



EUROPA-  
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 24.5.2018  
COM(2018) 331 final

2018/0165 (COD)

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**

(EØS-relevant tekst)

{SEC(2018) 247 final} - {SWD(2018) 243 final} - {SWD(2018) 244 final}

## BEGRUNDELSE

### 1. BAGGRUND FOR FORSLAGET

- **Forslagets begrundelse og formål**

At udvide adgangen til markedsbaserede finansieringskilder for europæiske virksomheder i hver fase af deres udvikling er et centralt element i kapitalmarkedsunionen. Siden lanceringen af handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen har EU gjort betydelige fremskridt med at øge finansieringskilderne, i takt med at virksomheder gradvist bliver større, og gøre markedsfinansieret finansiering mere tilgængelig i hele EU. Der er allerede fastsat nye bestemmelser for at sætte skub i EU's venturekapitalfondes (EuVECA) investeringer i nystartede virksomheder og mellemstore virksomheder. Sammen med Den Europæiske Investeringsfond har Kommissionen også iværksat VentureEU, som er et program for paneuropæiske venturekapital-funds of funds, for at fremme investeringer i innovative nystartede virksomheder og vækstvirksomheder i hele Europa. Der er allerede indført nye regler om prospekter for at hjælpe virksomhederne med at skaffe penge på de offentlige markeder til egenkapital og lånefinansiering. For små og mellemstore virksomheder, der ønsker at rejse kapital i EU, er der ved at blive udarbejdet et nyt EU-vækstprospekt. For at øge adgangen til finansiering for nystartede virksomheder og iværksættere har Kommissionen endvidere fremsat forslag om et europæisk mærke for investeringsbaserede og lånebaserede crowdfundingplatforme ("europæiske crowdfundingtjenesteudbydere for erhvervslivet").

Der skal dog gøres mere for at udvikle mere fremmende lovrammer, der kan støtte små og mellemstore virksomheders (SMV'er) adgang til offentlig finansiering. Dette forventes især opnået ved at fremme betegnelsen SMV-vækstmarked, som blev indført med direktiv om markeder for finansielle instrumenter II (MiFID II)<sup>1</sup>, og ved at finde den rette balance mellem investorbeskyttelse og markedsintegritet på den ene side og undgå unødvendige administrative byrder på den anden.

I midtvejsevalueringen af handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen<sup>2</sup> fra juni 2017 har Kommissionen styrket fokus på SMV'ers adgang til markederne for offentlige indkøb. I denne forbindelse forpligtede Kommissionen sig til at offentliggøre "*en konsekvensanalyse, hvor det skal undersøges, om målrettede ændringer af den relevante EU-lovgivning vil kunne skabe mere passende lovgivningsmæssige rammer til støtte for SMV'ers notering på offentlige markeder*".

Nyligt børsnoterede små og mellemstore virksomheder (SMV'er) er en central drivkraft for investeringer og jobskabelse. Nylyt børsnoterede selskaber overgår ofte privatejede selskaber med hensyn til årlig vækst og forøgelse af arbejdsstyrken. Børsnoterede selskaber er mindre afhængige af bankfinansiering og drager fordel af et mere diversificeret investeringsgrundlag, lettere adgang til supplerende egenkapital og lånefinansiering (gennem sekundære udbydelser) og en højere offentlig profil og en højere grad af varemærkegenkendelse.

På trods af fordelene kæmper EU's offentlige markeder for SMV'er for at tiltrække nye udstedere. Antallet af børsintroduktioner på SMV-specifikke markeder faldt brat i Den Europæiske Union i kølvandet på krisen og er ikke i væsentlig grad steget igen. Som følge heraf foretages der kun halvt så mange børsintroduktioner af SMV'er som før finanskrisen (478 børsintroduktioner i gennemsnit pr. år i 2006-2007 i forhold til 218 mellem 2009 og

---

<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.

<sup>2</sup> Meddelelse fra Kommissionen om midtvejsevaluering af handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen ({SWD(2017) 224 final} og {SWD(2017) 225 final} – 8. juni 2017).

2017 på EU's multilaterale handelsfaciliteter, MHF'er). Mellem 2006 og 2007 blev der gennemsnitligt rejst 13,8 mia. EUR årligt på SMV-specifikke MHF'er gennem børsintroduktioner. Dette beløb faldt til 2,55 mia. EUR i gennemsnit fra 2009 til 2017.

Der er mange faktorer, som får SMV'er til at beslutte at blive børsintroduceret og investorer til at beslutte at investere i finansielle instrumenter for SMV'er. Konsekvensanalysen<sup>3</sup> viser, at markederne for offentlige indkøb for SMV'er står over for to grupper af reguleringsmæssige udfordringer: i) på udbudssiden står udstederne over for høje overholdelsesomkostninger for at blive noteret på offentlige markeder, og ii) på efterspørgselssiden kan utilstrækkelig likviditet tynde udstedere (på grund af højere kapitalomkostninger), investorer (som kan være tilbageholdende med overhovedet at investere i SMV'er på grund af lave likviditetsniveauer og dermed forbundne volatilitetsrisici) og markedsformidlere (hvis forretningsmodeller er afhængige af kundernes ordrestrøm på likvide markeder).

#### *Initiativets anvendelsesområde: SMV-vækstmarkeder*

Dette initiativ er strengt afgrænset til SMV-vækstmarkeder<sup>4</sup> og virksomheder, der er noteret på de pågældende markedspladser. SMV-vækstmarkeder er en ny kategori af multilaterale markedspladser (MHF'er), som blev indført ved direktivet om markeder for finansielle instrumenter II i januar 2018.

Ved vurderingen af, hvorvidt små og mellemstore udstedere, der er optaget til handel på regulerede markeder, bør være omfattet af tilsvarende lovgivningsmæssige lempelser, blev det besluttet at begrænse de berettigede til lempelsen til udstedere, hvis værdipapirer optages til handel på SMV-vækstmarkeder. De krav, der stilles til udstedere på et reguleret marked, bør gælde på samme måde uanset virksomhedens størrelse. Forskellige krav til SMV'er sammenlignet med store kapitalselskaber vil kunne forvirre interessenter (navnlig investorer).

#### *Den nuværende lovgivning*

Selskaber, der er noteret på et SMV-vækstmarked, skal overholde visse EU-regler, især forordningen om markedsmisbrug<sup>5</sup> (MAR) og "prospektforordningen"<sup>6</sup>.

Siden **forordningen om markedsmisbrug** trådte i kraft den 1. juli 2016, er den blevet udvidet til at omfatte MHF'er, herunder SMV-vækstmarkeder. Denne forordning har til formål at øge markedets integritet og investorernes tillid. Den forbyder: i) deltagelse i eller forsøg på deltagelse i insiderhandel, ii) anbefaling af, at en anden person deltager i insiderhandel, eller tilskyndelse til, at en anden person deltager i insiderhandel, iii) ulovlig videregivelse af intern viden<sup>7</sup>, eller iv) deltagelse i eller forsøg på at deltage i markedsmanipulation. Udstedere er også underlagt en række forpligtelser vedrørende offentliggørelse og registrering i henhold til forordningen. Navnlig er de pågældende udstedere underlagt en generel forpligtelse til at offentliggøre intern viden så hurtigt som muligt. Ved at styrke markedets integritet og ved at udvide markedsmisbrugsordningen til

<sup>3</sup> Konsekvensanalyse {SWD(2018)243} og {SWD(2018)244}.

<sup>4</sup> For at blive betragtet som et SMV-vækstmarked skal mindst 50 % af de udstedere, hvis finansielle instrumenter handles på et SMV-vækstmarked, være SMV'er som defineret i MiFID II, dvs. selskaber med en gennemsnitlig markedsværdi på under 200 mio. EUR baseret på kursværdien ved årets udgang i de foregående tre kalenderår.

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

<sup>6</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.

<sup>7</sup> Dette sker, hvis en fysisk eller juridisk person offentliggør intern viden i en anden situation end som led i den normale udøvelse af sit arbejde, sit erhverv eller sine funktioner.

MHF'er har forordningen om markedsmisbrug været af afgørende betydning for at genoprette investorenes tillid til de finansielle markeder.

Imidlertid er denne retsakt en standardforordning. Næsten alle dens krav finder anvendelse på samme måde for samtlige udstedere uanset deres størrelse eller de markedspladser, hvor deres finansielle instrumenter er optaget til handel. Forordningen indeholder kun to begrænsede tilpasninger til udstedere, der er børsnoteret på SMV-vækstmarkeder. Den første gør det muligt for markedspladser, der driver et SMV-vækstmarked, at lægge intern viden på markedspladsens websted (i stedet for på udstederens websted). Den anden gør det muligt for udstedere, der er noteret på SMV-vækstmarkeder, kun at udarbejde insiderlister efter anmodning fra en national kompetent myndighed. Men virkningen af denne lempelse er begrænset, fordi virksomhederne stadig er forpligtede til at indsamle og lagre alle relevante oplysninger for at kunne udarbejde insiderlister på anmodning.

Et prospekt er et lovpligtigt dokument, der indeholder oplysninger om en virksomhed, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked. I henhold til handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen har Den Europæiske Union allerede gjort det lettere og billigere for mindre virksomheder at få adgang til offentlige markeder, navnlig med oprettelsen af det lempeligere "EU-vækstprospekt" i den reviderede prospektforordning. En udsteder kan søge om optagelse til handel på et reguleret marked, efter at dennes aktier er blevet handlet frit på et SMV-vækstmarked i nogle få år. Det kan den pågældende gøre for at få gavn af større likviditet og en større pulje af investorer. Hvis udstederen ønsker at overføre sine aktier fra et SMV-vækstmarked til et reguleret marked, skal den pågældende imidlertid udarbejde et fuldstændigt prospekt, da der ikke er et lempeligere prospektskema til rådighed for virksomheder i en sådan situation.

Udbredelsen af SMV-vækstmarkedets "brand" er indskrænket på grund af det begrænsede antal lempelser, der i øjeblikket er planlagt i EU-lovgivningen for udstedere, der er noteret på denne nye form for markedspladser. De overordnede mål for dette initiativ er derfor at indføre tekniske justeringer af EU's regelsæt for: i) at mindske den administrative byrde og de omkostninger ved overholdelse af reglerne, som SMV'er står over for, når deres finansielle instrumenter optages til handel på et SMV-vækstmarked, samtidig med at der sikres en høj grad af investorbeskyttelse og markedsintegritet og ii) at øge likviditeten for egenkapitalinstrumenter, der noteres på SMV-vækstmarkeder.

Disse målrettede reguleringsmæssige ændringer, der er fastsat i dette forslag, vil ikke i fuldt omfang i sig selv genoprette adgangen til offentlige markeder for SMV'er. Ikke desto mindre gør de noget ved de reguleringsmæssige hindringer, som forskellige interessenter anfører som en hæmsko for, at SMV'er kan rejse kapital på offentlige markeder. Det gør de, samtidig med at man opretholder de højeste standarder for investorbeskyttelse og markedsintegritet. Alle ændringer bør derfor betragtes som et første skridt i den rigtige retning, og ikke som en samlet løsning i sig selv. Dette forslag til forordning er desuden ikke en revision af forordningen om markedsmisbrug (som har været i kraft i mindre end to år) eller prospektforordningen, (som for nylig er blevet vedtaget af medlovgiverne, og som finder anvendelse fra juli 2019). Dette forslag indebærer (sammen med de planlagte ændringer i Kommissionens delegerede forordning (EU) 2017/565) kun tekniske ændringer for at gøre EU's retlige ramme, der gælder for børsnoterede SMV'er, mere forholdsmæssig. Det vil sikre, at mærket "SMV-vækstmarked", der blev indført ved MiFID II fra januar 2018, anvendes af de forskellige MHF'er med fokus på SMV'er i hele EU.

- **Overensstemmelse med gældende bestemmelser på samme område**

Dette initiativ er i overensstemmelse med de eksisterende retlige rammer. Ifølge MiFID II bør formålet med SMV-vækstmarkeder være at "*at lette små og mellemstore virksomheders*

(SMV'er) adgang til kapital", og at "[o]pmærksomheden bør rettes mod, hvordan fremtidig lovgivning yderligere bør fremme anvendelsen af dette marked, således at det bliver attraktivt for investorer, og mindske den administrative byrde samt give SMV'er yderligere incitament til at komme ind på kapitalmarkeder gennem SMV-vækstmarkeder"<sup>8</sup>. I betragtning 6 og 55 til forordningen om markedsmissbrug opfordres der udtrykkeligt til at lempe de administrative omkostninger for mindre udstedere, der er børsnoteret på SMV-vækstmarkeder.

Flere af EU's retsakter omfatter allerede særlige bestemmelser for denne nye form for markedspladser såsom den nylige prospektforordning<sup>9</sup> og forordningen om værdipapircentraler (csd-forordningen)<sup>10</sup>. Formålet med disse bestemmelser er at mindske den administrative byrde for udstedere på SMV-vækstmarkeder og øge likviditeten af de finansielle instrumenter, som handles på disse markeder.

Da omkostningerne ved udarbejdelse af et prospekt kan være uforholdsmæssigt store for SMV'er, er der med prospektforordningen indført et lempeligere "EU-vækstprospekt". Det er navnlig til rådighed for SMV'er, hvis aktier handles på SMV-vækstmarkeder, og andre virksomheder med en markedsværdi på under 500 mio. EUR, hvis værdipapirer handles på et SMV-vækstmarked<sup>11</sup>. Desuden vil udstedere, hvis værdipapirer allerede vedvarende har været optaget til handel på et SMV-vækstmarked i mindst de seneste 18 måneder, kunne drage fordel af en forenklet oplysningsordning for sekundære udstedelser<sup>12</sup>.

Forordningen om værdipapircentraler indebærer en obligatorisk dækningskøbsprocedure, såfremt et finansielt instrument ikke er leveret inden for en fastsat periode fra den planlagte afviklingsdato (dvs. to dage efter handel, den såkaldte "T + 2"-regel). Samtidig indeholder forordningen om værdipapircentraler bestemmelser, der er tilpasset de særlige forhold på SMV-vækstmarkeder. Dækningskøbsproceduren udløses efter en periode på op til 15 dage for transaktioner på SMV-vækstmarkeder sammenlignet med op til fire dage for likvide værdipapirer og op til syv dage for andre illikvide værdipapirer. Disse særlige regler for SMV-vækstmarkederes finansielle instrumenter blev indført for at "tage hensyn til disse markederes likviditet og tage højde navnlig for prisstillernes aktivitet på disse mindre likvide markeder"<sup>13</sup>.

Dette forslag til forordning er derfor i overensstemmelse med ovennævnte gældende EU-forordninger, da det har til formål at lette byrden for SMV-vækstmarkeder og fremme likviditeten for egenkapitalinstrumenter, der er optaget til handel på disse markedspladser.

Dette forslag til forordning er også i overensstemmelse med visse påtænkte ændringer i Kommissionens delegerede forordning (EU) 2017/565 i forbindelse med direktiv 2014/65/EU (MiFID II). Disse ændringer indgik også i den samme konsekvensanalyse og tager sigte på: i) at ændre definitionen af en SMV, der ikke udsteder kapitalandele på et SMV-vækstmarked, ii) at gøre det frivilligt for udstedere, der ikke udsteder kapitalandele på SMV-vækstmarkeder, at udarbejde en halvårlig rapport og iii) at indføre et krav om frit omløb til udstedere, der anmoder om optagelse til handel på et SMV-vækstmarked. Disse foranstaltninger vil: i) øge antallet af gældsudstedere alene (debt-only-udstedere), der kan betragtes som SMV'er, hvilket herefter vil gøre det muligt for flere MHF'er at lade sig registrere som SMV-vækstmarkeder

<sup>8</sup> MiFID II, betragtning 132.

<sup>9</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.

<sup>10</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 909/2014 af 23. juli 2014 om forbedring af værdipapirafviklingen i Den Europæiske Union og om værdipapircentraler.

<sup>11</sup> Artikel 15 i prospektforordningen.

<sup>12</sup> Artikel 14 i prospektforordningen.

<sup>13</sup> Betragtning 18 i forordningen om værdipapircentraler.

og udstederne på disse markeder at blive omfattet af lempeligere reguleringsmæssige krav, ii) sætte markedsaktører i stand til bedre at tilpasse deres regler for børsnotering til lokale forhold og iii) sikre, at de aktier, som noteres på SMV-vækstmarkeder, ikke er for illikvide i adgangsfasen.

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

Dette lovgivningsforslag har til formål at supplere målene for kapitalmarkedsunionen om at reducere den overdrevne afhængighed af bankfinansiering og diversificere markedsbaserede finansieringskilder for europæiske virksomheder. Siden offentliggørelsen af handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen i 2015 har Kommissionen gennemført en omfattende pakke af lovgivningsmæssige og ikkelovgivningsmæssige foranstaltninger til at øge venturekapitalfinansieringen i Europa. Disse foranstaltninger omfatter oprettelse af en venturekapital-fund-of-funds, som støttes via EU's budget, og revision af forordningen om europæiske venturekapitalfonde (EuVECA) og europæiske sociale iværksætterfonde (EuSEF)<sup>14</sup>. Navnlig har revisionen udvidet EuVECA-fondenes mulighed for at investere i SMV'er, der er børsnoteret på SMV-vækstmarkeder.

Som led i sin handlingsplan for finansteknologi (fintech)<sup>15</sup> fremlagde Europa-Kommissionen i marts 2018 et forslag til en forordning om crowdfundingtjenesteudbydere<sup>16</sup>. Når den nye forordning er vedtaget på EU-plan, vil den give platforme mulighed for at ansøge om et EU-pas, der er baseret på et sæt fælles regler. Dette vil gøre det nemmere for dem at udbyde deres tjenester i hele EU. Det europæiske marked for crowdfunding er underudviklet i forhold til andre større verdensøkonomier, men disse nye regler ventes at forbedre adgangen til denne innovative form for finansiering for små investorer og virksomheder, der har behov for finansiering, navnlig nystartede virksomheder, og hjælpe EU-markedet med at vokse hurtigere.

Inden for rammerne af kapitalmarkedsunionen fremmer Kommissionen også markeder for private investeringer, der gør det muligt for virksomheder at rejse kapital ved udstedelse af gældsinstrumenter til institutionelle eller andre erfarne investorer. En nylig undersøgelse om afdækning af markeds- og lovgivningsmæssige hindringer for udviklingen af privat investering i gæld i EU, "*Identifying market and regulatory obstacles to the development of private placement of debt in the EU*"<sup>17</sup> (udført på vegne af Kommissionen) viste, at markedssonderingsordningen i henhold til forordningen om markedsmisbrug kan hindre udviklingen af denne finansieringskilde i hele EU. Denne lovgivningsmæssige hindring afholder både institutionelle investorer og udstedere fra at indgå forhandlinger om sådanne transaktioner.

Ved at gøre det lettere for virksomheder at blive noteret på SMV-vækstmarkeder vil dette initiativ bidrage til gøre det lettere for europæiske virksomheder at rejse kapital. Det vil bidrage til at opbygge en finansieringsstrappe, som stiller diversificerede finansieringskilder til rådighed for virksomheder i hver fase af deres udvikling. Dynamiske offentlige markeder er afgørende for at gennemføre ovennævnte tiltag under kapitalmarkedsunionen. Dynamiske offentlige markeder for små og mellemstore virksomheder kan fremme udviklingen af privat

<sup>14</sup> Forordning (EU) 2017/1991 af 25. oktober 2017 om ændring af forordning (EU) nr. 345/2013 om europæiske venturekapitalfonde og forordning (EU) nr. 346/2013 om europæiske sociale iværksætterfonde.

<sup>15</sup> Fintechhandlingsplan: for en mere konkurrencedygtig og innovativ finanssektor i Europa – COM (2018) 109 final.

<sup>16</sup> Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om europæiske crowdfundingtjenesteudbydere (ECSP) for erhvervslivet, COM(2018) 113.

<sup>17</sup> BCG og Linklaters, Study on Identifying the market and regulatory Obstacles to the Development of Private Placements of Debt instruments in the EU, 2017.

egenkapital og venturekapital ved at sikre smidige exitmuligheder. Uden denne mulighed for at trække sig ud af deres investeringer vil venturekapitalfonde og private egenkapitalfonde være mindre villige til at binde deres midler i en virksomheds vækstperiode. Offentlige aktiemarkeder for SMV'er kan også stimulere investeringer i medejerbaseret crowdfunding. I lighed med ventureinvestorer søger investorer i medejerbaseret crowdfunding også en mulighed for at trække deres investering ud og kræver derfor velfungerende og likvide kapitalmarkeder, der kan benyttes som alternative muligheder for at trække deres investeringer ud af de vækstvirksomheder, de støtter på et tidligere tidspunkt. Dette initiativ har også til formål at fjerne de lovgivningsmæssige hindringer, der følger af, at børsnoterede SMV'er benytter markedssonderingsordningen i henhold til forordningen om markedsmisbrug på private placeringer af obligationer hos institutionelle investorer.

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

### **• Retsgrundlag**

Retsgrundlaget for forordningen om markedsmisbrug og prospektforordningen er artikel 114 i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde (TEUF), som giver EU-institutionerne kompetence til at fastsætte passende bestemmelser, der vedrører det indre markeds oprettelse og funktion. Disse bestemmelser kan kun ændres af EU-lovgiver, i dette tilfælde på grundlag af traktatens artikel 114.

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. 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.

### **• 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. 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.

Det skal vurderes, om de spørgsmål, det drejer sig om, har tværnationale aspekter, og om målene for de påtænkte foranstaltninger ikke i tilstrækkelig grad kan nås af medlemsstaterne inden for rammerne af deres nationale forfatningsmæssige system (den såkaldte "nødvendighedstest"). I denne henseende skal det bemærkes, at MHF'er med fokus på SMV'er (og potentielt SMV-vækstmarkeder) er af mere lokal karakter sammenlignet med regulerede markeder. Samtidig har disse markedspladser en klar grænseoverskridende dimension, både fordi investorer kan investere i markedspladser uden for deres hjemlande, og fordi udstedere ofte får deres aktier eller obligationer noteret på en markedsplads, der er beliggende i en anden medlemsstat.

Den første målsætning for dette initiativ er at fjerne unødige administrative byrder, således at SMV'er kan få lettere adgang til offentlige markeder for aktier og obligationer og dermed kan diversificere deres kapitalkilder fra alle steder i EU (og samtidig bevare en høj grad af markedsintegritet og investorbeskyttelse). Den anden målsætning er at øge likviditeten af aktier udstedt af udstedere på SMV-vækstmarkeder. Opfyldelsen af disse målsætninger vil

resultere i øgede grænseoverskridende kapitalstrømme og i sidste ende i økonomisk vækst og jobskabelse i alle EU's medlemsstater.

De administrative krav, der pålægges SMV'er, følger af anvendelsen af forordningen om markedsmisbrug og prospektforordningen. Disse EU-forordninger har umiddelbart bindende retsvirkning overalt i medlemsstaterne. De overlader næsten ingen fleksibilitet, til at medlemsstaterne kan tilpasse reglerne til lokale forhold eller til størrelsen af udstedere eller investeringselskaber. Problemer, der opstår som følge af disse bestemmelser, kan kun behandles effektivt via lovgivningsmæssige ændringer på EU-plan<sup>18</sup>. De mulige alternativer, dvs. ikkelovgivningsmæssige tiltag på EU-plan (f.eks. retningslinjer fra Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed og tiltag på medlemsstatsplan) kan ikke i tilstrækkelig grad effektivt opfylde det fastsatte formål, da de ikke kan ændre bestemmelserne i forordningerne.

Likviditeten af de finansielle instrumenter for SMV'er (især aktier) er også hæmmet af de lovgivningsmæssige problemer, der hidrører fra markedsmisbrugsforordningen. Ifølge denne forordning skal medlemsstaterne navnlig fastlægge en accepteret markedspraksis for at gøre det muligt for udstedere, der er etableret i deres jurisdiktion, at indgå en aftale med en mægler om tilførsel af likviditet. Kun fire medlemsstater har allerede fastlagt en accepteret markedspraksis, hvilket betyder, at udstedere i 24 medlemsstater ikke har denne mulighed. Dette medfører opsplitning af det indre marked og skaber en fordrejning af konkurrencen mellem udstedere, som har ret til at indgå en likviditetsaftale, og dem, som ikke har denne mulighed. Begrænset handel kan give investorerne en negativ opfattelse af likviditeten for aktier, der er noteret på SMV-vækstmarkeder, og vil kunne være til skade for disse nyligt oprettede markedspladsers troværdighed og tiltrækningskraft. Der er behov for EU-tiltag for at sikre, at de afdækkede problemer i lovgivningen, der skyldes EU-regler, afhjælpes i tilstrækkelig grad, og at likviditeten kan øges på disse markeder.

Det skal overvejes, om de fastsatte mål ville kunne nås bedre ved foranstaltninger på EU-plan (den såkaldte "test af europæisk merværdi"). EU's tiltag kunne i kraft af deres omfang mindske de administrative byrder for SMV-udstedere og samtidig sikre lige vilkår mellem udstedere. Det modvirker konkurrenceforvriddning mellem SMV-vækstmarkeder og sikrer en høj grad af investorbekyttelse og markedsintegritet.

For så vidt angår de reguleringsmæssige hindringer for tilvejebringelse af likviditet ville foranstaltninger på nationalt plan medføre opsplitning af lovgivningen og kan føre til konkurrenceforvriddning på SMV-vækstmarkeder i alle medlemsstaterne. Tiltag på EU-plan er bedre egnede til at sikre ensartethed og retssikkerhed. Dette vil bidrage til at nå målene i direktivet om markeder for finansielle instrumenter II (og navnlig etableringen af SMV-vækstmarkeder) og vil i højere grad lette grænseoverskridende investeringer og konkurrence mellem børser, samtidig med at markederne fungerer korrekt.

- **Proportionalitetsprincippet**

De foreslåede foranstaltninger for at lette byrden for børsnoterede SMV'er overholder proportionalitetsprincippet. De er hensigtsmæssige med hensyn til at nå målene og går ikke ud over, hvad der er nødvendigt. Når forordningen om markedsmisbrug giver medlemsstaterne mulighed for at lette byrden for udstedere (f.eks. kan de nationale kompetente myndigheder i henhold til artikel 19, stk. 9, beslutte at hæve grænsen for, hvornår ledende medarbejders

---

<sup>18</sup> Sag C-58/08, Vodafone: "Når en retsakt baseret på artikel 95 EF allerede har fjernet enhver hindring for samhandelen på det område, den harmoniserer, kan fællesskabslovgiver ikke fratages muligheden for at tilpasse denne retsakt til samtlige ændrede omstændigheder eller ny viden, henset til den opgave, den har til at sikre beskyttelsen af de almene hensyn, der er anerkendt i traktaten".

transaktioner skal offentliggøres, fra 5 000 EUR til 20 000 EUR), har Kommissionen besluttet ikke at lovgive for at sikre medlemsstaterne fleksibilitet til at tilpasse dette krav til lokale forhold. Hvis der mangler fleksibilitet til at tilpasse forordningen om markedsmissbrug til de lokale forhold, er et lovgivningsmæssigt tiltag på EU-plan absolut nødvendigt for at reducere den administrative byrde for udstedere på SMV-vækstmarkeder.

Foranstaltningen, der har til formål at forbedre likviditeten (oprettelse af en 29. ordning for likviditetsaftaler for udstedere på SMV-vækstmarkeder – se nærmere redegørelse for de enkelte bestemmelser i forslaget), skaber balance mellem fastsættelse af paneuropæiske standarder for likviditetsaftaler og fleksibilitet for medlemsstaterne til samtidig at vedtage en accepteret markedspraksis for likviditetsaftaler (f.eks. for at udvide anvendelsesområdet for likviditetsaftaler til at omfatte andre illikvide værdipapirer end aktier på SMV-vækstmarkeder eller at tilpasse kravene i sådanne aftaler til særlige lokale forhold).

- **Valg af retsakt**

De foreslåede lovgivningsmæssige ændringer tager navnlig sigte på at mindske den administrative byrde og de omkostninger, udstedere på SMV-vækstmarkeder har ved overholdelse af reglerne og anvendelse af forordningen om markedsmissbrug og prospektforordningen. Dette initiativ har også til formål at fremme likviditet ved at sikre, at en udsteder på SMV-vækstmarkeder i EU kan indgå i en aftale om likviditetstilførsel.

Med henblik herpå vil de lovgivningsmæssige foranstaltninger ændre de aktuelle bestemmelser i forordningen om markedsmissbrug og prospektforordningen. Da mange af de nødvendige ændringer vil være mindre ændringer i eksisterende retsakter, kan de sammenfattes i en omnibusforordning. Retsgrundlaget for prospektforordningen og forordningen om markedsmissbrug er artikel 114, stk. 1, i TEUF. Enhver ændringsforordning har derfor samme retsgrundlag.

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

- **Høringer af interesserede parter**

- a) Offentlig høring om "Etablering af en passende lovgivningsmæssig ramme for børsnotering af SMV'er"

Den 18. december 2017 iværksatte Kommissionens tjenestegrene en offentlig høring om børsnotering af SMV'er. Den fokuserede på tre hovedområder: 1) hvordan begrebet SMV-vækstmarked som anvendt i MiFID II kan forbedres, 2) hvordan byrden for virksomheder, der er noteret på SMV-vækstmarkeder, kan lettes og 3) hvordan økosystemerne omkring lokale fondsbørser kan opbygges, navnlig med henblik på at forbedre likviditeten for aktier noteret på disse markedspladser. Kommissionen modtog 71 besvarelser fra interessenter fra 18 medlemsstater<sup>19</sup>.

---

<sup>19</sup> 6 offentlige myndigheder (2 finansministerier, 4 kompetente nationale myndigheder), 18 børser, 35 erhvervs sammenslutninger (6 for mæglere, 14 for investeringsforvaltere/investeringsbanker, 4 for forsikrings selskaber, 3 for bogførings- og revisionsbranchen, 2 for kreditvurderingsbureauer, 4 for udstedere, 1 for pensionsselskaber), 2 NGO'er, 2 konsulent-/advokatfirmaer, 2 erhvervsfremmende banker, 1 akademisk institution, ESMA's interessentgruppe for værdipapirer og brugergruppen for finansielle tjenesteydelser. Disse interessenter kommer fra 18 medlemsstater: AT, BE, CZ, DE, DK, EE, EL, ES, FI, FR, HR, IE, IT, LV, NL, PL, SE og UK.

På spørgsmålet om, hvorfor kun få SMV'er søger notering på offentlige markeder i Europa, nævnte mange interessenter den administrative byrde, som SMV'er pålægges af bestemmelserne om markedsmissbrug, gennemsigtighed og offentliggørelse. Forordningen om markedsmissbrug blev beskrevet som vanskelig at fortolke, hvilket hindrer SMV'er i at overholde EU-lovgivningen.

De fleste interessenter anførte også ordningen om ledende medarbejderes transaktioner som meget byrdefuld og bekostelig, idet de talte for at forlænge fristen for at indberette transaktioner, hæve grænsen for, hvornår transaktioner skal anmeldes, og lægge ansvaret for offentliggørelse af ledende medarbejderes transaktioner over på deres nationale kompetente myndighed. Om tilgangen til insiderlister var langt de fleste af respondenterne enige i, at kravet var bekosteligt og besværligt, men dog nødvendigt. I gennemsnit gik de ind for et krav om, at udstedere enten kun forelagde insiderlister efter anmodning fra den nationale kompetente myndighed eller kun førte en liste over "permanente insidere". Kun et lille mindretal argumenterede for helt at fritage udstedere på SMV-vækstmarkeder for at føre insiderlister. Af de få interessenter, der gav udtryk for deres mening om begrundelsen for forsinkelsen med at meddele intern viden, gik et flertal ind for at kræve, at udstedere kun skulle angive begrundelsen efter anmodning fra den nationale kompetente myndighed, og at de kunne undtages fra forpligtelsen til at registrere offentliggørelserne. Hvis man igen kun ser på dem, der har givet udtryk for deres mening, gik et klart flertal af interessenterne ind for at fritage privat placering af obligationer på SMV-vækstmarkeder for reglerne om markedssondering, når investorerne er involveret i forhandlinger om udstedelse.

Blandt de respondenter, der gav deres mening til kende, mente et stort flertal, at der burde gives lempelser til alle børsnoterede selskaber på SMV-vækstmarkeder. Det hævdedes, at princippet om "ét marked, ét ensartet regelsæt" var nødvendigt for at sikre klarhed og anvendelse for både investorer, udstedere og finansielle formidlere. Nogle få repræsentanter for markedspladser og udstedere anførte dog, at lovgivningsmæssige lempelser burde gælde for alle SMV'er, uanset om de er noteret på en multilateral handelsfacilitet eller et reguleret marked

Flertallet af interessenter var imod at fastsætte regler om en obligatorisk overførsel af udstedere fra et SMV-vækstmarked til et reguleret marked, men gjorde i stedet gældende, at overførslen til et reguleret marked altid bør overlades til udstederens skøn. Nogle få mente dog, at overførsler af noteringen bør fremmes gennem passende lovgivningsmæssige incitament, der tager sigte på at mindske den administrative byrde og omkostningerne ved notering på et reguleret marked. Forskellige interessenter anførte, at et sådant incitament kunne tage form af en fritagelse for prospektet eller et lempeligere prospekt, når en udsteder flytter fra et SMV-vækstmarked til et reguleret marked. For så vidt angår foranstaltninger med det formål at styrke likviditeten var der bred enighed blandt markedsdeltagerne om fordelene ved likviditetsaftaler. Blandt de interessenter, som gav udtryk for deres holdning, var et stort antal enige i, at der ville være fordele ved at indføre en EU-ramme, selv om mange insisterede på, at der var behov for at opretholde en vis fleksibilitet, så sådanne aftaler kunne tilpasses lokale forhold. Nogle få nationale kompetente myndigheder frygtede, at en sådan praksis kunne give anledning til manipulerende prisadfærd. Andre nationale kompetente myndigheder så ingen grund til bekymring, forudsat at rammen blev justeret til at forebygge manipulerende adfærd som under de eksisterende former for accepteret markedspraksis.

#### b) Midtvejsevaluering af kapitalmarkedsunionen

Den 20. januar 2017 iværksatte Kommissionens tjenestegrene en offentlig høring om midtvejsevalueringen af kapitalmarkedsunionen. Mange respondenter efterlyste en forholdsmæssig revision af de forskellige forpligtelser, der er pålagt ikkefinansielle udstedere,

navnlig SMV'er. Disse forpligtelser blev anset for at være for byrdefulde og for at afholde udstederne fra at ansøge om børsnotering.

For så vidt angår de retlige rammer for børsnoterede selskaber kritiserede respondenterne forskellige aspekter af forordningen om markedsmissbrug. F.eks. blev reglerne vedrørende ledende medarbejders transaktioner samt lister over insidere kritiseret for at være for byrdefulde for virksomheder, som er noteret på multilaterale handelsfaciliteter. Definitionen af intern viden blev anset for at være for kompleks og for at føre til en risiko for en forudsigelig og for tidlig videregivelse af oplysninger fra børsnoterede udstedere. Nogle respondenter mente, at anvendelsesområdet for bestemmelserne for "markedssonderinger" i henhold til forordningen om markedsmissbrug var for bredt, og at mange markedsdeltagere ville være tilbageholdende med at blive testet i forbindelse med en markedssondering på grund af de retlige risici, det kunne indebære. Andre respondenter fandt, at udvidelsen af markedsmissbrugsforordningen til virksomheder, som er noteret på multilaterale handelsfaciliteter, gjorde adgangen til offentlige markeder dyrere på grund af de direkte omkostninger ved overvågning og udbredelse af intern viden.

- c) Opfordring til indsendelse af dokumentation: EU's regelsæt for finansielle tjenesteydelser

Den 30. september 2015 udsendte Kommissionens tjenestegrene en opfordring til indsendelse af dokumentation med det formål at forbedre kvaliteten af det aktuelle regelsæt for finansielle tjenesteydelser, herunder dem, der ville blive direkte berørt af tiltag under kapitalmarkedsunionen. I opfordringen til indsendelse af dokumentation støttede respondenterne i det store og hele ændringerne af kapitalmarkedslovgivningen. De udtrykte imidlertid bekymring over, hvordan lovgivningen om markedsmissbrug, prospekter og værdipapirmarkedet kunne påvirke SMV'ers adgang til markedsfinansiering.

Vedrørende markedsmissbrugsordningen og SMV-vækstmarkeder anførte nogle respondenter, at markedsmissbrugsordningen pålagde udstedere på SMV-vækstmarkeder en tung byrde, som i sidste ende kunne føre til mindre aktivitet og således mindre finansiering for SMV'er. Særlige bekymringer vedrørte udvidelsen af omfanget af udstedernes pligter i henhold til ordningen for børsnoterede virksomheder på MHF'er såsom levering af insiderlister og indberetning af ledende medarbejders transaktioner.

- **Indhentning og brug af ekspertbistand**

Den 14. november 2017 afholdt Kommissionens tjenestegrene en teknisk workshop med ca. 25 børsrepræsentanter fra 27 medlemsstater. Formålet med workshoppen var at drøfte tekniske bestemmelser og potentielle lempelser af regelsættet om SMV'ers adgang til offentlige markeder til forberedelse af den offentlige høring i 2017 om "Etablering af en passende lovgivningsmæssig ramme for børsnotering af SMV'er".

Et flertal af deltagerne gjorde gældende, at forordningen om markedsmissbrug havde skabt dyre forpligtelser for SMV-udstedere og indført strenge krav på trods af den vigtige rolle, den spiller for investorernes tillid. Respondenterne nævnte karakteren af den interne viden og den detaljeringsgrad, der kræves for at videregive sådanne oplysninger, som begrundelse for denne byrde. Vanskelighederne med klart at identificere, hvad de betragter som intern viden, blev nævnt som problematisk af nogle af deltagerne. Nogle få andre interessenter kritiserede, at sanktionerne ifølge forordningen om markedsmissbrug ikke stod i forhold til de virksomheder, som er noteret på multilaterale handelsfaciliteter, og som ofte har en markedsværdi på under 10 mio. EUR. Med hensyn til insiderlister fremhævede et par deltagere, at den undtagelse, der var indført for SMV-vækstmarkeder, ikke gav mening, da udstederne stadig ville skulle levere insiderlister efterfølgende og have procedurer hertil.

Mange interessenter klagede over de stramme tidsfrister for ledernes indberetning af deres transaktioner og argumenterede for, at tredagesfristen burde udvides til fem dage, eller at der burde gives to ekstra dage til, at udstederne kunne videregive de pågældende oplysninger. Nogle af dem forklarede ligeledes, at ledende medarbejderes transaktioner kun burde indberettes, når de var markante, dvs. af en højere værdi end den nuværende grænse på 5 000 EUR. Tre markedspladser var også enige om, at reglerne i markedsmisbrugsforordningen ikke burde gælde i samme grad for aktieudstedere og dem, der kun udsteder gældsinstrumenter. Endelig forklarede en deltager, at da de fleste SMV-obligationer placeres privat, ville undtagelsen fra reglerne om markedssonderinger for private placeringer være en væsentlig lempelse.

Det blev nævnt, at markedsdeltagerne ønsker mere klarhed over aftaler om likviditetstilførsel i betragtning af deres betydning for både børsmæglere og selskaber. Nogle få interessenter udtalte, at accepteret markedspraksis for tilrådighedsstillelse af likviditet ikke burde fjernes, og slog til lyd for retssikkerhed om dette spørgsmål.

Den 28. november 2017 afholdt Kommissionens tjenestegrene også en teknisk workshop med deltagelse af ca. 30 repræsentanter for udstedere, investorer, mæglere og andre finansielle formidlere.

Størstedelen af interessenterne var enige om, at anvendelsen af forordningen om markedsmisbrug medfører betydelige omkostninger for SMV'er. Nogle af dem foreslog, at forordningen om markedsmisbrug burde opgives helt på SMV-specifikke markeder, eller at lovgivningen burde gå tilbage til ordningen under den foregående markedsmisbrugsforordning, da den nye ordning ofte fører til, at virksomheder forsøger at fjerne deres aktier fra markedet. Visse interessenter bemærkede, at fritagelsen i henhold til forordningen om markedsmisbrug for at føre og ajourføre en insiderliste er af begrænset værdi, da den nationale kompetente myndighed stadig kunne anmode virksomheden om at indgive en overvældende mængde oplysninger, hvilket næppe er overkommeligt for mindre udstedere. Nogle deltagere gjorde dog opmærksom på, at insiderhandel er en stor risiko og potentielt skadelig for investorernes tillid. Derfor kunne en opretholdelse af i hvert fald det permanente afsnit af insiderlisten virke som en afbalanceret tilgang. Med hensyn til ledende medarbejderes transaktioner blev det anført af mange, at en forlængelse af tredagesfristen for indberetning til markedet ikke ville bringe investorbeskyttelsen i fare. Nogle få interessenter anførte, at 20 000 EUR ville være en mere passende grænse for videregivelse af leders transaktioner, selv om den kunne forhøjes endnu mere, uden at det ville gå ud over markedets integritet. Andre anførte, at det ville reducere byrden for udstedere, hvis den nationale kompetente myndighed skulle offentliggøre ledende medarbejderes transaktioner. Nogle deltagere argumenterede for, at overførsler af noteringen fra et SMV-vækstmarked til et reguleret marked burde fremmes gennem et mindre byrdefuldt prospekt.

- **Konsekvensanalyse**

Dette forslag ledsages af en konsekvensanalyse, som blev forelagt den 19. marts 2018 og godkendt af Udvalget for Forskriftskontrol – med forbehold – den 22. april 2018.

Udvalget anmodede om at få ændret udkastet til konsekvensanalyse for at få præciseret: i) begrundelsen for initiativet ud fra et nærhedsperspektiv, ii) hvordan omfanget af initiativet skulle fastsættes (med hensyn til hvilke foranstaltninger der skal medtages, og hvordan disse foranstaltninger i konsekvensanalysen er grupperet i løsningsmodeller) og iii) hvordan de foretrukne løsningsmodeller vil påvirke investorbeskyttelsen. Udvalgets bemærkninger er blevet behandlet og indarbejdet i den endelige udgave af konsekvensanalysen.

I konsekvensanalysen analyseres flere løsningsmodeller for at nå den dobbelte målsætning om at mindske den administrative byrde for udstedere på SMV-vækstmarkeder og skabe likviditet for egenkapitalinstrumenter, der er noteret på de pågældende markedspladser, samtidig med at der opretholdes en høj grad af investorbeskyttelse og markedintegritet.

Kommissionen har foretaget en analyse af problemer, der kan hindre levering af finansielle instrumenter på SMV-vækstmarkeder samt efterspørgsel efter sådanne instrumenter (navnlig likviditetsspørgsmålet, som kan afholde investorer fra at investere i disse markeder). Konsekvensanalysen beskriver tre faktorer, som kan forklare disse problemer: 1) den reguleringsmæssige byrde for børsnoterede SMV'er som følge af anvendelsen af markedsmisbrugsforordningen (MAR), 2) den utilstrækkelige definition af SMV-vækstmarkeder og 3) manglen på mekanismer til fremme af handel og likviditet på SMV-vækstmarkeder.

Det skal bemærkes, at nogle af disse spørgsmål følger af anvendelsen af MiFID II, niveau 2, og vil blive behandlet gennem separate ændringer af Kommissionens delegerede forordning 2017/565.

Nedenstående oversigt indeholder en sammenfatning af de forskellige lempelser for udstedere på SMV-vækstmarkeder (i henhold til forordningen om markedsmisbrug og prospektforordningen) og foranstaltninger, der tager sigte på at fremme likviditeten af SMV-aktier samt deres indvirkning på de relevante interessenter.

<b>Foretrukne politiske løsningsmodeller</b>	<b>Indvirkning på relevante markeder/sektorer</b>
<b>Foretrukne løsninger i henhold til forordningen om markedsmisbrug</b>	
Vedtagelse af en ny frist for offentliggørelse af ledende medarbejders transaktioner (2 dage fra datoen for ledende medarbejders indberetning)	Dette vil lette den administrative byrde for SMV-vækstmarkeder, idet det sikres, at de har tilstrækkelig tid til at offentliggøre ledende medarbejders transaktioner. Det ventes kun at have ringe eller ingen indflydelse på markedets integritet at ændre udgangspunktet for fristen.
Forpligtelse til at føre en liste over "permanente insidere"	Dette vil lette byrden for udstedere, idet de undgår omkostningerne ved at udarbejde en ad hoc-liste over insidere for hvert enkelt element af intern viden. Indvirkningen på de nationale kompetente myndigheders kapacitet til at afsløre insiderhandel vil være minimal, da de sjældent bygger på insiderlister i praksis.
En begrundelse for forsinket intern viden skal kun gives på anmodning (og det er ikke nødvendigt at føre en liste over offentliggørelser)	Dette vil mindske den administrative byrde for udstedere på SMV-vækstmarkeder, idet de fritages for registrering af en lang liste over oplysninger (registrering af offentliggørelser). Virkningen på markedets integritet vil være minimal, da de nationale kompetente myndigheder stadig skal underrettes i tilfælde af forsinkelser og vil kunne anmode om en begrundelse herfor (udarbejdet efterfølgende af udstedere).

Fritagelse af private placeringer af obligationer hos institutionelle investorer for markedssonderingsordningen, når der er etableret en alternativ "wall-crossing"-procedure	Dette vil lette den administrative byrde for både udstedere (og aktører, der handler på deres vegne) og investorer og vil gøre det lettere at foretage private placeringer. En alternativ "wall-crossing"-procedure kan sikre, at alle parter er bekendt med deres forpligtelser til at videregive intern viden.
Oprettelse af en europæisk ordning for aftaler om likviditetstilførsel for aktieudstedere på SMV-vækstmarkeder, samtidig med at de nationale kompetente myndigheder får lov til at fastlægge accepterede markedspraksisser	Dette vil øge likviditeten og mindske SMV-aktiers volatilitet, hvilket vil øge interessen for SMV-vækstmarkeder for investorer, formidlere og børser.
<b>Foretrukne løsningsmodeller i henhold til prospektforordningen</b>	
Etablering af et mere forenklet "overførselsprospekt" for udstedere på SMV-vækstmarkeder, som har været børsnoteret i mindst tre år, når de søger en graduering til regulerede markeder	Dette vil hjælpe virksomhederne med at flytte fra SMV-vækstmarkedet til det regulerede marked ved at give dem mulighed for at udarbejde et forenklet prospekt.

Det bemærkes også i konsekvensanalysen, at lempelser i henhold til forordningen om markedsmisbrug – for at skabe større sammenhæng, enkelhed og klarhed for både investorer og udstedere – bør være til gavn for alle selskaber, der er noteret på SMV-vækstmarkeder og ikke blot for de SMV'er, der er noteret på disse markedspladser.

Det konkluderes i konsekvensanalysen, at den foreslåede "pakke" af foranstaltninger (gennem dette samlede forslag til forordning og de planlagte målrettede ændringer af MiFID II, niveau 2) vil bidrage til det overordnede mål for kapitalmarkedsunionen om en lettere adgang til kapitalmarkeder for mindre virksomheder. Denne pakke af foranstaltninger vil støtte virksomheder, som er noteret på SMV-vækstmarkeder, ved at mindske deres administrative byrde og give mulighed for en forbedret likviditet. Det understreges dog også i konsekvensanalysen, at de regulerende foranstaltninger, der indgår i dette initiativ, ikke vil have en overvældende indvirkning på situationen for små virksomheder, der overvejer børsnotering.

- **Målrettet regulering og forenkling**

Dette initiativ sigter delvis mod at nedbringe overholdelsesomkostningerne for udstedere på SMV-vækstmarkeder. Dette er tilfældet for de påtænkte ændringer af forordningen om markedsmisbrug, som vil føre til en nedbringelse af omkostninger, der anslås til mellem 4,03 mio. EUR og 9,32 mio. EUR om året. Dette vil for hver udsteder betyde en reduktion af omkostningerne ved anvendelsen af markedsmisbrugsforordningen på 15-17,5 %. Udarbejdelsen af et "overførselsprospekt", som giver ustederne mulighed for at flytte fra et SMV-vækstmarked til et reguleret marked, vil føre til omkostningsbesparelser på mellem 4,8 mio. EUR og 7,2 mio. EUR om året. Et sådant "overførselsprospekt" vil mindske udgifterne til udarbejdelsen af dette dokument med 25-28,5 %.

- **Grundlæggende rettigheder**

Fremtidige lovgivningsmæssige foranstaltninger skal være i overensstemmelse med de relevante grundlæggende rettigheder, der er forankret i EU's charter om grundlæggende rettigheder. Forslaget overholder de grundlæggende rettigheder og principper, som anerkendes i chartret, navnlig friheden til at oprette og drive egen virksomhed (artikel 16) og forbrugerbeskyttelsen (artikel 38). Da dette initiativ tager sigte på at mindske den administrative byrde for mindre udstedere, vil dette initiativ bidrage til at forbedre retten til frit at oprette og drive egen virksomhed. De planlagte ændringer i forordningen om markedsmissbrug og prospektforordningen ventes ikke at have nogen indvirkning på forbrugerbeskyttelsen, da disse målrettede ændringer er udformet på en sådan måde, at de bevarer en høj grad af markedsintegritet og investorbekyttelse.

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

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

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

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

Kommissionen foretager en overvågning af indvirkningen af den nye forordning. De vigtigste parametre for måling af forordningens effektivitet med hensyn til at opfylde de anførte målsætninger (dvs. mindskelse af den administrative byrde og øget likviditet) vil være:

- 1) Virkninger for udstedere på SMV-vækstmarkeder og markedsoperatører
  - a) antal registrerede SMV-vækstmarkeder
  - b) antal børsnoteringer samt markedsværdi på tværs af SMV-vækstmarkeder
  - c) antal og størrelse af børsintroduktioner (IPO) og indledende obligationsudbud (IBO) på SMV-vækstmarkeder
  - d) antal og størrelse af de europæiske SMV'ers IPO'er og IBO'er i tredjelande
  - e) forholdet mellem bankbaseret og kapitalmarkedsbaseret ekstern finansiering af SMV'er
  - f) antal og omfang af private investeringer i børsnoterede obligationer hos institutionelle investorer
  - g) antal "overførselsprospekter"
- 2) Virkninger for likviditeten på SMV-vækstmarkeder
  - a) antal likviditetsaftaler indgået af udstedere
  - b) transaktionsomfang (beregnet i forhold til antal børsintroduktioner pr. markedsplads)
  - c) gennemsnitligt antal aktier i frit omløb
  - d) gennemsnitligt kursspænd ved noteringer
  - e) gennemsnitlig likviditet ved kontakt
  - f) gennemsnitlig bogdybde på markedet
  - g) gennemsnitligt tidsforbrug til udførelse af ordrer

h) gennemsnitlig daglig volatilitet.

Denne liste over indikatorer er ikke udtømmende og kan udvides til at omfatte overvågning af andre virkninger. Yderligere indikatorer kan f.eks. medvirke til også at måle effektiviteten af andre ikkelovgivningsmæssige tiltag, der indgår i den bredere pakke for SMV-notering. Det skal også bemærkes, at der ikke er fastsat konkrete kvantitative mål for nogen af indikatorerne på listen. Da der findes en lang række faktorer, som i høj grad vil påvirke indikatorerne, men som ikke er omfattet af dette initiativ, bør initiativets effektivitet snarere vurderes på grundlag af den retningsbestemte udvikling af indikatorerne.

Mange af indikatorerne vil kræve hjælp og datainput fra medlemsstaterne, de nationale kompetente myndigheder, Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) og markedsaktørerne. Dette er navnlig tilfældet for indikatorer for likviditet.

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

- a) Ændringer i forordningen om markedsmisbrug

*Fritagelse for markedssonderingsordningen for private obligationsplaceringer hos kvalificerede investorer*

For at fremme udviklingen af markeder for private investeringer i obligationer foreslår Kommissionen en ændring af markedssonderingsordningen i artikel 11 i forordningen om markedsmisbrug. På nuværende tidspunkt kan en privat placering af obligationer hos kvalificerede investorer (dvs. et offentligt udbud af obligationer, der udelukkende er rettet til kvalificerede investorer som defineret i prospektforordningen) være omfattet af markedssonderingsordningen. Dette skyldes, at en sådan udstedelse kan have en potentiel virkning på en udsteders kreditværdighed, når denne allerede har værdipapirer (f.eks. aktier eller obligationer), der er optaget til handel på en markedsplads, og derfor kan udgøre intern viden.

Den tekniske ændring af artikel 11 i forordningen om markedsmisbrug tager sigte på at præcisere, at meddelelse af oplysninger til potentielle kvalificerede investorer, som alle vilkårene i en privat placeret obligationstransaktion (herunder kontraktvilkår) forhandles med, ikke vil være genstand for ordningen for markedssondering. Denne fritagelse vil være tilgængelig, når i) udstederen, som søger en privat placering af obligationer, allerede har fået sine aktier eller ikkeaktiebaserede finansielle instrumenter optaget til handel på et SMV-vækstmarked, og ii) hvis der er indført en alternativ "wall-crossing"-procedure<sup>20</sup>, hvorved en eventuel kvalificeret investor anerkender de lovgivningsmæssige forpligtelser, der hidrører fra adgangen til intern viden. Denne alternative "wall-crossing"-procedure kan tage form af en fortrolighedsaftale.

*Aftale om likviditetstilførsel til udstedere på SMV-vækstmarkeder*

I henhold til ændringerne i artikel 13 i forordningen om markedsmisbrug vil udstedere på SMV-vækstmarkeder få mulighed for at indgå en "aftale om likviditetstilførsel" med en finansiel formidler, som vil få til opgave at øge likviditeten for udstederens aktier. Dette vil være tilladt, selv hvis den nationale kompetente myndighed, hvor SMV-vækstmarkedet er beliggende, ikke har fastlagt en accepteret markedspraksis for aftaler om likviditetstilførsel i overensstemmelse med artikel 13 i forordningen om markedsmisbrug.

Denne mulighed vil være underlagt tre betingelser: i) aftalen om likviditetstilførsel skal opfylde betingelserne i artikel 13, stk. 2, og de gennemførelsesmæssige tekniske standarder, der skal udarbejdes af Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed, ii)

---

<sup>20</sup> "Wall-crossing" betyder, at man gør en person til "insider" ved at give vedkommende intern viden.

likviditetsstilleren bør være et investeringsselskab, der har fået meddelt tilladelse i henhold til MiFID II, og deltager på SMV-vækstmarkedet, hvor udstederen har fået sine aktier optaget til handel og iii) den markedsoperatør eller det investeringsselskab, der driver SMV-vækstmarkedet underrettes om indgåelsen af en likviditetsaftale og tilslutter sig dens vilkår og betingelser. Disse betingelser bør til enhver tid være opfyldt, og de relevante nationale kompetente myndigheder kan anmode om en kopi af likviditetsaftalen fra udstederen eller fra det investeringsselskab, der fungerer som likviditetsstiller.

Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed vil få til opgave at udarbejde gennemførelsesmæssige tekniske standarder for en aftalemodel for likviditetstilførsel. Med disse gennemførelsesmæssige tekniske standarder fastsættes de krav, som sådanne aftaler skal opfylde for at være lovlige i alle medlemsstater.

Denne nye bestemmelse vil ikke forhindre medlemsstaterne i at vedtage en accepteret markedspraksis i overensstemmelse med artikel 13 for at tilpasse likviditetstilførselsaftaler til lokale forhold eller at udvide anvendelsesområdet for likviditetsaftaler til at omfatte andre udstedere end dem på SMV-vækstmarkeder (f.eks. for illikvide værdipapirer, som er noteret på regulerede markeder).

#### *Begrundelse for udsættelse af videregivelsen af intern viden*

Formålet med denne ændring af artikel 17 i forordningen om markedsmisbrug er at mindske de forpligtelser, der pålægges udstedere på SMV-vækstmarkeder, når de beslutter at udsætte videregivelsen af intern viden.

I henhold til denne ændring vil udstedere på SMV-vækstmarkeder stadig være forpligtede til at underrette den relevante nationale kompetente myndighed om en sådan udsættelse. De vil dog kun være ansvarlige for at begrunde årsagerne til udsættelsen på anmodning af den nationale kompetente myndighed (i stedet for at skulle gøre det under alle omstændigheder). Desuden vil SMV-vækstmarkedsudstedere være undtaget fra forpligtelsen til at føre listen over detaljerede oplysninger med henblik på at begrunde udsættelsen løbende (som det for øjeblikket er fastsat i Kommissionens gennemførelsesforordning (EU) 2016/1055). Denne begrundelse vil blive udarbejdet efterfølgende, hvis og når udstederen modtager en anmodning herom fra den nationale kompetente myndighed.

#### *Insiderlister for SMV-vækstmarkeder*

I henhold til forordningen om markedsmisbrug (artikel 18, stk. 6) anmodes udstedere på SMV-vækstmarkeder ikke om at føre insiderlister løbende, forudsat at i) udstederen tager alle rimelige skridt for at sikre, at enhver person med adgang til intern viden anerkender de juridiske og lovgivningsmæssige pligter, der følger heraf, og er bekendt med de gældende sanktioner, og ii) udstederen er i stand til at levere insiderlisten til den nationale kompetente myndighed på anmodning.

Dette ændringsforslag går ud på at erstatte den aktuelle lempelse af markedsmisbrugsforordningen til udstedere på SMV-vækstmarkeder med en mindre byrdefuld "liste over permanente insidere". Denne vil være nemmere at udarbejde for SMV'er og vil samtidig stadig være relevant for de nationale kompetente myndigheders efterforskning af sager om insiderhandel. Denne liste over "permanente insidere" skal omfatte alle personer, som har regelmæssig adgang til intern viden vedrørende den pågældende udsteder på grund af deres funktion hos udstederen (f.eks. medlemmer af administrations-, ledelses- og tilsynsorganer) eller deres stilling (ledere med kompetence til at træffe ledelsesmæssige beslutninger, der påvirker udstederens fremtidige udvikling og forretningsmuligheder, og administrativt personale, som har regelmæssig adgang til intern viden). Denne lempelse vil kun blive givet SMV-vækstmarkedsudstedere, uden at dette berører de forpligtelser, der

påhviler personer, som handler på deres vegne eller for deres regning (f.eks. revisorer, advokater, kreditvurderingsbureauer osv.), til at udarbejde, ajourføre og indgive deres egne insiderlister til den nationale kompetente myndighed efter anmodning i henhold til artikel 18, stk. 1-5.

#### *Ledende medarbejderes transaktioner fra udstedere på SMV-vækstmarkeder*

I øjeblikket skal personer med ledelsesansvar og personer, der er nært knyttet til dem, underrette den nationale kompetente myndighed og udstederen om deres transaktioner inden for tre dage efter transaktionsdagen. Samtidig skal udstederen videregive oplysningerne til markedet senest tre dage efter transaktionen. Respondenterne i den offentlige høring understregede, at det var teknisk umuligt at opfylde tredagesfristen for indberetningen, når udstederen allerede modtager oplysninger fra den ledende medarbejder sent, og da tredagesfristen omfatter indberetningen fra både personer med ledelsesansvar og personer, der er nært knyttet til dem, og udstederen skal videregive dem til markedet.

I henhold til denne ændring vil personer med ledelsesansvar og personer, der er nært knyttet til udstedere på SMV-vækstmarkedet, skulle foretage indberetning til udstederen og den nationale kompetente myndighed inden for tre arbejdsdage. Efter meddelelsen fra personer med ledelsesansvar og personer, der er nært knyttet til dem, vil udstederen få to ekstra dage til at offentliggøre de pågældende oplysninger.

#### b) Ændring af prospektforordningen

##### *Overførselsprospekt*

Udstedere, der er noteret for en bestemt periode på et SMV-vækstmarked, er forpligtede til at udarbejde et fuldstændigt prospekt, når de ønsker at gå over til et reguleret marked. Dette skyldes, at de ikke har et lempeligere prospektskema til rådighed i en sådan situation (såsom "EU-vækstprospektet" eller det forenkledede prospekt for sekundære udstedelser). Dette ændringsforslag til prospektforordningen vil skabe et lempeligere "overførselsprospektet" for virksomheder, der har været noteret i mindst tre år på et SMV-vækstmarked og ønsker at flytte til et reguleret marked. Udstedere på SMV-vækstmarkeder er i henhold til direktiv 2014/65/EU underlagt krav om løbende videregivning ifølge forordningen om markedsmissbrug og reglerne for en markedsoperatør på et SMV-vækstmarked. Som sådan giver de investorerne en masse information. Et overførselsprospekt (baseret på det forenkledede prospekt for sekundære udstedelser i prospektforordningen) bør derfor være tilgængeligt for udstedere i en sådan situation. Dette prospekt vil være tilgængeligt, når udstedere på SMV-vækstmarkeder søger i) optagelse af deres værdipapirer til handel på et reguleret marked, eller ii) både optagelse og nyt udbud af værdipapirer på et reguleret marked.

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**

(EØS-relevant tekst)

EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET FOR DEN EUROPÆISKE UNION HAR —  
 under henvisning til traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, særlig 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 Den Europæiske Centralbank<sup>1</sup>,  
 under henvisning til udtalelse fra Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg<sup>2</sup>,  
 efter den almindelige lovgivningsprocedure<sup>3</sup>, og  
 ud fra følgende betragtninger:

- (1) Initiativet vedrørende kapitalmarkedsunionen sigter mod at nedbringe afhængigheden af banklån, diversificere markedsbaserede finansieringskilder for alle små og mellemstore virksomheder ("SMV'er") og mod at fremme SMV'ers udstedelse af obligationer og aktier på offentlige markeder. Selskaber, der er etableret i Unionen, og som søger at rejse kapital på markedspladser, oplever høje engangsomkostninger og løbende omkostninger til offentliggørelse og overholdelse af reglerne, hvilket kan afholde dem fra overhovedet at søge om optagelse til handel på markedspladser i EU. Desuden lider aktier udstedt af SMV'er på markedspladser i EU ofte under et lavere likviditetsniveau og en højere volatilitet, hvilket øger kapitalomkostningerne, således at denne finansieringskilde bliver for belastende.
- (2) Med Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU<sup>4</sup> er der oprettet en ny type markedspladser, SMV-vækstmarkederne, en undergruppe af de multilaterale handelsfaciliteter ("MHF'er"), med henblik på at lette SMV'ers adgang til kapital og lette videreudviklingen af specialiserede markeder, der tager hensyn til SMV-udstederes behov. Direktiv 2014/65/EU forventede også, at "*[o]pmærksomheden bør rettes mod, hvordan fremtidig lovgivning yderligere bør fremme anvendelsen af dette marked, således at det bliver attraktivt for investorer, og mindske den administrative byrde samt give SMV'er yderligere incitamenter til at komme ind på kapitalmarkeder gennem SMV-vækstmarkeder*".

<sup>1</sup> EUT C [...] af [...], s. [...].

<sup>2</sup> EUT C [...] af [...], s. [...].

<sup>3</sup> Europa-Parlamentets holdning af ... (EUT ...) og Rådets afgørelse af ...

<sup>4</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).

- (3) Det er imidlertid blevet bemærket, at udstedere, hvis værdipapirer optages til handel på et SMV-vækstmarked, får relativt få reguleringsmæssige lempelser i forhold til udstedere, hvis værdipapirer optages til handel på MHF'er eller regulerede markeder. De fleste af de forpligtelser, der er fastsat i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014<sup>5</sup>, finder anvendelse på samme måde for alle udstedere uanset deres størrelse og den markedsplads, hvor deres finansielle instrumenter er optaget til handel. Denne lave grad af differentiering mellem udstedere på SMV-vækstmarkeder og MHF'er virker hæmmende på MHF'er, så de afholder sig fra at søge registrering som SMV-vækstmarked, hvilket illustreres af den ringe udnyttelse af status som SMV-vækstmarked til dato. Det er derfor nødvendigt at indføre yderligere lempelser for i tilstrækkelig grad at fremme udnyttelsen af SMV-vækstmarkederne.
- (4) SMV-vækstmarkeder bør gøres mere attraktive ved yderligere at mindske overholdelsesomkostninger og administrative byrder for udstedere på SMV-vækstmarkeder. For at opretholde de højeste standarder for overholdelse af reglerne på regulerede markeder bør de lempelser, der er fastsat i denne forordning, begrænses til virksomheder, som er børsnoteret på SMV-vækstmarkeder, uanset at ikke alle SMV'er er noteret på SMV-vækstmarkeder, og ikke alle virksomheder, som er noteret på SMV-vækstmarkeder, er SMV'er. I henhold til direktiv 2014/65/EU kan værdipapirer fra op til 50 % af andre virksomheder end SMV'er optages til handel på SMV-vækstmarkeder for at opretholde rentabiliteten af SMV-vækstmarkedernes forretningsmodel, bl.a. gennem likviditeten i andre værdipapirer end SMV'ernes. I betragtning af de risici, der er forbundet med at anvende forskellige regelsæt for udstedere, som er noteret på den samme type markedsplads, dvs. SMV-vækstmarkeder, bør ændringerne i denne forordning ikke begrænses til SMV-udstedere alene. For at opnå sammenhæng for udstedere og klarhed for investorer bør lempelsen af overholdelsesomkostningerne og de administrative byrder gælde for alle udstedere på SMV-vækstmarkeder uanset deres markedsværdi. Når det samme sæt regler gælder for udstedere, sikrer det også, at virksomheder ikke forfordeles, fordi de er i vækst og ikke længere er SMV'er.
- (5) I henhold til artikel 11 i forordning (EU) nr. 596/2014 indebærer en markedssondering kommunikation af oplysninger forud for offentliggørelsen af en transaktion med henblik på at vurdere potentielle investorers interesse i en mulig transaktion og de vilkår, der knytter sig hertil, såsom den potentielle størrelse eller prisfastsættelse for en eller flere potentielle investorer. Under forhandlingerne om en privat placering af obligationer indleder udstedere på SMV-vækstmarkedet drøftelser med et begrænset antal potentielle kvalificerede investorer (som defineret i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129<sup>6</sup>), hvor de forhandler alle de kontraktlige vilkår og betingelser for transaktionen med de pågældende kvalificerede investorer. Meddelelsen af oplysninger under disse forhandlinger om en privat placering af obligationer tager sigte på at strukturere og gennemføre hele transaktionen og ikke på at vurdere potentielle investorers interesse i en forud fastsat transaktion. Hvis der stilles krav om markedssondering i forbindelse med private placeringer af obligationer, kan det således være belastende og fungere som en hindring for at

---

<sup>5</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>6</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).

indlede drøftelser om sådanne transaktioner for både udstedere og investorer. For at gøre private placeringer af obligationer på SMV-vækstmarkeder mere attraktive bør disse transaktioner udelukkes fra anvendelsesområdet for markedssonderingsordningen, forudsat at der foreligger en passende fortrolighedsaftale.

- (6) Der kan opnås en vis likviditet i en udsteders aktier gennem finansieringsmekanismer, såsom prisstillerordninger eller likviditetsaftaler. En prisstillerordning indebærer en aftale mellem en markedsoperatør og en tredjepart, som forpligter sig til at opretholde likviditeten i visse aktier og til gengæld får rabat på handelsgebyrer. En likviditetsaftale er en aftale mellem en udsteder og en tredjepart, som forpligter sig til at tilvejebringe likviditet i udsteders aktier og på dennes vegne. For at sikre, at markedets integritet bevares fuldt ud, bør likviditetsaftaler være tilgængelige for alle udstedere på SMV-vækstmarkeder i hele Unionen med forbehold af en række betingelser. Ikke alle kompetente myndigheder har i medfør af artikel 13 forordning (EU) nr. 596/2014 fastlagt en accepteret markedspraksis for likviditetsaftaler i medfør af artikel 13 i forordning (EU) nr. 596/2014, hvilket betyder, at ikke alle udstedere på SMV-vækstmarkeder i Unionen i øjeblikket har adgang til likviditetsordninger. Denne mangel på likviditetsordninger kan være en hindring for en effektiv udvikling af SMV-vækstmarkeder. Det er derfor nødvendigt at skabe en EU-ramme, der vil give udstedere på SMV-vækstmarkeder mulighed for at indgå en likviditetsaftale med en likviditetsstiller i en anden medlemsstat, selv om der ikke er fastlagt en accepteret markedspraksis på nationalt plan. EU's regelsæt om likviditetsaftaler for SMV-vækstmarkeder bør dog ikke erstatte, men snarere supplere, eksisterende eller fremtidig accepteret markedspraksis. De kompetente myndigheder bør bevare muligheden for at fastlægge en accepteret markedspraksis for likviditetsaftaler for at tilpasse betingelserne heri til særlige lokale forhold eller udvide sådanne aftaler til andre illikvide værdipapirer end SMV-vækstmarksaktier.
- (7) Med henblik på at sikre en ensartet anvendelse af EU-rammen for likviditetsaftaler som omhandlet i betragtning 6 bør forordning (EU) nr. 596/2014 ændres for at give Kommissionen beføjelse til at vedtage gennemførelsesmæssige tekniske standarder udarbejdet af Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed, idet der fastsættes en model til anvendelse med henblik på sådanne aftaler. Kommissionen bør vedtage disse gennemførelsesmæssige tekniske standarder ved hjælp af gennemførelsesretsakter i henhold til traktatens artikel 291 og i overensstemmelse med artikel 15 i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1095/2010<sup>7</sup>.
- (8) I overensstemmelse med artikel 17, stk. 4, i forordning (EU) nr. 596/2014 kan udstedere beslutte at udsætte offentliggørelsen af intern viden, hvis udstederens legitime interesser antages at ville blive skadet. Udstederne er dog forpligtede til at underrette den kompetente myndighed herom og fremlægge en redegørelse for begrundelserne for afgørelsen. Forpligtelsen for udstedere på SMV-vækstmarkeder til at give en skriftlig redegørelse for årsagerne til, at de har besluttet at udsætte offentliggørelsen, kan være belastende. Det er opfattelsen, at et lempeligere krav til udstedere på SMV-vækstmarkeder, der består af en forpligtelse til kun at redegøre for årsagerne til udsættelsen efter anmodning fra den kompetente myndighed, ikke vil have nogen væsentlig indflydelse på den kompetente myndigheds mulighed for at

<sup>7</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1095/2010 af 24. november 2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed), om ændring af afgørelse nr. 716/2009/EF og om ophævelse af Kommissionens afgørelse 2009/77/EF (EUT L 331 af 15.12.2010, s. 84).

overvåge offentliggørelsen af intern viden, samtidig med at der opnås en betydelig nedbringelse af den administrative byrde for udstedere på SMV-vækstmarkeder, forudsat at de kompetente myndigheder stadig vil blive underrettet om udsættelsesbeslutningen og vil kunne indlede en undersøgelse, såfremt de er i tvivl om den pågældende beslutning.

- (9) De nuværende mindre strenge krav til udstedere på SMV-vækstmarkeder om i overensstemmelse med artikel 18, stk. 6, i forordning (EU) nr. 596/2014 kun at udarbejde en insiderliste på anmodning af den kompetente myndighed er af begrænset praktisk betydning, eftersom disse udstedere stadig er underlagt løbende overvågning af de personer, der kan betragtes som insidere i forbindelse med igangværende projekter. Den eksisterende lempelse bør derfor erstattes af en mulighed for, at udstedere på SMV-vækstmarkeder kun skal føre en liste over permanente insidere, som bør omfatte personer, der har regelmæssig adgang til intern viden i kraft af deres hverv eller stilling hos udstederen.
- (10) I henhold til artikel 19, stk. 3, i forordning (EU) nr. 596/2014 skal udstedere offentliggøre transaktioner udført af personer med ledelsesansvar og personer, som er tæt knyttet til dem, inden for tre dage efter transaktionen. Den samme frist gælder for personer med ledelsesansvar, og personer, der er tæt knyttet til dem, for så vidt angår deres pligt til at indberette deres transaktioner til udstederen. Når personer med ledelsesansvar og personer, som er tæt knyttet til dem, underretter udstedere på SMV-vækstmarkeder om deres transaktioner sent, er det en teknisk udfordring for de pågældende SMV-vækstmarkedsudstedere at overholde tredagesfristen, hvilket kan give anledning til spørgsmål om ansvar. Udstedere på SMV-vækstmarkeder bør derfor have mulighed for at oplyse om transaktioner inden for to dage efter, at personer med ledelsesansvar og personer, som er tæt knyttet til dem, har givet underretning om de pågældende transaktioner.
- (11) SMV-vækstmarkeder bør ikke opfattes som et sidste skridt i opskaleringen af udstedere og bør gøre det muligt for succesrige virksomheder at vokse og en dag flytte til regulerede markeder for at få gavn af større likviditet og en større investorpulje. For at lette overgangen fra et SMV-vækstmarked til et reguleret marked bør virksomheder i vækst have mulighed for at benytte den forenkede oplysningsordning med henblik på at blive optaget på et reguleret marked som fastsat i artikel 14 i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129, forudsat at de pågældende virksomheder allerede har været optaget til handel på et SMV-vækstmarked i mindst tre år. Denne periode bør gøre det muligt for udstederne at opnå tilstrækkelige resultater til at give markedet oplysninger om deres finansielle præstation og rapporteringskrav i henhold til bestemmelserne i direktiv 2014/65/EU.
- (12) I henhold til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1606/2002<sup>8</sup> er udstedere på SMV-vækstmarkeder ikke forpligtede til at offentliggøre deres regnskaber efter International Financial Reporting Standards. Men for at undgå at fravige regulerede markedsstandarder bør SMV-vækstmarkedsudstedere, der ønsker at benytte den forenkede oplysningsordning med henblik på en overførsel til et reguleret marked, udarbejde deres seneste årsregnskaber, herunder sammenligningstal for det foregående år, i overensstemmelse med denne forordning.
- (13) Forordning (EU) nr. 596/2014 og (EU) 2017/1129 bør derfor ændres i overensstemmelse hermed.

---

<sup>8</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1606/2002 af 19. juli 2002 om anvendelse af internationale regnskabsstandarder (EFT L 243 af 11.9.2002, s. 1).

- (14) Ændringerne i denne forordning bør finde anvendelse seks måneder efter ikrafttrædelsen af denne forordning for at give etablerede SMV-vækstmarkedsoperatører tilstrækkelig tid til at tilpasse deres regelsæt —

VEDTAGET DENNE FORORDNING:

### *Artikel 1*

#### *Ændringer af forordning (EU) nr. 596/2014*

I forordning (EU) nr. 596/2014 foretages følgende ændringer:

- 1) I artikel 11 indsættes følgende som stk. 1a:

"1a Hvis et udbud af værdipapirer udelukkende er rettet til kvalificerede investorer som defineret i artikel 2, litra e), i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129\*, udgør meddelelse af oplysninger til de pågældende kvalificerede investorer med henblik på at forhandle de kontraktlige vilkår og betingelser for deres deltagelse i en udstedelse af obligationer fra en udsteder, der har finansielle instrumenter, som er optaget til handel på et SMV-vækstmarked, ikke en markedssondering og betragtes ikke som ulovlig videregivelse af intern viden. Udstederen sørger for, at de kvalificerede investorer, der modtager oplysningerne, er bekendt med og skriftligt bekræfter de juridiske og lovgivningsmæssige pligter, der følger heraf, og er bekendt med de sanktioner, der er knyttet til insiderhandel og uretmæssig videregivelse af intern viden.

---

\* 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)."

- 2) I artikel 13 indsættes følgende som stk. 12 og stk. 13:

"12. En udsteder, hvis finansielle instrumenter er optaget til handel på et SMV-vækstmarked, er bemyndiget til at indgå en likviditetsaftale for sine aktier, hvis alle følgende betingelser er opfyldt:

- a) vilkårene og betingelserne i likviditetsaftalen er i overensstemmelse med de kriterier, der er fastsat i denne forordnings artikel 13, stk. 2, og i Kommissionens delegerede forordning (EU) 2016/908\*\*
- b) likviditetsaftalen er oprettet i overensstemmelse med den model, der er omhandlet i stk. 13
- c) likviditetsstilleren er behørigt autoriseret af den kompetente myndighed i henhold til direktiv 2014/65/EU og er registreret som markedsdeltager af markedsoperatøren eller det investeringsselskab, der driver SMV-vækstmarkedet
- d) markedsoperatøren eller det investeringsselskab, der driver SMV-vækstmarkedet, bekræfter skriftligt over for udstederen, at den pågældende operatør/det pågældende selskab har modtaget en kopi af likviditetsaftalen og godkender denne aftales vilkår og betingelser.

Udstederen, der er omhandlet i dette stykkes første afsnit, skal til enhver tid kunne godtgøre, at betingelserne for indgåelse af aftalen, til stadighed opfyldes. Udstederen og det investeringsselskab, der driver SMV-vækstmarkedet, indgiver en kopi af likviditetsaftalen til de relevante kompetente myndigheder på disses anmodning.

13. For at sikre ensartede betingelser for anvendelsen af stk. 12 udarbejder ESMA udkast til gennemførelsesmæssige tekniske standarder, som beskriver en model, der skal anvendes med henblik på at indgå en likviditetsaftale, for at sikre overholdelsen af de betingelser, der er fastsat i artikel 13. ESMA forelægger dette udkast til gennemførelsesmæssige tekniske standarder for Kommissionen senest den [...]. Kommissionen tillægges beføjelser til at vedtage de gennemførelsesmæssige tekniske standarder, der er omhandlet i første afsnit, i overensstemmelse med artikel 15 forordning (EU) nr. 1095/2010.

---

\*\* Kommissionens delegerede forordning (EU) 2016/908 af 26. februar 2016 om udbygning af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 om fastsættelse af reguleringsmæssige tekniske standarder for de kriterier, den procedure og de krav, der finder anvendelse ved fastlæggelse af en accepteret markedspraksis samt betingelserne for bibeholdelse heraf, afvikling heraf eller ændring af betingelserne for accepten heraf (EUT L 153 af 10.6.2016, s. 3). "

3) I artikel 17, stk. 4, tilføjes følgende afsnit:

"En udsteder, hvis finansielle instrumenter er optaget til handel på et vækstmarked for SMV'er, og som har besluttet at udsætte offentliggørelsen af intern viden, meddeler denne beslutning til den kompetente myndighed. Redegørelserne for beslutningen om udsættelse skal kun forelægges på anmodning af den kompetente myndighed i overensstemmelse med stk. 3. Den pågældende myndighed må ikke kræve en optegnelse med denne redegørelse fra udstederens side."

4) I artikel 18, affattes stk. 6 således:

"6. Udstedere, hvis finansielle instrumenter optages til handel på et vækstmarked for SMV'er, kan i deres lister over insidere bemyndiges til kun medtage personer, der på grund af deres hverv eller stilling hos udstederen har regelmæssig adgang til intern viden. Enhver person, der handler på vegne af en udsteder, der er optaget til handel på et SMV-vækstmarked, eller for dennes regning, er fortsat underlagt kravene i stk. 1-5.

Denne liste stilles til rådighed for den kompetente myndighed på dennes anmodning."

5) I artikel 19, stk. 3, første afsnit, tilføjes følgende punktum:

"Udstedere, hvis finansielle instrumenter er optaget til handel på et vækstmarked for SMV'er, har to arbejdsdage efter modtagelse af en underretning som omhandlet i stk. 1, til at offentliggøre oplysningerne i underretningen."

## *Artikel 2*

### *Ændringer af forordning (EU) 2017/1129*

I artikel 14 forordning (EU) 2017/1129 foretages følgende ændringer:

1) I stk. 1, første afsnit, tilføjes følgende litra d):

"d) udstedere, hvis værdipapirer har været optaget til handel på et SMV-vækstmarked i mindst tre år, og som søger om optagelse af eksisterende eller nye værdipapirer til handel på et reguleret marked."

2) I stk. 2, andet afsnit, tilføjes følgende punktum:

"For så vidt angår udstedere, der er nævnt i stk. 1, første afsnit, litra d), udarbejdes det seneste årsregnskab, der indeholder sammenligningstal for det foregående år fra det forenkede prospekt, i overensstemmelse med de internationale regnskabsstandarder som godkendt i Unionen i henhold til forordning (EF) nr. 1606/2002\*\*\*.

---

\*\*\* Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1606/2002 af 19. juli 2002 om anvendelse af internationale regnskabsstandarder (EFT L 243 af 11.9.2002, s. 1). "

### *Artikel 3*

#### *Ikrafttræden og anvendelse*

Denne forordning træder i kraft på tyvendedagen efter offentliggørelsen i Den Europæiske Unions Tidende.

Den anvendes fra seks måneder efter ikrafttrædelsen.

Denne forordning er bindende i alle enkeltheder og gælder umiddelbart i hver medlemsstat.

Udfærdiget i Bruxelles, den [...].

*På Europa-Parlamentets vegne*  
*Formand*

*På Rådets vegne*  
*Formand*