørende selskabsret for at udveksle synspunkter om de eksisterende nationale strukturer med aktier med flere stemmer i nogle medlemsstater. Flere medlemsstater tog ordet for yderligere at underbygge deres svar på Kommissionens spørgeundersøgelse (juli-august 2022).

#### **• Indhentning og brug af ekspertbistand**

Kommissionen indsamlede en betydelig mængde data direkte fra børser, udstedere og SMV-sammenslutninger. Den tekniske ekspertgruppe for SMV'er (der var aktiv mellem oktober 2020 og maj 2021) fremlagde dokumentation og bidragene fra markedsdeltagerne. I november 2020 bestilte Kommissionen desuden en undersøgelse af primære og sekundære aktiemarkeder i EU fra Oxera, og resultatet er et meget detaljeret overblik over markedet<sup>34</sup>, også understøttet af data.

Tidligere bestilte Kommissionen en undersøgelse af proportionaliteten mellem ejerskab og kontrol i EU-børsnoterede virksomheder, som blev afsluttet med *Report on the Proportionality Principle in the EU* (offentliggjort i 2007)<sup>35</sup> Rapportens konklusioner blev for nylig bekræftet i en anden undersøgelse om beskyttelse af mindretalsaktionærer, som Kommissionen havde anmodet om, og som blev offentliggjort i 2018.

Der blev gennemført en konsekvensanalyse på grundlag af omfattende kvalitativ og kvantitativ dokumentation fra offentligheden og målrettede høringer om

---

<sup>34</sup> Undersøgelsen af primære og sekundære aktiemarkeder i EU anbefalede tilsynsmyndighederne at lempe restriktionerne for kontrolstyrkelsesmekanismer (f.eks. aktier med flere stemmer) for at tilskynde virksomhederne til at blive børsnoteret, uden at ejerne skulle give afkald på kontrollen med deres virksomheder.

<sup>35</sup> Undersøgelsen af proportionaliteten mellem ejerskab og kontrol i medlemsstaterne konkluderede, at ingen EU-jurisdiktion i den analyserede stikprøve valgte at anvende princippet om "én aktie — én stemme". Selv de medlemsstater, der til en vis grad formelt havde vedtaget princippet om "én aktie — én stemme", godkendte forskellige kontrolstyrkelsesmekanismer, f.eks. lofter over stemmerettigheder eller præferenceaktier uden stemmeret. Disse konklusioner blev derefter bekræftet i en undersøgelse fra 2018 om beskyttelse af mindretalsaktionærer. Undersøgelsen indeholder et afsnit om anvendelsen af princippet om "én aktie — én stemme" i medlemsstaterne, hvor det konkluderes, at medlemsstaternes nationale retlige rammer ikke betragter dette princip som et grundlæggende princip.

børsnoteringsforordningen: tiltag til at gøre offentlige kapitalmarkeder mere attraktive for EU-virksomheder og lette adgangen til kapital for SMV'er.

Andre anvendte kilder byggede på omfattende akademisk litteratur og forskning, navnlig ved at undersøge jurisdiktioner, der allerede har aktier med flere stemmer, eller som for nylig har vedtaget lovgivning, der tillader dem. Der var også omfattende yderligere input fra forskellige erhvervssammenslutninger.

- **Konsekvensanalyse**

Dette forslag ledsages af en konsekvensanalyse, der blev forelagt Udvalget for Forskriftskontrol den 10. juni 2022. Den blev godkendt af udvalget — med forbehold — den 8. juli 2022.

Udvalget anmodede om at få ændret udkastet til konsekvensanalyse for at få præciseret: i) børnsnoteringsforordningens sammenhæng med andre tilknyttede kapitalmarkedsinitiativer, ii) risiciene og begrænsningerne i forbindelse med analysen og anerkendelse af utilsigtede konsekvenser og iii) de forskellige synspunkter, som diverse kategorier af interessenter har givet udtryk for med hensyn til problemdefinitionen, løsningsmodellerne og deres virkninger. Udvalgets bemærkninger er blevet behandlet og indarbejdet i den endelige udgave af konsekvensanalysen.

Konsekvensanalysen analyserer en række politikmuligheder for at gøre børnsnotering på EU's kapitalmarkeder mere attraktiv ved hjælp af strømlinede, klare og mere fleksible lovgivningsmæssige forpligtelser med henblik på at reducere de omkostninger, der er forbundet med at rejse kapital på offentlige markeder for virksomheder af alle størrelser.

Konsekvensanalysen beskriver tre drivkræfter, der forklarer problemerne i forbindelse med de tre faser af børnsnoteringscyklussen: fasen før børnsintroduktionen, selve introduktionsprocessen og fasen efter børnsintroduktionen. Den drivkraft, der blev identificeret som relevant for dette direktivforslag, vedrører ulige muligheder for EU-virksomheder med hensyn til ledelsesstruktur ved børnsnotering som følge af forskellige nationale regler om aktier med flere stemmer.

De lovgivningsmæssige ændringer, der er fastsat i løsningsmodellerne, kunne ikke på egen hånd løse alle de udfordringer, som EU's offentlige markeder står over for. Sammen med andre foranstaltninger, der betragtes som en del af en bredere plan om at forbedre virksomhedernes adgang til offentlige kapitalmarkeder, har ændringerne imidlertid til formål at bidrage til at vende den nuværende negative tendens på EU's offentlige markeder. Uden disse lovgivningsmæssige forbedringer ville EU's offentlige markeder fortsat være afhængige af de suboptimale lovgivningsmæssige rammer for børnsnotering, hvilket igen ville gøre de offentlige markeder mindre attraktive. Dette ville medføre økonomiske omkostninger for EU's udstedere, investorer og EU's økonomi som helhed. Basisscenariet indebærer således ingen ændringer af de lovgivningsmæssige rammer, der fastlægger reglerne for virksomheder, der ønsker at blive børnsnoterede, eller som allerede er børnsnoterede.

Den foretrukne løsningsmodel for fasen forud for børnsintroduktionen omfatter en minimumsharmonisering af de nationale love om strukturer med aktier med flere stemmer, samtidig med at det overlades til medlemsstaterne at bestemme, hvordan de skal udforme det. Med denne løsningsmodel vil medlemsstater, der i øjeblikket forbyder strukturer med aktier med flere stemmer, skulle ændre deres lovgivning for at give mulighed for sådanne governance-strukturer. Denne løsningsmodel vil ikke pålægge de medlemsstater, der i øjeblikket har en fleksibel og velfungerende ordning, supplerende vidtrækkende begrænsninger.

Denne løsningsmodel vil være effektiv med hensyn til at give selskaber (der er etableret i medlemsstater, der i øjeblikket forbyder strukturer med aktier med flere stemmer) et incitament til at blive børsnoteret. Ved at sikre, at selskaber kan optages til handel i alle medlemsstater med strukturer med aktier med flere stemmer, vil den foretrukne løsningsmodel give stiftere og virksomhedsejere mulighed for at afbøde tabet af kontrol, som typisk er forbundet med børsnotering. Dette ville igen åbne nye finansieringsmuligheder for de selskaber, der ellers ikke ville overveje at lade sig børsnotere. Det vil også medføre betydelige omkostningsbesparelser for de selskaber, der i øjeblikket er nødt til at blive børsnoteret i udlandet for at nyde godt af fleksibilitet. Desuden vil aktier med flere stemmer hjælpe stiftere (når de er børsnoteret) med at undgå kortsigtet markedspress og fokusere på deres langsigtede vision for virksomheden.

Med den foretrukne løsningsmodel vil medlemsstaterne have fleksibilitet med hensyn til at fastsætte beskyttelsesforanstaltninger og betingelser vedrørende aktier med flere stemmer. De vil dog skulle sikre overholdelse af nogle få principper på højt plan og minimumsbeskyttelsesforanstaltninger, der er fastsat på EU-plan. Disse omfatter behovet for at sikre en passende balance mellem stifterne og beskyttelsen af mindretalsinvestorer samt beskyttelsen af selskabets interesser. Da medlemsstaterne skal tage hensyn til investorernes interesser og selskabets interesser, når de indfører disse aktiestrukturer i deres nationale systemer, vil denne løsningsmodel sikre investorbeskyttelse. Desuden vil beskyttelsesforanstaltninger og -betingelser blive skræddersyet til de lokale markeders særlige karakteristika, og de markeder, der allerede har strukturer med aktier med flere stemmer, vil bevare deres fleksibilitet.

En anden løsningsmodel (ikke den foretrukne løsningsmodel) indebærer en maksimumsharmonisering af aktier med flere stemmer ved at indføre et detaljeret sæt regler, herunder om beskyttelsesforanstaltninger for minoritetsinvestorer og for selskabet, som f.eks. klausuler om begrænsning af stemmerettigheder, udløbsklausuler, klausuler om begrænsning af antallet af stemmer, der er knyttet til en enkelt aktie, som alle ville have til formål at beskytte minoritetsinvestorer og selskabet mod unødige virkninger af disse aktiestrukturer. Desuden kan EU-retten i henhold til denne løsningsmodel også foreskrive, hvem der kan besidde aktier med flere stemmer, i hvilke afgørelser der tages hensyn til de yderligere stemmerettigheder, og på hvilke betingelser (og hvorvidt) de kan overdrages til tredjepart. Denne løsningsmodel ville være ret præskriptiv, da alle medlemsstater ville være forpligtet til at gennemføre den samme rigide ramme, herunder de samme sikkerhedsforanstaltninger, som ikke ville give fleksibilitet til medlemsstater, der i forvejen har et velfungerende system på plads.

Derfor vil den foretrukne løsningsmodel, samtidig med at den er virkningsfuld, også være mere omkostningseffektiv for interessenterne, navnlig udstederne: Medlemsstater, der allerede har indført ordninger med aktier med flere stemmer, vil ikke skulle ændre deres regler, og selskaber i disse medlemsstater vil ikke skulle tilpasse sig en ny ordning og pådrage sig yderligere omkostninger. En langt mere præskriptiv alternativ løsningsmodel (ikke den foretrukne løsningsmodel) vil sandsynligvis føre til meget højere (tilpasnings-)omkostninger for både medlemsstater og udstedere i hele EU. Selv om investorernes overordnede interesser og selskabets interesser kan beskyttes bedre på EU-plan under den alternative løsningsmodel, kan det være uegnet for nogle medlemsstater, hvor investorerne ikke synes at blive negativt påvirket af de nuværende (fleksible) ordninger med aktier med flere stemmer.

Forslaget forventes at få direkte økonomiske virkninger i form af øget adgang til alternative finansieringskilder for EU-virksomheder. Det vil sandsynligvis føre til flere incitamenter for udstedere til at blive børsnoteret på offentlige markeder i alle medlemsstater, hvor disse strukturer ikke er tilladt. Kombineret med andre forbedrede foranstaltninger kan den derfor

generelt føre til flere offentlige udstedelser i EU og dermed generelt bidrage til væksten på EU's kapitalmarkeder.

For så vidt angår miljøvirkningerne, herunder kontrol af, at der ikke gøres væsentlig skade, og kontrol af klimaoverensstemmelsen, forventes dette forslag at have en indirekte positiv indvirkning på miljøet, da virksomheder, der får finansiering fra offentlige markeder, kan engagere sig i udvikling og innovation af nye miljøvenlige teknologier. Desuden bør indførelsen af de specifikke beskyttelsesforanstaltninger minimere en indvirkning på virksomheden som følge af beslutninger, der kan have negative konsekvenser for menneskerettigheder, klima og miljø. Dette forslag vil også være befordrende for udviklingen af mere åbne og mere konkurrencedygtige kapitalmarkeder, hvilket navnlig vil gavne de hurtigtvoksende virksomheder i innovative og forskningsintensive sektorer, der har en tendens til at have større kapitalbehov. Bedre adgang til finansiering vil gøre det muligt for disse virksomheder at vokse hurtigere og afsætte flere finansielle ressourcer til FoU-programmer, der kan bidrage til at opnå målene i den europæiske grønne pagt.

Forslaget kan føre til en indirekte positiv social virkning, forudsat at den foretrukne løsningsmodel opfylder målet om at bidrage til at lette virksomhedernes adgang til offentlige markeder, hvorved de nu vil kunne drage fordel af en mere diversificeret og større pulje af finansieringskilder, der gør det muligt at engagere sig i social innovation og beskæftige flere mennesker. Da initiativet især er rettet mod SMV'er (og nogle foranstaltninger er rettet direkte mod dem), vil den (indirekte) indvirkning på beskæftigelsen sandsynligvis være særlig relevant. I dag beskæftiger SMV'er i EU ca. 100 millioner mennesker. Samtidig tegner de sig for mere end halvdelen af EU's BNP, ligesom de spiller en central rolle med hensyn til at skabe merværdi i alle økonomiske sektorer<sup>36</sup>. Det er vigtigt at bemærke, at de udgør 99,8 % af alle virksomheder i EU<sup>37</sup>. Med en bedre skræddersyet og bredere adgang til finansiering vil disse virksomheder nu kunne vokse hurtigere, hvilket har positive konsekvenser for beskæftigelsen i hele EU. Som sådan forventes det, at foranstaltningerne som led i en bredere pakke, der skal lette SMV'ers adgang til kapitalmarkedsfinansiering, vil have en positiv indvirkning på EU's arbejdsmarked og øge den økonomiske samhørighed.

Dette forslag vil sandsynligvis have en indirekte positiv indvirkning på digitaliseringen ved at tilvejebringe bredere og mere diversificerede finansieringskilder til kapitalintensive projekter og virksomheder, herunder projekter med fokus på digitalisering og innovation.

I konsekvensanalysen konkluderes det, at den foreslåede pakke af foranstaltninger vil bidrage til det overordnede mål for kapitalmarkedsunionen, nemlig at lette virksomhedernes adgang til kapitalmarkederne. Denne pakke af foranstaltninger vil støtte virksomheder, som er noteret på EU-markedspladser, ved at mindske deres administrative byrde og give mulighed for en forbedret likviditet. Konsekvensanalysen understreger imidlertid også, at de lovgivningsmæssige foranstaltninger, der indgår i dette initiativ, ikke i sig selv nødvendigvis vil føre til et øget antal børsnoteringer i EU, idet det afhænger af mange forskellige faktorer.

- **Målrettet regulering og forenkling**

Der er ikke konstateret administrative omkostningsvirkninger i forbindelse med "én ind, én ud" -princippet, selv om der forventes visse tilpasningsomkostninger som følge af dette initiativ. Der kan opstå minimale direkte tilpasningsomkostninger for selskaber for at sikre, at en børsnotering struktureres i overensstemmelse med de nye regler og mere specifikt med de eksisterende investorbekyttelsesforanstaltninger.

<sup>36</sup> Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget — En SMV-strategi for et bæredygtigt og digitalt Europa (COM(2020) 103 final), s. 1.

<sup>37</sup> Eurostat, 2018 nøgletal (europa.eu).



- **Grundlæggende rettigheder**

I dette forslag overholdes de grundlæggende rettigheder og friheder, som er anerkendt i Den Europæiske Unions charter om grundlæggende rettigheder. Den frie bevægelighed for personer, tjenesteydelser og etablering, der udgør en af de grundlæggende rettigheder og friheder, der er beskyttet af traktaten om Den Europæiske Union og traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, er relevant for dette initiativ.

Forslaget berører retten til privatlivets fred og beskyttelsen af personoplysninger for visse aktionærer og personer, der udøver stemmerettigheder i selskabet, samt indehavere af værdipapirer med særlige kontrolrettigheder. Bestemmelsen om offentliggørelse af identiteten af disse aktionærer og personer har til formål at styrke investorernes tillid og fremme informerede investeringsbeslutninger og dermed øge både investorbeskyttelsen og markedseffektiviteten. Da investoren kan være en del af den brede offentlighed, bør disse oplysninger være offentligt tilgængelige. Bestemmelsen går ikke ud over, hvad der er nødvendigt for at beskytte investorernes interesse i at træffe velinformerede beslutninger og sikre investorernes tillid. Desuden kræver forslaget kun videregivelse af personoplysninger i forbindelse med de aktionærer og personer, der har betydelige beslutningsbeføjelser eller på anden måde kan udøve kontrolrettigheder i virksomheden. Hvis en sådan offentliggørelse ikke fandt sted, ville investorerne ikke være i stand til at træffe fuldt informerede investeringsbeslutninger.

#### **4. VIRKNINGER FOR BUDGETTET**

Initiativet forventes ikke at få nogen nævneværdig indvirkning på EU's budget.

#### **5. ANDRE FORHOLD**

- **Planer for gennemførelsen og foranstaltninger til overvågning, evaluering og rapportering**

En evaluering er planlagt 5 år efter gennemførelsen af foranstaltningen i overensstemmelse med Kommissionens retningslinjer for bedre regulering. Formålet med evalueringen er bl.a. at vurdere, hvor virkningsfuld og effektiv direktivet har været med hensyn til at nå de politiske mål, og at beslutte, om der er behov for nye foranstaltninger eller ændringer. Medlemsstaterne skal give Kommissionen de oplysninger, der er nødvendige for udarbejdelsen af denne evaluering.

- **Nærmere redegørelse for de enkelte bestemmelser i forslaget**

I artikel 1 fastlægges genstanden. Navnlig fastsættes det i artikel 1, at dette direktiv kun vedrører indførelse af strukturer med aktier med flere stemmer i selskaber, der søger notering på et SMV-vækstmarked i en eller flere medlemsstater for første gang.

I artikel 2 fastsættes de definitioner, der anvendes i dette direktiv, herunder "selskab", "strukturer med aktier med flere stemmer", "aktier med flere stemmer" og "SMV-vækstmarked".

I artikel 3 præciseres det, at dette direktiv er et minimumsharmoniseringsdirektiv, og at medlemsstaterne kan vedtage eller opretholde nationale bestemmelser, der giver selskaber mulighed for at indføre strukturer med aktier med flere stemmer i situationer, der ikke er omfattet af dette direktiv.

I artikel 4 fastsættes princippet om, at medlemsstaterne skal sikre, at selskaber kan indføre strukturer med aktier med flere stemmer, når de anmoder om optagelse til handel af deres aktier på et SMV-vækstmarked for første gang. Artikel 4 sikrer også, at medlemsstaterne

giver selskaberne fleksibilitet med hensyn til at indføre strukturer med aktier med flere stemmer, inden de anmoder om optagelse til handel af deres aktier. I disse tilfælde har medlemsstaterne mulighed for at fastsætte, at de øgede stemmerettigheder, der er knyttet til aktier med flere stemmer, kun kan anvendes, efter at optagelsen til handel har fundet sted.

I artikel 5 fastsættes medlemsstaternes forpligtelse til at sikre en retfærdig og lige behandling af aktionærer og sørge for passende beskyttelse af selskabets interesser og af de aktionærer, der ikke besidder aktier med flere stemmer, ved at indføre passende beskyttelsesforanstaltninger. Med henblik herpå indeholder artikel 5 bestemmelser om en minimumsharmonisering med hensyn til beskyttelsesforanstaltninger ved at kræve, at medlemsstaterne medtager visse af de beskyttelsesforanstaltninger, der er anført i artiklen. Artikel 5 omhandler også yderligere beskyttelsesforanstaltninger, som medlemsstaterne kan overveje med henblik herpå.

I artikel 6 fastsættes der oplysningskrav for selskaber, der har indført strukturer med aktier med flere stemmer, som finder anvendelse både på tidspunktet for optagelsen til handel af selskabets aktier og derefter gentagne gange på årsbasis. Dette omfatter oplysninger om strukturen af selskabets aktiekapital, karakteristika for aktier med flere stemmer samt tilstedeværelsen af andre kontrolstyrkelsesmekanismer i selskabet.

Artikel 7 indeholder en bestemmelse om revision af dette direktiv.

Artikel 8 indeholder bestemmelser om gennemførelsen af direktivet.

I artikel 9 fastsættes datoen for dette direktivs ikrafttræden.

Artikel 10 angiver, hvem dette direktiv er rettet 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**

(EØS-relevant tekst)

EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET FOR DEN EUROPÆISKE UNION HAR —

under henvisning til traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, særlig artikel 50, stk. 1, artikel 50, stk. 2, litra g), og artikel 114,

under henvisning til forslag fra Europa-Kommissionen,

efter fremsendelse af udkast til lovgivningsmæssig retsakt til de nationale parlamenter,

under henvisning til udtalelse fra Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg<sup>38</sup>,

efter den almindelige lovgivningsprocedure, og

ud fra følgende betragtninger:

- (1) For at gøre SMV-vækstmarkeder mere attraktive og mindske ulighederne for selskaber, der søger om optagelse til handel på det indre marked, er det nødvendigt at fjerne hindringer for adgangen til sådanne markeder, der skyldes lovgivningsmæssige hindringer. Selskaberne bør kunne vælge ledelsesstrukturer, der passer bedst til deres udviklingstrin, herunder ved at gøre det muligt for kontrollerende aktionærer i disse selskaber at bevare kontrollen over virksomheden efter at have fået adgang til SMV-vækstmarkeder, samtidig med at de nyder godt af de fordele, der er forbundet med handel på disse markeder, så længe mindretalsaktionærernes rettigheder fortsat beskyttes.
- (2) Frygten for at miste kontrollen over et selskab er en af de vigtigste afskrækkende faktorer for kontrollerende aktionærer i forbindelse med adgang til SMV-vækstmarkeder. Optagelse til handel medfører normalt en udvanding af ejerskabet for kontrollerende aktionærer, hvilket mindsker deres indflydelse på vigtige investerings- og driftsbeslutninger i selskabet. Det kan navnlig være vigtigt at bevare kontrollen over selskabet for nystartede virksomheder og virksomheder med langsigtede projekter, der kræver betydelige startomkostninger, fordi de måske ønsker at forfølge deres vision uden at blive for udsat for markedsudsving.
- (3) Strukturer med aktier med flere stemmer er en effektiv mekanisme, der gør det muligt for kontrollerende aktionærer at bevare beslutningskompetencen i et selskab og samtidig tilvejebringe midler fra offentligheden. Strukturer med aktier med flere stemmer er en form for kontrolstyrkelsesmekanisme, der omfatter mindst to særskilte aktieklasser med et forskelligt antal stemmerettigheder. Under sådanne strukturer har mindst én af aktieklasserne en lavere stemmевærdi end en anden aktieklasse (eller

---

<sup>38</sup> EFT C [...] af [...], s. [...].

andre aktieklasser) med stemmeret. Den aktie, der har største antal stemmer, er en aktie med flere stemmer.

- (4) Der findes andre kontrolstyrkelsesmekanismer, der gør det muligt at øge stemmerettighedernes vægt, end strukturer med aktier med flere stemmer. Sådanne mekanismer kan omfatte aktier uden stemmeret, præferenceaktier uden stemmeret og lofter over stemmerettigheder. Sådanne alternative kontrolstyrkelsesmekanismer, der er mere rigide i deres udformning, kan imidlertid begrænse den kapital, som et selskab kan tilvejebringe på tidspunktet for optagelse til handel på SMV-vækstmarkeder på grund af den mindre dissociation mellem økonomiske rettigheder og stemmerettigheder.
- (5) Loyalitetsaktier giver ligesom aktier med flere stemmer en aktionær større stemmerettigheder. En aktionær kan opnå yderligere stemmerettigheder knyttet til loyalitetsaktier ved at besidde aktien i det angivne tidsrum og opfylde visse betingelser. Loyalitetsaktier er kontrolstyrkelsesmekanismer, der har til formål at fremme et mere stabilt og langsigtet ejerskab blandt aktionærerne snarere end at gøre det mere attraktivt at tilvejebringe midler fra offentligheden. Derfor bør loyalitetsaktier ikke være omfattet af dette direktivs anvendelsesområde.
- (6) På tværs af medlemsstaterne er der væsentlige forskelle mellem de nationale bestemmelser om aktier med flere stemmer. Nogle medlemsstater tillader strukturer med aktier med flere stemmer, mens andre forbyder dem. I nogle medlemsstater er forbuddet mod aktier med flere stemmer begrænset til offentlige selskaber, mens det i andre gælder for alle selskaber. Forskellene i de nationale ordninger skaber hindringer for kapitalens frie bevægelighed i det indre marked. Desuden skaber den lovgivningsmæssige fragmentering ulige vilkår for selskaber i de forskellige medlemsstater. Selskaber i en medlemsstat, der forbyder strukturer med aktier med flere stemmer, er nødt til at flytte til en anden medlemsstat eller endda uden for Unionen, hvis de ønsker optagelse til handel af aktier med flere stemmer, og har dermed højere omkostninger. I nogle tilfælde kan selskaberne på grund af disse højere omkostninger beslutte ikke at tilvejebringe midler fra offentligheden, hvilket kan begrænse deres finansieringsmuligheder. Sådanne overvejelser er særlig relevante for SMV'er og nystartede virksomheder, der mangler finansielle midler til at dække sådanne omkostninger.
- (7) Medlemsstaterne bør give selskaberne mulighed for at indføre strukturer med aktier med flere stemmer for at give dem mulighed for at søge om optagelse til handel på et SMV-vækstmarked, uden at deres kontrollerende aktionærer skal give afkald på kontrollen. Mens optagelse til handel på regulerede markeder er mere egnet for større og mere modne selskaber, er SMV-vækstmarkeder generelt mere velegnede for SMV'er. SMV-vækstmarkeder blev oprindeligt udformet som SMV-specifikke markedspladser med en lovgivningsmæssig behandling, der tager hensyn til SMV'ernes særlige karakteristika. Ikke alle selskaber med værdipapirer, der er noteret på SMV-vækstmarkeder, er imidlertid SMV'er. I henhold til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU<sup>39</sup> skal SMV'er udgøre mindst 50 % af udstederne af finansielle instrumenter, der er optaget til handel på SMV-vækstmarkeder. Andre selskaber end SMV'er har generelt mere likvide værdipapirer, og deres adgang til SMV-vækstmarkeder gør det derfor muligt for disse markeder at generere højere

---

<sup>39</sup> Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 349).

handelsgebyrer for at bevare deres forretningsmodels rentabilitet. For at sikre klarhed for investorerne er alle udstedere på SMV-vækstmarkeder, uanset deres størrelse, imidlertid i øjeblikket underlagt samme regler. Indførelse af retten til at etablere strukturer med aktier med flere stemmer bør derfor gælde for alle selskaber, der anmoder om optagelse af deres aktier på et SMV-vækstmarked for første gang.

- (8) Medlemsstaterne bør kunne indføre eller opretholde nationale bestemmelser, der giver selskaber mulighed for at indføre sådanne strukturer til andre formål end første optagelse til handel af aktier på et SMV-vækstmarked. Dette omfatter at give selskaber mulighed for at indføre aktier med flere stemmer, når de allerede er optaget til handel, når de anmoder om optagelse til handel på en multilateral handelsfacilitet, der ikke er registreret som SMV-vækstmarked, eller på et reguleret marked, eller sikre, at private selskaber kan indføre aktier med flere stemmer, uanset om de agter at anmode om optagelse til handel af deres aktier eller ej. Dette kan også omfatte tilfælde, hvor selskaber flytter fra et SMV-vækstmarked til et reguleret marked, samtidig med at de beholder aktier med flere stemmer.
- (9) Selskaberne kan indføre strukturer med aktier med flere stemmer gennem en ny udstedelse af aktier eller gennem en anden form for forretningstransaktion, f.eks. konvertering af allerede udstedte aktier. Selskaberne bør have fleksibilitet til at vælge den mest hensigtsmæssige type forretningstransaktion med henblik på at indføre strukturer med aktier med flere stemmer i overensstemmelse med national lovgivning. Desuden bør selskaberne også have fleksibilitet med hensyn til tidspunktet for at indføre strukturer med aktier med flere stemmer, forudsat at det er første gang, de ansøger om optagelse af aktier til handel på et SMV-vækstmarked. Medlemsstaterne bør ikke forhindre selskaber i at indføre strukturer med aktier med flere stemmer på et tidspunkt forud for aktiernes optagelse til handel. Medlemsstaterne bør dog kunne fastsætte, at udøvelsen af de styrkede stemmerettigheder, som repræsenterer yderligere stemmerettigheder, der er knyttet til aktier med flere stemmer, i forhold til stemmerettigheder for aktier i andre klasser, er betinget af, at aktier optages til handel på et SMV-vækstmarked i en eller flere medlemsstater. I så fald og indtil optagelsen til handel bør aktier med flere stemmer have de samme stemmerettigheder som andre aktieklasser i selskabet. Dette vil sikre, at aktier med flere stemmer specifikt fremmer førstegangoptagelse til handel på SMV-vækstmarkeder.
- (10) På grund af ikke-kontrollerende aktionærers reducerede stemmerettigheder i forhold til deres investeringer kan strukturer med aktier med flere stemmer give kontrollerende aktionærer i selskabet kontrol på ubestemt tid og dermed føre til en situation, hvor en kontrollerende aktionær opnår varig kontrol. Dette kan øge risikoen for, at kontrollerende aktionærer opnår private fordele af at have kontrol. For at imødegå disse risici bør indførelse af strukturer med aktier med flere stemmer være omfattet af beskyttelsesforanstaltninger for at beskytte mindretalsaktionærer.
- (11) Medlemsstater, der tillader aktier med flere stemmer, skal give garantier til beskyttelse af mindretalsaktionærer og selskabets interesser. De eksisterende beskyttelsesforanstaltninger varierer imidlertid fra medlemsstat til medlemsstat på grund af særlige nationale forhold og forskellige selskabsretlige systemer. Under hensyntagen til målene for det indre marked, jf. navnlig artikel 50, stk. 2, litra g), i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, bør medlemsstaterne sikre en koordineret tilgang i deres nationale lovgivning om strukturer med aktier med flere stemmer for så vidt angår beskyttelse af mindretalsaktionærers og selskabets interesser. Dette omfatter beskyttelse mod beslutninger, der skaber risici for eller har negative konsekvenser for menneskerettigheder, klimaændringer og miljø. I henhold

til denne koordinerede tilgang bør alle medlemsstater sikre, at enhver beslutning om at indføre en struktur med aktier med flere stemmer eller om at ændre denne struktur, hvis der er indvirkning på stemmerettighederne, træffes med kvalificeret flertal på generalforsamlingen. Desuden bør medlemsstaterne begrænse stemmewægten for aktier med flere stemmer ved at indføre restriktioner enten for udformningen af strukturen med aktier med flere stemmer eller for udøvelsen af stemmerettigheder, der er knyttet til aktier med flere stemmer, med henblik på vedtagelse af visse beslutninger. Restriktionen for udøvelsen af stemmerettigheder kan gennemføres ved at kræve, at en godkendelse med kvalificeret flertal forudsætter både et kvalificeret flertal af de stemmer, der afgives på generalforsamlingen, og af den aktiekapital, der er repræsenteret på generalforsamlingen.

- (12) Medlemsstaterne bør have skønsmæssige beføjelser til at indføre yderligere beskyttelsesforanstaltninger, hvor det er nødvendigt, for at sikre en passende beskyttelse af mindretalsaktionærernes interesser og selskabets interesser. Medlemsstaterne bør vurdere hensigtsmæssigheden af yderligere beskyttelsesforanstaltninger i lyset af deres effektivitet med hensyn til at beskytte minoritetsaktionærernes og selskabets interesser, samtidig med at det sikres, at sådanne beskyttelsesforanstaltninger ikke modvirker formålet med strukturer med aktier med flere stemmer, nemlig muligheden for, at et selskabs kontrollerende aktionærer kan påvirke vigtige beslutninger, herunder udnævnelse af bestyrelsesmedlemmer.
- (13) Offentliggørelse af nøjagtige, omfattende og rettidige oplysninger om udstedere styrker investorenes tillid og giver mulighed for informerede investeringsbeslutninger. En sådan informeret investeringsbeslutningstagning øger både investorbeskyttelsen og markedseffektiviteten. Medlemsstaterne bør derfor kræve, at selskaber med strukturer med aktier med flere stemmer offentliggør detaljerede oplysninger om deres aktiestruktur og corporate governance-system på tidspunktet for optagelsen til handel samt regelmæssigt i årsregnskabet. Det bør af disse oplysninger fremgå, om der er nogen begrænsninger i besiddelsen af værdipapirer, herunder om en eventuel overdragelse af værdipapirer kræver godkendelse enten af selskabet eller af andre indehavere af værdipapirer. Det bør ligeledes fremgå, om der er stemmeretsbegrænsninger, herunder i form af procentdele eller et begrænset antal stemmer, frister for udøvelse af stemmeret eller ordninger, hvorved de finansielle rettigheder, der knytter sig til værdipapirer, adskilles fra ejerskabet af værdipapirerne. Desuden bør disse selskaber oplyse identiteten på indehavere af aktier med flere stemmer samt på fysiske personer, der har ret til at udøve stemmerettigheder på deres vegne, og på personer, der udøver særlige kontrolrettigheder, for at give investorer som privatpersoner gennemsigtighed med hensyn til det endelige ejerskab og de facto-indflydelse på virksomheden. Dette vil gøre det muligt for investorer at træffe informerede beslutninger og dermed styrke deres tillid til velfungerende kapitalmarkeder.
- (14) Målene for dette direktiv, nemlig at øge finansieringsmuligheder for virksomheder og gøre SMV-vækstmarkeder mere attraktive, kan ikke i tilstrækkelig grad og i tide opfyldes af medlemsstaterne, men kan på grund af foranstaltningernes omfang og virkninger mere effektivt og hurtigere nås på EU-plan; Unionen kan derfor vedtage foranstaltninger i overensstemmelse med nærhedsprincippet, jf. artikel 5 i traktaten om Den Europæiske Union. I overensstemmelse med proportionalitetsprincippet, jf. nævnte artikel, går dette direktiv ikke videre, end hvad der er nødvendigt for at nå disse mål.

- (15) For at tage hensyn til markedsudviklingen og udviklingen på andre områder af EU-retten eller medlemsstaternes erfaringer med gennemførelsen af dette direktiv bør Kommissionen tage dette direktiv op til revision 5 år efter gennemførelsesdatoen.
- (16) I henhold til den fælles politiske erklæring af 28. september 2011 fra medlemsstaterne og Kommissionen om forklarende dokumenter<sup>40</sup> har medlemsstaterne forpligtet sig til i tilfælde, hvor det er berettiget, at lade meddelelsen af gennemførelsesforanstaltninger ledsage af et eller flere dokumenter, der forklarer forholdet mellem et direktivs bestanddele og de tilsvarende dele i de nationale gennemførelsesinstrumenter. I forbindelse med dette direktiv finder lovgiver, at fremsendelse af sådanne dokumenter er berettiget.
- (17) Den Europæiske Tilsynsførende for Databeskyttelse er blevet hørt i overensstemmelse med artikel 42, stk. 1, Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2018/1725<sup>41</sup> og afgav udtalelse den [XX XX 2022/2023]<sup>42</sup> —

VEDTAGET DETTE DIREKTIV:

### *Artikel 1*

#### **Genstand**

I dette direktiv fastsættes der fælles regler for strukturer med aktier med flere stemmer i selskaber, der anmoder om, at deres aktier optages til handel på et SMV-vækstmarked i en eller flere medlemsstater, og som ikke har aktier, der allerede er optaget til handel på nogen markedsplads.

### *Artikel 2*

#### **Definitioner**

I dette direktiv forstås ved:

- a) "selskab": en retlig enhed, der er registreret som en af de selskabsformer, der er anført i bilag I til direktiv (EU) 2017/1132
- b) "aktier med flere stemmer": aktier, der tilhører en særskilt og separat klasse, og som har større stemmerettigheder end en anden klasse af aktier med stemmeret i spørgsmål, der skal beslutes på generalforsamlingen
- c) "struktur med aktier med flere stemmer": et selskabs aktiestruktur, der indeholder mindst én klasse af aktier med flere stemmer
- d) "markedsplads": en markedsplads som defineret i artikel 4, stk. 1, nr. 24), i direktiv 2014/65/EU
- e) "SMV-vækstmarked": et SMV-vækstmarked som defineret i artikel 4, stk. 1, nr. 12), i direktiv 2014/65/EU

---

<sup>40</sup> EUT C 369 af 17.12.2011, s. 14.

<sup>41</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2018/1725 af 23. oktober 2018 om beskyttelse af fysiske personer i forbindelse med behandling af personoplysninger i Unionens institutioner, organer, kontorer og agenturer og om fri udveksling af sådanne oplysninger og om ophævelse af forordning (EF) nr. 45/2001 og afgørelse nr. 1247/2002/EF (EØS-relevant tekst) (EUT L 295 af 21.11.2018, s. 39).

<sup>42</sup> [Publikationskontoret: Fodnote indsættes, når den foreligger].

- f) "vægtet stemmeandel": forholdet mellem stemmer, der er knyttet til aktier med flere stemmer, og stemmer, der er knyttet til aktier med de mindste stemmerettigheder.

### *Artikel 3*

#### **Indførelse eller opretholdelse af nationale bestemmelser om aktier med flere stemmer**

Medlemsstaterne kan indføre eller opretholde nationale bestemmelser, der giver selskaber mulighed for at indføre strukturer med aktier med flere stemmer i situationer, der ikke er omfattet af dette direktiv.

### *Artikel 4*

#### **Indførelse af strukturer med aktier med flere stemmer**

1. Medlemsstaterne sikrer, at selskaber, der ikke har aktier, der er optaget til handel i et handelssystem, har ret til at indføre strukturer med aktier med flere stemmer med henblik på optagelse til handel af aktier på et SMV-vækstmarked i en eller flere medlemsstater. Medlemsstaterne må ikke forhindre, at et selskabs aktier optages til handel på et SMV-vækstmarked med den begrundelse, at selskabet har indført en struktur med aktier med flere stemmer.
2. Den ret, der er omhandlet i stk. 1, omfatter retten til at indføre strukturer med aktier med flere stemmer i tide, inden der anmodes om optagelse af aktier til handel på et SMV-vækstmarked.
3. Medlemsstaterne kan gøre udøvelsen af de øgede stemmerettigheder, der er knyttet til aktier med flere stemmer, betinget af, at aktier optages til handel på et SMV-vækstmarked i en eller flere medlemsstater.

### *Artikel 5*

#### **Beskyttelsesforanstaltninger for en retfærdig og ikkediskriminerende behandling af aktionærer i et selskab**

1. Medlemsstaterne sikrer en retfærdig og ikkediskriminerende behandling af aktionærer samt passende beskyttelse af interesserne for de aktionærer, der ikke besidder aktier med flere stemmer, og af selskabet ved hjælp af hensigtsmæssige sikkerhedsforanstaltninger. Med henblik herpå skal medlemsstaterne gøre alt følgende:
  - a) 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 national lovgivning.

Med henblik på dette litra gælder det, at når der er flere aktieklasser, skal sådanne beslutninger også være genstand for en særskilt afstemning for hver klasse af aktionærer, hvis rettigheder berøres
  - b) begrænse stemmewægten for aktier med flere stemmer i forhold til udøvelsen af andre aktionærers rettigheder, navnlig på generalforsamlinger, ved at indføre et af følgende:



- i) en maksimal vægtet stemmeandel og et krav om, hvilken maksimumsprocentdel af den kapital, som de udstedte cirkulerende aktier udgør, den samlede mængde af aktier med flere stemmer kan repræsentere
  - ii) en begrænsning i udøvelsen af de øgede stemmerettigheder, der er knyttet til aktier med flere stemmer, i forbindelse med afstemning om spørgsmål, der skal besluttes på generalforsamlingen, og som kræver godkendelse med kvalificeret flertal.
2. Medlemsstaterne kan fastsætte yderligere beskyttelsesforanstaltninger for at sikre en passende beskyttelse af aktionærerne og selskabets interesser. Disse beskyttelsesforanstaltninger kan navnlig omfatte:
  - a) en bestemmelse med henblik på at undgå, at de øgede stemmerettigheder, der er knyttet til aktier med flere stemmer, overdrages til tredjeparter eller fortsætter med at eksistere, når den oprindelige indehaver af aktier med flere stemmer afgår ved døden, bliver uarbejdsdygtig eller pensioneres (overdragelsesbaseret udløbsklausul)
  - b) en bestemmelse med henblik på at undgå, at de øgede stemmerettigheder, der er knyttet til aktier med flere stemmer, fortsat eksisterer efter et nærmere bestemt tidsrum (tidsbaseret udløbsklausul)
  - c) en bestemmelse med henblik på at undgå, at de øgede stemmerettigheder, der er knyttet til aktier med flere stemmer, fortsat eksisterer efter en given hændelse (hændelsesbaseret udløbsklausul)
  - d) et krav om at sikre, at de øgede stemmerettigheder ikke kan anvendes til at blokere generalforsamlingens vedtagelse af beslutninger, der har til formål at forebygge, reducere eller fjerne negative konsekvenser for menneskerettigheder og miljø i forbindelse med selskabets drift.

## *Artikel 6*

### **Gennemsigthed**

1. Medlemsstaterne sikrer, at selskaber med strukturer med aktier med flere stemmer, hvis aktier handles eller skal handles på et SMV-vækstmarked, i [det vækstorienterede EU-udstedelsesdokumentet omhandlet i artikel 15a] i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129<sup>43</sup> eller i det optagelsesdokument, der er omhandlet i artikel 33, stk. 3, litra c), i direktiv 2014/65/EU, og i selskabets årsregnskab, der er omhandlet i artikel 78, stk. 2, litra g), i Kommissionens delegerede forordning (EU) 2017/565<sup>44</sup>, offentliggør detaljerede oplysninger om alt følgende:
  - a) kapitalstrukturen, herunder værdipapirer, der ikke er optaget til handel på et SMV-vækstmarked i en medlemsstat, med angivelse af de forskellige

---

<sup>43</sup> 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 (EUT L 168 af 30.6.2017, s. 12).

<sup>44</sup> Kommissionens delegerede forordning (EU) 2017/565 af 25. april 2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU for så vidt angår de organisatoriske krav til og vilkårene for drift af investeringselskaber samt definitioner af begreber med henblik på nævnte direktiv (EUT L 87 af 31.3.2017, s. 1).

aktieklasser med oplysninger om de rettigheder og forpligtelser, der knytter sig til den pågældende aktieklasse, og den procentdel af den samlede aktiekapital og de samlede stemmerettigheder, som aktieklassen udgør

- b) samtlige begrænsninger ved overdragelse af værdipapirer, herunder aftaler mellem aktionærer, som selskabet har kendskab til, og som kan medføre begrænsninger for overdragelse af værdipapirer
  - c) identiteten af indehaverne af værdipapirer med særlige kontrolrettigheder og en beskrivelse af disse rettigheder
  - d) samtlige begrænsninger i stemmerettigheder, herunder aftaler mellem aktionærer, som selskabet har kendskab til, og som kan medføre begrænsninger i stemmerettigheder
  - e) identiteten af de aktionærer, der besidder aktier med flere stemmer, og af den fysiske person eller juridiske enhed, der har ret til at udøve stemmerettigheder på vegne af sådanne aktionærer, hvis det er relevant.
2. Hvis indehavere af aktier med flere stemmer eller personer, der har ret til at udøve stemmerettigheder på deres vegne, eller indehavere af værdipapirer med særlig kontrol er fysiske personer, kræver offentliggørelse af deres identitet blot offentliggørelse af deres navne.

#### *Artikel 7*

##### **Revision**

Senest den [fem år efter ikrafttrædelsen] forelægger Kommissionen en rapport for Europa-Parlamentet og Rådet om gennemførelsen og virkningerne af dette direktiv. Med henblik herpå forelægger medlemsstaterne senest den [fire år efter ikrafttrædelsen] Kommissionen oplysninger om navnlig følgende:

- a) antallet af selskaber, der er optaget til handel med aktier med flere stemmer
- b) den sektor, hvor de i litra a) omhandlede virksomheder er aktive, og den respektive kursværdi på udstedelsestidspunktet
- c) de investorbeskyttelsesforanstaltninger, som de i litra a) omhandlede selskaber anvender med hensyn til strukturer med aktier med flere stemmer.

#### *Artikel 8*

##### **Gennemførelse**

1. Medlemsstaterne sætter de nødvendige love og administrative bestemmelser i kraft for at efterkomme dette direktiv senest to år efter dets ikrafttræden. De underretter straks Kommissionen herom. Disse love og bestemmelser skal ved vedtagelsen indeholde en henvisning til dette direktiv eller skal ved offentliggørelsen ledsages af en sådan henvisning. Medlemsstaterne fastsætter de nærmere regler for henvisningen.
2. Medlemsstaterne meddeler Kommissionen teksten til de vigtigste nationale retsforskrifter, som de udsteder på det område, der er omfattet af dette direktiv.

#### *Artikel 9*

##### **Ikrafttræden**

Dette direktiv træder i kraft på tyvendedagen efter offentliggørelsen i *Den Europæiske Unions Tidende*.

*Artikel 10*

**Adressater**

Dette direktiv er rettet til medlemsstaterne.

Udfærdiget i Bruxelles, den [...].

*På Europa-Parlamentets vegne*

[...]

*Formand*

*På Rådets vegne*

[...]

*Formand*