



28. februar 2023
Jr.nr. 22-017981

GRUND- OG NÆRHEDSNOTAT

Kommissionens forslag om ændring af forordninger 2017/1129, 2014/596 og 2014/600 for at gøre offentlige kapitalmarkeder i Unionen mere attraktive for virksomheder og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder, KOM (2022)762, og ændring af direktiv 2014/65 med henblik på at gøre offentlige kapitalmarkeder i Unionen mere attraktive for virksomheder og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder og ophævelse af direktiv 2001/34, KOM (2022)760 (listing-pakken)

1. Resumé

Kommissionen præsenterede den 7. december 2022 en pakke af forslag med fokus på reglerne for adgang til EU's kapitalmarkeder. Formålet med pakken er blandt andet at forenkle kravene i forbindelse med børsnotering i EU og den løbende rapportering til markederne. Pakken indeholder forslag til at ændre en række retsakter på kapitalmarkedsområdet:

1. *Revision af prospektforordningen med det formål at gøre prospekter lettere tilgængelige for investorer og at lette byrder for udstederne. Konkret foreslår Kommissionen en række tiltag såsom*
 - a. *maksimal længde og obligatorisk rækkefølge af informationer særligt i aktieprospekter,*
 - b. *yderligere forenklede prospekter for SMV'er,*
 - c. *øget tærskel for, hvornår et prospekt skal offentliggøres og*
 - d. *strømlinede godkendelsesprocedurer hos myndighederne.*
2. *Revision af markedsmisbrugsforordningen, hvor Kommissionen blandt andet foreslår at præcisere forhold vedrørende insiderhandel, herunder hvornår offentliggjort information har en reel markedsværdi, og hvornår der skal ske offentliggørelse.*
3. *Revision af reglerne for markeder for finansielle instrumenter, så der bliver bedre adgang til at dele data om handler (ordreogsdata) og lettere samarbejde mellem tilsynsmyndigheder om dette.*
4. *Reviderede rammer for små og mellemstore virksomheder (SMV'er) med henblik på at øge synligheden i markedet, blandt andet ved at forenkle reglerne for oplysninger om investeringsanalyser.*

5. *Ophævelse af et delvist forældet direktiv om krav i forbindelse med notering på regulerede markeder.*

Regeringen støtter generelt forslaget og de målrettede ændringer af lovgivningen, der bidrager til øget klarhed over begreber og forenkling af information, så informationen i højere grad bliver brugbar og samtidig sikrer fortsat robuste finansielle markeder.

Regeringen finder det vigtigt, at der fortsat er et højt niveau af investorbekyttelse, herunder at der er løbende og retvisende information tilgængelig om virksomheder udbudt til offentligheden. Dette sikrer, at investorerne fortsat har adgang til den nødvendige og relevante information til at træffe beslutninger om deres investeringer. Regeringen støtter en harmoniseret tærskel for anvendelse af EU-prospektpligten og vil arbejde for at finde en tilpas tærskel, der varetager både nationale og europæiske interesser.

Regeringen finder det vigtigt, at det er klart for udstedere og potentielt berørte personer, hvornår de kan eller ikke kan videregive viden uden at overtræde reglerne om insiderhandel. I den forbindelse vil regeringen arbejde for, at reglerne bidrager til dette uden at begrænse efterforsknings- eller informationsbehov og at de sikrer tilliden til kapitalmarkederne.

2. Baggrund

Kommissionen, EU-landene og Europa-Parlamentet har de senere år arbejdet på at fremme en kapitalmarkedsunion ("Capital Markets Union" – CMU) i form af en styrkelse af det finansielle indre marked for alle EU-lande.

CMU er en samlebetegnelse for forskellige tiltag, der har til formål at udvikle landenes finansielle markeder og gøre det lettere og mere attraktivt at opnå finansiering og at investere på tværs af EU-landene for virksomheder, herunder SMV'er, husholdninger og institutionelle investorer (fx pensionselskaber).

For at understøtte arbejdet med CMU¹ og adressere udfordringer med mængden af information og et højt omkostningsniveau for udstedere af værdipapirer præsenterede Kommissionen den 7. december 2022 en pakke af forslag med formål om at forenkle reglerne for adgang til EU's kapitalmarkeder ("listingpakken"). Pakken har fokus på at reducere de regulatoriske byrder på målrettede områder for dermed at nedbringe virksomheders omkostninger. Dette har til formål at understøtte virksomheder i at rejse kapital ved brug af EU's kapitalmarkeder. Udover forslag om at ændre

¹ Herunder tiltag nr. 2 fra 2020 CMU handlingsplan: "For at fremme og diversificere små og innovative virksomheders adgang til finansiering vil Kommissionen søge at forenkle børsreglerne for offentlige markeder.", https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:61042990-fe46-11ea-b44f-01aa75cd71a1.0019.02/DOC_1&format=PDF

EU's prospektforordning, markedsmisbrugsforordning og forordning samt direktiv om markeder for finansielle instrumenter (MiFID og MiFIR) og ophævelse af noteringsdirektivet², indeholder pakken også forslag til et nyt direktiv om flere stemmerettighedsstrukturer i virksomheder, der søger om optagelse til handel af aktier på SMV-vækstmarkeder³. Sidstnævnte behandles i særskilt grund- og nærhedsnotat og drøftes separat i Rådet.

Prospektforordningen

Den gældende prospektforordning⁴ har fundet anvendelse siden 21. juli 2019 og fastsætter kravene til udarbejdelse, godkendelse og offentliggørelse af et dokument, såkaldt prospekt, når værdipapirer som fx aktier eller obligationer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked. Formålet med prospektreglerne er overordnet at sikre, at mulige investorer har adgang til al relevant information, når de overvejer, om de skal foretage en investering.

Der blev som en midlertidigt ordning indført et forenklet prospekt som led i genopretningspakken for kapitalmarkederne efter COVID-19. Denne ordning udløb imidlertid den 31. december 2022. Prospektet havde den fordel, at det bestod af et enkelt dokument af begrænset størrelse og skulle gøre det lettere for udstedere at lave prospekter. Prospekttypen har ikke været anvendt i Danmark.

Der er prospektpligt efter prospektforordningens regler ved udbud af værdipapirer til offentligheden med en værdi på mere end 8 mio. EUR (ca. 60 mio. DKK). Reglerne giver mulighed for, at EU-landene kan kræve EU-prospektreglerne anvendt også på udbud med lavere værdi. EU-reglerne kan dermed bringes til anvendelse for udbud med en værdi på mellem 1 og 8 mio. EUR. EU-landene kan alternativt vælge at fastsætte nationale, lempeligere regler under den fastsatte EU-tærskel. Disse nationale regler kan også gælde for udbud under 1 mio. EUR. Endelig kan medlemsstaterne vælge en kombination af de to muligheder så tærsklen for anvendelse af EU-reglerne sættes lavere end 8 mio. EUR kombineret med et nationalt lempeligere regime anvendt for mindre udbud.

² 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)762 og Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 2014/65/EU med lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder og ophævelse af direktiv 2001/34/, KOM (2022)760.

³ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om aktieklasser i virksomheder, der søger optagelse til handel af aktier på et SMV vækstmarked, KOM (2022) 761.

⁴ 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/EFEØS-relevant tekst

Det betyder, at der i dag er forskellige tærskler for, hvornår prospektforordningen finder anvendelse ved udbud af værdipapirer til offentligheden i de enkelte EU-lande, og at der ligeledes er forskellige nationale regler i de enkelte EU-lande under de nationalt fastsatte tærskler.

Danmark har minimumsimplenteret og ikke fastsat lavere tærskler for anvendelse af EU-prospekt reglerne. Danmark har heller ikke introduceret et særligt nationalt regime, hvor dette ellers var muligt. Se bilag 1 for en oversigt over hvordan andre EU-lande har udnyttet mulighederne.

Markedsmisbrugsforordningen

Markedsmisbrugsforordningen⁵ har fundet anvendelse siden den 3. juli 2016 og har til formål at styrke gennemsigtigheden, markedintegriteten og investorbeskyttelsen på de finansielle markeder. Forordningen indeholder et forbud mod markedsmisbrug, dvs. insiderhandel, uretmæssig videregivelse af intern viden og markedsmanipulation (forklares nedenfor). For at forebygge denne type af adfærd er der en række oplysnings- og registreringsforpligtelser.

Regler om markeder for finansielle instrumenter (MiFIR og MiFID)

Forordningen om markeder for finansielle instrumenter (MiFIR)⁶ har fundet anvendelse fra den 3. januar 2018. MiFIR indeholder en række krav til handel med finansielle instrumenter, herunder krav om indberetning af transaktioner og ordrebogsdata (informationerne inkluderer priser, tidspunkter, modparter, klienter, mv. for hver enkelt ordre, der er indlagt på markedet) fra henholdsvis handelsplatforme⁷ og virksomheder til den kompetente myndighed (i Danmark Finanstilsynet). Indberetninger under MiFIR sker i bestemte skabeloner og den kompetente myndighed bruger disse til at udføre overvågning af, om der sker markedsmisbrug på de finansielle markeder.

Direktivet om markeder for finansielle instrumenter (MiFID)⁸ indeholder blandt andet regler om opdeling af omkostninger forbundet med levering af investeringsanalyser om SMV'er. Virksomheder, der yder skønmæssig porteføljepleje eller anden investeringsservice mv. (dvs. serviceleverandøren), er som udgangspunkt forpligtede til at sikre, at omkostninger forbundet med køb af investeringsanalyser afholdes af serviceleverandøren selv

⁵ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug (forordningen om markedsmisbrug) 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

⁶ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 (MiFIR)

⁷ Handelsplatforme er infrastruktur, der tillader modparter at handle med hinanden, således at de kan købe og sælge bl.a. værdipapirer.

⁸ 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) (MiFID)

eller betales af værdipapirudstederen og altså ikke investoren. Dermed adskilles omkostninger til ydelser forbundet med ordredudførelsen, som investoren skal betale, og analysetjenesteydelser, som påhviler værdipapirudstederen. Det betyder, at der i sidste ende er transparens om det, som investorer betaler i omkostninger ved investeringen.

Noteringsdirektivet

Noteringsdirektivet⁹ fra 2001 er et minimumsharmoniseringsdirektiv, der før transparensregler i transparensdirektivet og prospektreglerne i prospektforordningen dannede grundlag for notering på EU-markeder. Hensynene varetages i dag i al væsentlighed af de nævnte retsakter, og store dele af direktivet er blevet overflødige.

Retsgrundlaget for forslagene er artikel 50, 53, stk. 1 og 114 i Traktat om Den Europæiske Unions Funktionsmåde (TEUF). Europa-Parlamentet og Rådet er medlovgivere. Rådet træffer beslutning med kvalificeret flertal.

3. Formål og indhold

Kommissionens forslag indeholder en række forslag til ændringer, som er beskrevet tematisk nedenfor i henhold til de retsakter, som foreslås ændret:

- I. Ændringer til prospektreglerne
- II. Ændringer til markedsmisbrugsreglerne (insiderinformation)
- III. Ændring af regler til bedre brug af ordrebogsdata (MiFIR og MAR)
- IV. Ændringer til regler om investeringsinformation (MiFID)
- V. Ophævelse af noteringsdirektivet

I. Ændringer til prospektreglerne

Ændringerne til prospektreglerne har til formål dels at gøre det lettere og billigere for udstedere at udarbejde et prospekt og dermed rejse kapital, dels at give investorerne mulighed for at foretage oplyste investeringsbeslutninger via forståelig, let-analyserbar og kortfattet information. Formålet er også at skabe yderligere omkostningsbesparelser for SMV'er og skræddersy information til investorenes behov.

a. Tærsklen for prospektpligt hæves og harmoniseres

Kommissionen foreslår at hæve tærsklen for prospektpligt efter prospektforordningen til for udbud til offentligheden af værdipapirer af værdipapirer til en værdi på over 12 mio. EUR (ca. 90 mio. DKK). Man vurderer, om man overskrider tærsklen ved at lægge værdien af de tidligere udbudte værdipapirer til offentligheden i de forudgående 12 måneder sammen med det nye udbud. Der er tale om en ny harmoniseret EU-tærskel, idet EU-landene ikke som i dag kan fastsætte en lavere national tærskel for hvornår EU's-prospektkrav skal følges. Kommissionen foreslår dog at videreføre muligheden for, at EU-landene kan fastsætte nationale, *lempeligere* regler

⁹ 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 (noteringsdirektivet)

under EU-tærsklen. Kommissionen foreslår endelig, at den nedre grænse på 1 mio. EUR, hvorunder prospektforordningen ikke finder anvendelse, udgår.

Med forslaget må EU-landene dermed ikke længere i national ret kræve, at prospekter udarbejdes efter forordningen, selvom størrelsen af udstedelsen er under EU's tærskel. Det vil dog fortsat være muligt at fastsætte lempeligere regler for udstedelser af værdipapirer med en værdi under de 12 mio EUR.

	Eksisterende forordningsregler	Kommissionens forslag
EU-prospektregler skal anvendes	Udbud med værdi over 8 mio. EUR	Udbud med værdi over 12 mio. EUR
Mulighed for at anvende EU-prospektregler	Udbud med værdi mellem 1 og 8 mio. EUR	NA
Mulighed for at fastsætte nationale lempeligere regler	Udbud med værdi mellem 0 og 8 mio. EUR	Udbud med værdi mellem 0 og 12 mio. EUR
Mulighed for at tillade udbud uden prospektpligt	Udbud med værdi mellem 0 og 8 mio. EUR	Udbud med værdi mellem 0 og 12 mio. EUR

En gennemgang af de vækstprospekter, der godkendtes i Danmark i 2021 og 2022 viser, at to prospekter ville have været undtaget fra prospektpligt med den nye tærskel på 12 mio. EUR., idet øvrige udbud lå over 12 mio. EUR.

b. Ændringer til undtagelser for sekundære udstedelser af værdipapirer

Kommissionen foreslår at udvide undtagelsen fra at offentliggøre et prospekt, hvis udstederen allerede har værdipapirer i samme klasse optaget til handel. Dette gælder dog kun, hvis udstedelsen udgør mindre end 40 pct. af antallet af de værdipapirer, der allerede er optaget til handel. Det foreslås også at konvertering af værdipapirer til aktier i et selskab, kan ske uden et prospekt, såfremt udstedelsen udgør mindre end 40 pct. af antallet af de værdipapirer, der allerede er optaget til handel. Grænsen er i dag på 20 pct. for begge undtagelser.

Det foreslås endvidere, som noget nyt, at undtagelsen også skal finde anvendelse for udbud af værdipapirer, som er fungible med værdipapirer, der allerede er optaget på et reguleret marked eller et SMV-marked. At et værdipapir er fungibelt med et andet værdipapir, vil sige, at værdipapirerne i al væsentlighed har samme karakteristika, og at investering i det ene derfor reelt er det samme som investering i det andet værdipapir. Det er en forudsætning, at det nye udbud over en periode på 12 måneder repræsenterer

mindre end 40 pct. af antallet af værdipapirer allerede optaget til handel på samme marked.

Endelig foreslås det at introducere en ny undtagelse fra prospektkravet for udstedere med mindst 18 måneders historik¹⁰. Disse virksomheder skal i stedet offentliggøre og indsende et kort sammenfattende dokument til den relevante tilsynsmyndighed.

c. Mere standardiserede og strømlinede prospekter

Kommissionen foreslår, at der indføres et obligatorisk standardiseret format og en standardiseret rækkefølge af information i henholdsvis prospektet og prospektresuméet. Der medtages desuden en række ESG-relaterede oplysninger¹¹, der skal fastlægges nærmere i delegerede retsakter. Endvidere indfører forslaget en sidebegrænsning på de forskellige prospekttyper, som dog ikke omfatter information medtaget ved henvisning til andet offentligt dokument.

Derudover foreslår Kommissionen at strømline kravene til medtagelse af risikofaktorer, herunder ved at præcisere, at de ikke må være generiske, at de skal præsenteres i et begrænset antal kategorier og uden rangordning.

d. Nyt forenklet prospekt for sekundære udstedelser

Kommissionen foreslår at indføre et nyt EU-opfølgingsprospekt som vil finde anvendelse på sekundære udstedelser, der ikke er fritaget for prospektpligt efter undtagelsen nævnt ovenfor.

De nye krav til EU-opfølgingsprospektet vil være, at det skal bestå af et enkelt dokument, følge et standardiseret format herunder en standardiseret rækkefølge af information. Opfølgingsprospektet kan udfærdiges på et sprog, der er sædvanligt inden for international finanssfære (hvilket i dag i praksis vil være engelsk), dog undtagen resuméet, hvor EU-landene kan kræve nationalsprog anvendt. Prospekter for opfølgende aktieudstedelser vil være underlagt en sidebegrænsning på maksimum 50 sider.

e. Nyt vækstorienteret EU-udstedelsesdokument

Kommissionen foreslår at introducere et nyt vækstorienteret EU-udstedelsesdokument med baggrund i det eksisterende EU-vækstprospektet, som vil være obligatorisk for udbud af værdipapirer til offentligheden foretaget af visse identificerede kategorier af udbydere, blandt andet SMV'er og udstedere, der går på markedet første gang.

¹⁰ Selskaber, der udsteder nye værdipapirer, der er fungible med værdipapirer, der allerede er optaget til handel på et reguleret marked eller et SMV-vækstmarked og har været optaget uafbrudt i mindst de 18 måneder forud for tilbuddet af de nye værdipapirer.

¹¹ Det gælder for henholdsvis udstederne, der er underlagt bæredygtighedsrapportering i henhold til direktiv om virksomheders bæredygtighedsrapportering (CSRD - direktiv (EU) 2022/2464 af 14. december 2022) og for udstedere af værdipapirer, der ikke er kapitalandele (fx obligationer), der markedsføres under hensyntagen til miljømæssige, sociale eller ledelsesmæssige (ESG) faktorer eller forfølger ESG-mål.

Kommissionen foreslår, at det nye EU-udstedelsesdokument skal følge et standardiseret format og rækkefølge, være underlagt en sidebegrænsning på maksimum 75 sider i tilfælde af udbud til offentligheden af aktier og kan udfærdiges på et sprog, der er sædvanligt inden for international finanssfære, dog bortset fra resuméet. Resuméet kan fortsat kræves oversat til mindst ét af de officielle sprog, der accepteres af de kompetente myndigheder i hver medlemsstat, hvor der foretages udbud eller ansøges om optagelse til handel.

Der henvises til tabel 1 for en samlet oversigt over prospekttyper. Alle eksisterende godkendte prospekter vil gælde indtil udløb (dvs. 12 måneder fra godkendelsen).

Tabel 1: Overblik over prospekttyper, hvor der foretages ændringer/fast-sættes sidebegrænsning

Prospekttyper i dag	Forslag til nye prospekttyper	Forslag til sidebegrænsning (aktieprospekter)
Den forenkede oplysningsordning for sekundære udstedelser	EU-opfølgingsprospekt	50 sider
EU-vækstprospektet	Vækstorienteret EU-udstedelsesdokument	75 sider
Standardprospekt / IPO	Standardprospekt / IPO	300 sider

f. Strømline og forbedre godkendelsesprocessen

Kommissionen foreslår at få beføjelse til at harmonisere processen yderligere i delegerede retsakter, ved blandt andet at specificere hvornår en tilsynsmyndighed må kræve ekstra oplysninger, hvor lang tid en godkendelse må tage og konsekvenserne ved overskridelse af sådanne regler.

g. Revision af reglerne om prospekter fra tredjelande

Ækvivalensordningen foreslås ændret for at gøre ækvivalensvurderinger mere brugbare, blandt andet ved at fastlægge generelle ækvivalenskriterier i selve forordningen og lade Kommissionen udspecificere disse kriterier i delegerede retsakter. Endvidere foreslås det at pålægge Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) at etablere samarbejdsaftaler med tilsynsmyndigheden i det pågældende tredjeland, hvor ustederen kommer fra.

h. Andre ændringer

Kommissionen foreslår en række andre mindre ændringer, herunder at gøre det lettere at samle investeringstilkendegivelser i forbindelse med et udbud, og at begrænse situationer, hvor der skal laves tillæg til prospekter.

II. Ændringer til markedsmisbrugsregler (insiderinformation)

Ændringerne til markedsmisbrugsforordningen har til formål at nedbringe de administrative byrder, der er forbundet med at være optaget til handel

og samtidig sikre et passende niveau af investorbekyttelse og markedsin-
tegritet.

a. Hurtigst mulig offentliggørelse af intern viden

Kommissionen foreslår – modsat i dag - at en udsteder ikke skal offentlig-
gøre information om mellemliggende skridt i en langvarig proces, selv når
de mellemliggende skridt i sig selv udgør intern viden. Hvad der kan ud-
gøre en ”langvarig proces” foreslås præciseret i en ikke-udtømmende liste
over relevante situationer og ligesom det foreslås præciseret hvornår den
interne viden skal offentliggøres. Formålet er at sikre, at information, der
gives til markedet, har en reel værdi.

Dernæst foreslår Kommissionen at præcisere kravene for, hvornår offent-
liggørelse af information ikke vil være vildledende for offentligheden med
tre nye betingelser på baggrund af eksisterende vejledning om emnet¹².

Kommissionen foreslår desuden, at kravet om at udstedere på både vækst-
markeder og regulerede markeder skal udarbejde og forelægge tilsynsmyndi-
ghederne en skriftlig redegørelse om, at betingelserne for udsættelse er
opfyldt, også pålægges udstedere på et SMV-vækstmarked.

b. Udarbejdelse af insider-lister

For at gøre det lettere og mindre byrdefuldt for udstedere at udarbejde in-
siderlister, foreslår Kommissionen, at begrænse personkredsen, der skal
medtages på en liste over personer med insiderviden. Det vil sige, at alle
udstedere, fremfor i dag kun udstedere på et SMV-vækstmarked, kun skal
medtage personer, der på grund af deres hverv eller stilling hos udstederen
har regelmæssig adgang til intern viden.

EU-landene vil dog kunne vælge, at udstedere, hvis værdipapirer har været
optaget til handel på et reguleret marked i mindst 5 år, udarbejder en bre-
dere liste over alle personer herunder ansatte, der har adgang til intern vi-
den, hvis dette er begrundet i specifikke nationale hensyn til markedets in-
tegritet.

c. Offentliggørelse af ledende medarbejderes transaktioner

Kommissionen foreslår at hæve tærsklen for, hvornår der skal ske under-
retning til kompetente myndigheder og hvornår der skal ske offentliggø-
relse af ledende medarbejderes transaktioner fra 5.000 EUR til 20.000
EUR. Desuden foreslår Kommissionen, at de kompetente myndigheder
kan beslutte at hæve tærsklen nationalt til 50.000 EUR.

d. Andre ændringer

Kommissionens forslag indeholder en række yderligere mindre ændringer,
herunder præcisering og udvidelse af reglerne om markedssondering, dvs.
de regler hvormed blandt andet en udsteder berettiget kan videregive intern

¹² Betingelserne stammer fra eksisterende retningslinjer fra den Europæiske Værdipapir-
og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) nr. 70-159-4966.

viden til mulige investorer inden en transaktion for at vurdere investorernes interesse heri.

III. Ændring af regler til bedre brug af ordrebogsdata (MiFIR og MAR)

Kommissionen foreslår at forbedre mulighederne for at identificere markedsmisbrug (insiderhandel og markedsmanipulation) på tværs af grænser. Dette indebærer, at de kompetente myndigheder kan få ordrebogsdata fra handelsplatforme på løbende basis, fremfor på ad hoc basis. Samtidigt bebyrder ESMA til at definere formater for ordrebogsdata. Dette vil understøtte indsamling og udveksling af ordrebogsdata, og understøtte konsolidering af ordrebogsdata på tværs af forskellige handelsplatforme.

Kompetente myndigheder for handelsplatforme med grænseoverskridende dimensioner vil blive pålagt at udvikle en mekanisme til at udveksle ordrebogsdata med mulighed for uddelegering af dette til ESMA i lighed med en eksisterende udvekslingsmekanisme for transaktionsdata.

IV. Ændringer til regler om investeringsinformation (MiFID)

Kommissionen foreslår at udvide undtagelsen til kravet om at adskille omkostninger forbundet med ordreudførelsesydelser og analysetjenesteydelser, når analyserne vedrører SMV'er. I dag kan man undlade at foretage denne adskillelse for SMV'er, der har en markedsværdi under 1 mia. EUR. Kommissionen foreslår at hæve denne grænse for SMV'ers markedsværdi til 10 mia. EUR.

Formålet med Kommissionens forslag er at understøtte udviklingen og udarbejdelse af analysetjenesteydelser vedrørende SMV'er, for at øge incitamentet til at flere SMV'er indgår i serviceleverandørers analysearbejde og derved at øge interessen for SMV'er og i sidste ende lette selskabernes adgang til kapitalmarkedet.

Kommissionen foreslår endvidere at indføre et adfærdskodeks som grundlag for udarbejdelse af analysetjenesteydelser, der er helt eller delvist betalt af udsteder ("udstedersponsorerede analyser"), et område, der i dag er ureguleret. Kodekset vil skulle være udviklet eller godkendt af markedsoperatøren eller en kompetente myndighed i EU. Kommissionen foreslår blandt andet, at analyserne skal markeres som "udsteder sponsorerede analyser" når de er udarbejdet i overensstemmelse med et adfærdskodeks.

V. Ophævelse af noteringsreglerne (noteringsdirektivet)

Kommissionen foreslår at ophæve direktivet og overføre dets fortsat relevante bestemmelser til MiFID II, idet en stor del er blevet gjort overflødig igennem nyere EU-regler og for derved at øge juridisk sikkerhed og mindske risiko for uens regulering i EU. Det foreslås blandt andet at overføre og sænke kravet om, hvor mange aktier, der skal være i frit omløb hos offentlige investorer (det vil sige aktier, der kan omsættes frit på markedet) i forbindelse med optagelsen til handel, og at afskaffe konceptet om, at et selskab har en "officiel notering".

4. Europa-Parlamentets holdning

Europa-Parlamentet er medlovgiver på forslaget. Europa-Parlamentet har endnu ikke fastlagt sin holdning til Kommissionens forslag.

Europa-Parlamentet har i 2020 vedtaget en rapport¹³ om den videre udvikling af kapitalmarkedsunionen, hvori de har opfordret til at se nærmere på behovet for at finde den rette balance mellem virksomheders adgang til finansiering og tilstrækkelig investorbeskyttelse.

5. Nærhedsprincippet

Kommissionen foreslår alene ændringer til eksisterende bestemmelser i EU-retsakter. Kommissionen fremfører, at gældende regler for udstedere og handelspladser i høj grad allerede er harmoniserede på EU-niveau med begrænset fleksibilitet for nationale tilpasninger. Kommissionen fremhæver, at man i højere grad bør benytte sig af allerede offentliggjort information i forbindelse med udbud af værdipapirer og udarbejdelse af prospekter, når udstedere allerede er optaget til handel på en markedsplads og dermed er kendte enheder for investorerne.

Regeringen er grundlæggende enig med Kommissionen i, at formålet om at sikre de finansielle markeders virke, den finansielle stabilitet og lige konkurrencevilkår på tværs af EU-landene ikke i samme grad kan nås gennem tiltag i de enkelte EU-lande. Regeringen vurderer på den baggrund, at forslaget er i overensstemmelse med nærhedsprincippet.

6. Gældende dansk ret

Prospektforordningen er en forordning, der er direkte gældende i Danmark. Prospektgrænsen på 8 mio. EUR i Danmark, sprogkrav til prospektet og indbringelse af en sag om prospektgodkendelsen for domstolene er implementerede i lov om kapitalmarkeder¹⁴.

Tærsklen på 20.000 EUR for indberetning af ledende medarbejders transaktioner er i dag reguleret i bekendtgørelse nr. 684 af 8. juni 2016 om tærsklen for indberetning af ledende medarbejders transaktioner.

MiFIR er en forordning med direkte virkning i Danmark uden yderligere implementering i dansk ret.

¹³ https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2020-0155_EN.pdf

¹⁴ Lov om kapitalmarkeder, jf. lovbekendtgørelse nr. 41 af 13. januar 2023.

MiFID er implementeret i lov om fondsmæglerselskaber og investerings-service og –aktiviteter¹⁵, lov om finansiel virksomhed m.v.¹⁶, lovbekendtgørelse om finansielle rådgivere, investeringsrådgivere, og boligkreditformidlere¹⁷ og bekendtgørelse om tredjepartsbetalinger m.v.¹⁸

Noteringsdirektivet er implementeret i lov om kapitalmarkeder og bekendtgørelse om betingelserne for officielt notering (noteringsbekendtgørelsen)¹⁹.

7. Konsekvenser

Lovgivningsmæssige konsekvenser

Prospektforordningen har direkte virkning, men forventes at medføre konsekvensændringer i dansk ret, hvis prospektgrænsen ændres fra de nuværende 8 mio. EUR.

Markedsmisbrugsforordningen har direkte virkning og forventes derfor kun at medføre ændringer i dansk ret, hvis Danmark vælger at implementere de mere byrdefulde eller lempelige regler, som forordningen giver mulighed for.

Ændringer til MiFID vil efter forslaget ordlyd medføre ændringer i de ovenfor nævnte forhold.

En ophævelse af noteringsdirektivet vil medføre, at de bestemmelser, der implementerer direktivet i lov om kapitalmarkeder og bekendtgørelse om betingelserne for officielt notering (noteringsbekendtgørelsen) skal ophæves. De dele, der flyttes fra noteringsdirektivet til MiFID, medfører implementering i dansk ret efterfølgende, forventeligt i lov om kapitalmarkeder.

Afledte ændringer af Kommissionens delegerede forordninger vil have direkte virkning i Danmark. Det er uklart i hvilket omfang, idet sådanne endnu ikke er fremsat.

Økonomiske konsekvenser

Statsfinansielle konsekvenser, herunder administrative

Forslaget forventes ikke at have direkte statsfinansielle konsekvenser.

Et enkelt del af de fremsatte forslag kan medføre omkostninger for Finanstilsynet. Tilføjes til MAR vedrørende udveksling af ordrebogsdata med EU-landene kan medføre udgifter for Finanstilsynet relateret til ændringer af eksisterende IT-systemer. Omkostninger forbundet med IT-udvikling af

¹⁵ Lov 2021-06-08 nr. 1155 om fondsmæglerselskaber og investerings-service og -aktiviteter

¹⁶ Lovbekendtgørelse 2022-03-29 nr. 406 om finansiel virksomhed mv.

¹⁷ Lovbekendtgørelse 2021-11-01 nr. 2016 om finansielle rådgivere, investeringsrådgivere og boligkreditformidlere

¹⁸ Bekendtgørelse 2021-11-26 nr. 2178 om tredjepartsbetalinger m.v.

¹⁹ Bekendtgørelse nr. 1170 af 31. oktober 2017 om betingelserne for officiel notering.

projektet kan være substantielle, men det er ikke muligt at estimere omkostningerne forbundet med projektet på nuværende tidspunkt, idet det afhænger af de nærmere indikationer om udformning. Forslaget kan derfor indebære nye udgifter for Finanstilsynet, der er finansieret ved afgifter på virksomhederne under tilsyn.

Det bemærkes, at afledte nationale udgifter som følge af EU-retsakter skal holdes inden for berørte ministeriers eksisterende bevillinger, jf. budgetvejledningens pkt. 2.4.1.

Samfundsøkonomiske konsekvenser

Generelt set vurderes forslagene at have begrænsede, men potentielt positive samfundsøkonomiske konsekvenser, idet der er tale om lempelser i administrative procedurer og rapporteringskrav for udstedere af værdipapirer. Visse ændringer til prospektreglerne vil medføre, at færre udstedere vil blive omfattet af prospektpligt, hvilket kunne lede til et lavere investorbeskyttelsesniveauet.

Forslag om højere grænse for offentliggørelse af transaktioner i værdipapirer for ledende medarbejdere (den øvre tærskel forslås forhøjet fra EUR 20.000 til EUR 50.000) mindsker transparens.

Med forslaget om at hæve grænsen for markedsværdien af udstedere fra 1 mia. EUR til 10 mia. EUR, der kan medtages i analyser, og hvor disse kan undtages fra krav om opdeling af omkostninger til ordreudførelse og analyser, forringes transparensen omkring omkostninger, der afholdes af investorer, og hvor omkostningerne anvendes på investeringsanalyser.

Forslaget kan imidlertid bidrage til, at der skabes større incitament til at udarbejde analyser vedrørende små- og mellemstore virksomheder, og dermed potentielt øge små- og mellemstore virksomhedernes mulighed for at skaffe kapital.

Erhvervsøkonomiske konsekvenser

Visse ændringer til prospektreglerne kan medføre, at færre udstedere af værdipapirer vil være omfattet af prospektpligt. Dette vil medføre lettelser i administrative byrder for sådanne udstedere. Omfanget af den samlede lettelse i Danmark vil dog afhænge direkte af hvor mange udbud, der på grund af den nye grænse bliver fritaget for prospektpligt.

Ændringerne af prospekttyper vil medføre justering af indberetninger til det centrale register for godkendte prospekter, som ESMA stiller til rådighed med de justerede krav. Omkostninger forbundet med indberetningen vil skulle afholdes af Finanstilsynet men vurderes at være af mindre omfang, idet indberetninger i dag foretages manuelt.

Ændringen vedrørende ordrebogsdata forventes at være forbundet med en omkostning for omfattede handelsplatforme. I Danmark er der pt. én enkelt

handelsplatform, som allerede i dag leverer ordrebogsdata til Finanstilsynet på daglig basis på baggrund af en bilateral aftale. MiFIR-ændringer til format og indhold vil dog medføre en udgift til Nasdaq forbundet med at tilrette den eksisterende løsning. Denne omkostning kan ikke estimeres på nuværende tidspunkt.

8. Høring

Forslaget har været i skriftlig høring i EU-Specialudvalget for den finansielle sektor og EU-Specialudvalget for konkurrenceevne, vækst og forbrugerspørgsmål med frist for bemærkninger d. 20. januar 2023.

Nedenfor sammenfattes hovedindholdet af de indkomne høringssvar fra Advokatsamfundet, Nasdaq København (Nasdaq), Dansk Erhverv, Dansk Industri (DI) og Finans Danmark (FIDA). Green Building Council Denmark havde ingen bemærkninger. Høringssvar vedr. stemmeretsforslaget indgår i separat grund- og nærhedsnotat herom.

Generelle bemærkninger

Nasdaq hilser forslagene velkomne og er enig i formålet om at lempe administrative byrder for alle virksomheder for bedre at søge kapital på kapitalmarkederne.

Nasdaq finder det vigtigt at sikre den rette balance mellem lempelse af regulatoriske byrder for udstedere overfor investorbeskyttelsen i mindre virksomheder såvel som mindre investorer. Navnlig detailinvestorer bør være i fokus.

Dansk Erhverv hilser forslagene velkomne og finder det vigtigt at sikre velfungerende børsmarkeder, også for SMV'er, samt at flere danskere investerer i aktier, hvilket vil være med til at skabe et likvidt aktiemarked og stærk aktiekultur.

Dansk Industri (DI) støtter stærkt det overordnede formål om at gøre børsnoteringer i EU mere attraktive for alle typer virksomheder og mener, at forslagene vil bidrage hertil. DI støtter målrettede indsatser for at reducere omkostninger og administrative byrder ved børsnoteringsprocessen, der kan gøre det mindre kompliceret og byrdefuldt og øge incitament til at lade sig børsnotere.

Finans Danmark (FIDA) udtrykker generel støtte til forslagene, men påpeger, at forenkling af regler for SMV'er ikke må ske på bekostning af høj investorbeskyttelse og markedsintegritet. **FIDA** understreger, at ensartede vilkår er vigtigt for udstedere i forbindelse med godkendelsesprocedurer for prospekter. Lovgivningen bør undgå ordlyd, der kan give anledning til forskellig fortolkning.

Specifikke bemærkninger

Prospektreglerne

Dansk Erhverv hilser en forenkling af dokumentationskrav velkomment.

Advokatsamfundet hilser forslagene velkommen, der kan harmonisere forhold og hæve undtagelsestærskler for udstedelser, inkorporering af finansiel information ved reference, standardisering af prospekternes struktur og indhold, idet vil bidrage til øget konsistens, forståelse og godkendelsesprocedurer samt sammenlignelighed på tværs med reduktion i omkostninger og ressourceforbrug til følge.

Advokatsamfundet er meget positive over for forenkling af prospekter for sekundære udstedelser i form af et kort, 50-siders prospekt, der vil begrænse dobbelt offentliggørelseskrav af kendt information og fremme blik for ny, væsentlig information.

Advokatsamfundet finder, at kortere godkendelsesprocesser hos tilsynsmyndigheder vil bidrage til enklere, bedre og hurtigere adgang til kapitalmarkeder.

Dansk Erhverv hilser strømlining af tilsynsmyndigheders kontrolprocesser velkomment, der vil fremskynde og reducere omkostninger ved børsnotering.

FIDA udtrykker støtte til, at Kommissionen bl.a. kan fastsætte en maksimal tidsramme for godkendelsesprocessen hos tilsynsmyndigheder mhp. at skabe ensartede vilkår for udstedere.

Nasdaq hilser forslag til at gøre prospekter mere brugervenlige for udstedere og investorer velkomment. **Nasdaq** finder dog ikke, at en højere tærskel vil ændre meget, når man fastholder EU-landenes mulighed for at fastsætte en lavere national tærskel. Endvidere vil undtagelsen fra prospektkravet kombineret med krav for handelspladser til at kræve et listing dokument ikke udgøre en lempelse for udstedere, men alene flytte arbejdsbyrden fra tilsynsmyndigheder til handelspladserne. Det vil kræve øgede ressourcer hos handelspladserne.

Nasdaq hilser øget klarhed om undtagelsestærskler igennem koordination på EU-niveau velkomment.

Nasdaq understreger nødvendigheden af klare regler og tærskler for virksomheder på SMV-vækstmarkeder, herunder at udstederdokumenterne på særligt disse handelspladser er nemme at lave og bruge, men at en sidebegrænsning ikke bør indføres. De understreger, at jo højere tærsklen for EU-prospekt sættes, jo mere arbejde med godkendelse af udstederdokumenter vil overgå til dem frem for prospekter hos tilsynsmyndigheden. Det kan give forskellige tilgange i EU, idet indholdet i disse udsteder dokumenter ikke er underlagt minimumsindholds krav.

Nasdaq hilser yderligere lempelser for sekundære udstedelser og skift fra SMV vækstmarkeder til regulerede markeder velkomment og finder, at allerede udbredt information ikke bør reproducere.

FIDA støtter forslag om at hæve tærsklen for sekundære udstedelser fra 20 pct. til 40 pct. for fungible værdipapirer, når værdipapirer allerede er optaget til handel, og at undtagelsen gælder for udbud også.

FIDA udtrykker støtte for et EU-opfølgingsprospekt som erstatning for EU-genopretningsprospekt. Dog finder FIDA, at SMV-udsteder burde kunne vælge mellem udarbejdelse af et SMV-vækstprospekt og et "normalt" prospekt.

Nasdaq finder, at tegningsretter også bør inkluderes i undtagelser til prospektkrav, da de er tæt forbundet med selve aktien.

FIDA støtter ikke forslag om sidebegrænsning i aktieprospekter, idet det kan medføre, at udsteder tvinges til at udelade ellers relevant information til brug for en investeringsbeslutning. FIDA finder dette problematisk, fordi prospektet er et juridisk dokument, og udsteder har et juridisk ansvar for fyldestgørende information i prospektet. FIDA frygter, at restriktioner kan udløse flere retssager eller frygt for retssager, hvilket igen kan føre til, at virksomheder ikke søger på markedet men vælger bankfinansiering.

FIDA støtter ikke forslag om en standardiseret rækkefølge af information, hvis prospektet henvender sig til institutionelle investorer. De henviser til, at der på visse områder allerede eksisterer en markedspraksis for rækkefølgen og det vil være unødigt omkostningstungt at skulle lave formatet om. FIDA er åben for det når prospektet er rettet mod detailinvestorer.

FIDA udtrykker støtte til

- at afskaffe krav om at prioritere væsentlige risikofaktorer,
- at afskaffe tillægsprospekt ved opdatering af finansiel information, som er medtaget ved henvisning,
- at prospekter alene skal udarbejdes i elektronisk format,
- indførelse af mulighed for at udarbejde prospekter på engelsk alene med undtagelse af resuméet og
- forkortning af perioden for tilgængelighed af prospektet for IPOs fra seks til tre dag.

FIDA støtter ikke forlængelsen af investorers fortrydelsesret fra to til tre arbejdsdage i forbindelse med offentliggørelse af et tillæg, idet det kan give usikkerhed vedr. resultatet af udbuddet.

FIDA støtter heller ikke et forslag om forbud mod at introducere nye værdipapirtyper i et basisprospekt via et tillæg, idet det begrænser udsteders fleksibilitet til at udstede gældsværdipapirer imellem opdatering af et basisprospekt, som vil være unødigt omkostningstungt uden merværdi.

FIDA finder det vigtigt, at gældsudstedere kan henvise til rapportering efter CSRD. Slutteligt understreger FIDA behov for 24 måneders overgangsperiode fra tidspunktet for offentliggørelse af delegerede retsakter, og at allerede godkendte prospekter kan fortsætte, indtil de ikke længere er gyldige.

Regler om markedsmisbrug

Advokatsamfundet hilser forhøjelse af tærskler velkomment.

Nasdaq hilser tydeliggørelse og forenkling af reglerne velkomment, hvilket vil reducere risici for usikkerhed og forskellige tolkninger og understøtte grænseoverskridende investeringer.

Nasdaq henstiller til at overveje effekten af forslag om at introducere en tvungen liste af permanente insidere, idet det er en væsentlig ændring af reglerne. Nasdaq udtrykker ønske om øget klarhed af og harmonisering af krav til insider-lister.

FIDA støtter generelt forslagene, særligt ændringer til rapporteringskrav om tilbagekøb, mindre byrdefulde insider-lister over permanente insidere, højere tærskler for ledende medarbejdere og at visse aktiviteter falder udenfor anvendelsesområdet, tydeliggørelse af udsteder ikke skal offentliggøre alle mellemlid i et længere forhandlingsforløb. FIDA beklager dog, at reglerne om markedssondering ikke er blevet mere tydelige i forbindelse med ophævelse af krav om denne type information, der ikke længere anses som insider-information.

DI og **FIDA** finder den foreslåede ændring af tidspunkt for indberetning af udsættelse af offentliggørelse af intern viden for u hensigtsmæssig, idet myndigheden vil kunne modtage information om potentiel intern viden, som potentielt set ikke materialeres som insider-viden.

Regler i MiFID/MiFIR

Dansk Erhverv og **DI** støtter forslag vedr. justering af regler for investeringsresearch. **DI** påpeger, at investeringsanalyser i SMV-segmentet blev reduceret betydeligt efter de gældende MiFID regler krævede separat opkrævning for hhv. investeringsanalyser og investeringservices.

FIDA finder ikke, at en forhøjelse af tærsklen for investeringsanalyser til EUR 10 mia. vil have den ønskede effekt for vækstmarkederne i form af, at der vil blive gennemført analyser på flere SMV-udbud. Den omorganisering, som er sket i analyseafdelinger, forventes ikke rullet tilbage. FIDA forventer på den anden side heller ikke, at transparensen med hensyn til omkostningerne vil lide skade. En ændring af systemet for at opnå flere analyser vil kræve yderligere dybdegående analyse. **FIDA** støtter forslaget om udstedersponsorerede analyser og et adfærdskodeks, der vil sikre ensartede vilkår i EU fremfor diskretion til EU-landene eller myndigheder om

at udvikle og implementere egne kodeks. I givet fald vil det kræve gensidig anerkendelse på tværs af landegrænser.

DI finder, der er et klart behov for at forenkle reglerne for at fremme SMV'ers adgang til vækstmarkeder.

Ophævelse af noteringsdirektivet

Nasdaq og **FIDA** støtter ophævelsen af noteringsdirektivet.

Advokatsamfundet og **FIDA** hilser det velkomment at sænke frihandelsgrænsen (antallet af aktier, der skal være i hænderne på offentlige investorer i forbindelse med optagelsen til handel på et reguleret marked) fra 25 pct. til 10 pct. **FIDA** støtter også at kravet om at frihandelsgrænsen skal opfyldes indenfor EU/EØS fjernes.

Nasdaq hilser mere fleksibilitet om frihandelsgrænsen velkommen og anfører, at der bør søges en balance mellem på den ene side fleksibilitet og klarhed og på den anden objektivitet. **Nasdaq** finder, at frihandelskravet er et middel blandt flere til at sikre likviditet, men bør ikke tillægges for høj vægt efter optagelsen til handel, da det ikke er en god indikator for handelskvalitet eller prisdannelse. Derimod bør man se på størrelsen af selskabet, værdien af frihandlen, antallet af aktier og distributionen heraf.

Nasdaq understreger behovet for ensartede regler under MiFID for alle markedsoperatører. For stor fragmentering kunne lede til at frihandelskrav eller likviditetskrav blev benyttet som konkurrenceparametre.

Nasdaq mener, at yderligere vejledning om løbende monitorering af hvad, der er i frihandel eller hvor likvid en aktie er samt konsekvenser ved manglende overholdelse er nødvendigt.

DI støtter forslaget til reduktion af frihandelsgrænsen og anser det for en unødvendig begrænsning af målgruppen for børsnoteringer, der svækker konkurrencen i EU.

Andre forhold

Nasdaq påpeger, at man bør se nærmere på investorisici i forbindelse med udstedere og bankers ret til at trække et tilbud tilbage indenfor de første to dage efter færdiggørelsen af et første offentligt udbud.

9. Generelle forventninger til andre landes holdninger

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

10. Regeringens foreløbige generelle holdning

Regeringen støtter generelt kapitalmarkedsunionen og formålene bag forslagene. Regeringen finder det væsentligt med et fortsat højt niveau for investorbeskyttelse.

Regeringen støtter generelt forslag om ændringerne til prospektforordningen, herunder forenkling af prospekterne og yderligere standardisering med henblik på at gøre informationen i prospekterne tydelig under forudsætning af, at det ikke svækker investorbeskyttelsen.

Regeringen ser en fordel i, at risikofaktorerne skal præsenteres på en for læseren overskuelig og letforståelig måde og ikke bør være for generelle. Regeringen arbejder for, at de væsentlige risici relateret til den specifikke udstedelse skal identificeres og kommunikeres klart, samt at øvrige risici præsenteres på en måde, som ikke slører virksomhedens risikobillede og generelt kan anvendes som en hjælp for investorerne i deres gennemgang af risikofaktorerne.

Regeringen støtter forslaget om at fastsætte en enkelt harmoniseret EU-tærskel for prospektpligten for at sikre en mere ensartet anvendelse af EU-reglerne. Det vil sikre højere grad af sammenlignelighed af prospekter og mere ensartede byrder for udstedere på tværs af EU-landene. Regeringen finder det vigtigt, at der findes en fornuftig balance mellem på den ene side effektiv investorbeskyttelse og på den anden side et hensyn til håndterbare administrative byrder og nem adgang til kapitalmarkederne for virksomheder i EU, herunder SMV'er. Regeringen vil arbejde for at finde en tærskel, der generelt i medlemslandene anses for i tilstrækkeligt omfang at balancere disse to hensyn. En forhøjelse af tærsklen for, hvornår en udsteder skal følge reglerne i prospektforordningen til 12 mio. EUR, kan potentielt lette administrative byrder for vækstvirksomheder og dermed også i udgangspunktet lette adgang til kapital for disse. Viser det sig efter introduktion af den højere grænse, at detailinvestorer i større omfang end det er tilfældet i dag bliver en faktor på markedet for noterede vækstvirksomheder, har Danmark mulighed for at fastsætte nationale, proportionale informationskrav, så hensynene til detailinvestorer fortsat varetages.

Regeringen støtter generelt forslag, der er med til at skabe klarhed over, hvornår man skal offentliggøre information, så personer ikke utilsigtet overtræder reglerne, og som understøtter, at markedet modtager relevant information. Derfor støtter regeringen forslag om, at en udsteder fremover ikke vil skulle offentliggøre mellemliggende skridt i en langvarig proces, forslag om at præcisere hvad der kan udgøre en sådan langvarig proces, og hvornår den interne viden om en sådan proces skal offentliggøres.

Regeringen finder det vigtigt, at en udsteder kan styre den interne viden for at undgå insiderhandel og uretmæssig videregivelse af intern viden. Hertil tjener udarbejdelsen af insider-lister som et vigtigt redskab både for udsteder og for den person, der har intern viden. Regeringen vil arbejde for, at

reglerne skaber gode rammer for udsteders styring af intern viden, uden at begrænse myndighedernes efterforskningsmuligheder eller markedets informationsbehov. Alt sammen med henblik på at reglerne fortsat sikrer tilid til kapitalmarkederne.

Regeringen er forbeholden over for forslaget om, at leverandører af analysetjenester kan medtage større og dermed flere SMV'er i deres investeringsanalyser. Med forslaget kan leverandører af analysetjenester medtage udstedere med en markedsværdi på op til 10 mia. EUR frem for nuværende 1 mia. EUR, uden at der stilles krav om opdeling af omkostninger i henholdsvis omkostninger forbundet med ordreudførelse, som investorer betaler for, og omkostninger til analysetjenester, som værdipapirudstedere betaler for. Det svækker transparensen for investorer om de omkostninger, der er forbundet med de modtagne services. Regeringen vil arbejde for at holde fast i transparensprincipperne fra tidligere revision af MiFID reglerne i forbindelse med fastlæggelsen af en eventuel ny tærskel.

Regeringen støtter forslag om at skabe fælles rammer for udvikling af analyser, der er betalt af udsteder ("udstedersponsorerede analyser"), idet det vil bidrage til mere ensartet regulatorisk behandling af området, og derved sikre fokus på at imødegå interessekonflikter. Samtidigt sikres, at indholdet af analyserne er mere ensartet, sammenligneligt og retvisende.

Regeringen støtter forslag, der, navnlig i relation til markedsmisbrug, forbedrer myndighedernes muligheder for at overvåge markedet, særligt når overvågningen sker på tværs af handelspladser og landegrænser. Regeringen finder umiddelbart, at konsolidering og udveksling af ordrebogsdata kan bidrage hertil forudsat, at rapporteringskrav og systemudvikling står i rimeligt mål til merværdien og ved udmøntning tager hensyn til eksisterende praksis i EU-lande. Regeringens endelige stillingtagen til denne del af det samlede forslag afventer en nærmere vurdering af de økonomiske konsekvenser af forslaget, som det nærmere konkretiseres.

Regeringen støtter forslaget om at ophæve noteringsdirektivet og overføre direktivets få fortsat relevante bestemmelser til MiFID.

11. Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg

Forslaget har ikke tidligere været forelagt for Folketingets Europaudvalg.

Bilag 1: Tærskler for prospektpligt efter prospektforordningen samt angivelse af brug af nationale regler²⁰

Tærskel	Krav
> 8 mio. EUR	Prospektpligt, jf. PR-forordning MS der har fastsat denne tærskel i national ret: DE, DK, EE, FI, FR, IE, IT, LV, LU, LT ([EØS: NO IS, Lichtenstein])
1 – 8 mio. EUR	MS kan fastsætte en national tærskel for prospektpligt efter PR-forordning. Følgende MS har udnyttet med diverse tærskler: AT, BE, CY, EL, ES, HR, NL, MT, PT (5 mio. EUR), SL (3 mio. EUR), PL, SE (2,5 mio. EUR) og BG, CZ, HU, RO, SK (1 mio. EUR).
0-8 mio. EUR	MS kan fastsætte nationale regler under den nationale grænse, som skal være mindre byrdefulde end reglerne efter PR-forordningen. Følgende MS har udnyttet denne mulighed: AT, BE, DE, EE, EL, FI, FR, HU, HR, IE, IT, LV, LT, LU, MA, NL, PL, SL. (EØS: NO IS) MS, der ikke har fastsat nationale lempeligere regler: BG, CY, CZ, DK, EL, ES, NL, MT, PT, RO, SK, SE
< 1 mio. EUR	Der kan ikke kræves prospektpligt efter PR-forordning

²⁰ Kilde: [esma31-62-1193_prospectus_thresholds.pdf \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/esma31-62-1193_prospectus_thresholds.pdf)