

30. april 2024

***The EU Commission's "EU Listing Act" proposal regarding the improvement of SME's access to capital markets etc.***

Summary in English:

*The EU Commission on 7 December 2022 put forward a proposal for a package of new regulation dubbed the "EU Listing Act" with the purpose of improving the European capital markets, especially for SMEs. The EU Listing Act seeks to provide SME's with better access to capital markets through listings and public offerings and to reduce the regulatory burden for listed issuers by making it cheaper and easier to be listed on a regulated market or a multilateral trading facility. The EU Listing Act includes important changes to MiFID II, MAR and the Prospectus Regulation, including an expansion of the exemptions to the requirement to issue a prospectus. It also includes a general exemption of the requirement to notify inside information due to intermediary steps unless a specific exemption applies.*

**EU Kommissionens forslag til "EU Listing Act" om forbedring af SMV'ers adgang til kapitalmarkeder m.v.**

Kommissionen fremsatte den 7. december 2022 et forslag<sup>1</sup> bestående af en række forslag til retsakter under overskriften "EU Listing Act". Formålet med retsakterne er navnlig at forbedre små og mellemstore virksomheders (SMV'er) adgang til kapitalmarkedet gennem børsnotering og udbud til offentligheden. EU Listing Act medfører også ændringer, der skal gøre den regulatoriske byrde for børsnoterede udstedere, lettere og billigere.

I dette nyhedsbrev gennemgås de to direktiver og den forordning, som Kommissionen har fremsat med de ændringer, Europa-Parlamentet og Ministerrådet indtil videre har foreslået.

Europa-Parlamentet og Ministerrådet er således blevet enige om en kompromistekst til EU Listing Act. Den skal nu udformes i et endeligt format, så den kan forelægges for medlemsstaternes repræsentanter og Europa-Parlamentet til godkendelse. Hvis aftalen godkendes, skal Rådet og Parlamentet formelt vedtage retsakterne. Det er derfor endnu uklart, hvornår de nye regler træder i kraft.

---

<sup>1</sup> COM/2022/761.

## Første del af pakken – ændring af MiFID II og ophævelse af børsnoteringsdirektivet

Det første forslag består af et direktiv,<sup>2</sup> hvorved MiFID II<sup>3</sup> ændres, og børsnoteringsdirektivet<sup>4</sup> ophæves.

### Ændring af MiFID II med henblik på at øge synligheden af børsnoterede SMV'er og at gøre SMV vækstmarkedsordningen mere attraktiv

Formålet med ændringerne i MiFID II er at øge synligheden af navnlig børsnoterede SMV'er og at gøre SMV-vækstmarkedsordningen<sup>5</sup> mere attraktiv. Dette søges opnået ved at øge udbuddet af investeringsanalyser, der er faldet betydeligt siden reglerne om adskillelse blev introduceret.<sup>6</sup> Adskillelsesreglerne medfører, at investerings-selskaber skal adskille betalinger, som de modtager som mæglerprovision (handels gennemførselsgebyrer) fra betalinger, som de modtager for at levere investeringsanalyser (analysegebyrer). Disse regler har resulteret i, at det ikke er rentabelt for udbyderne af investeringsanalyser (udover de største) at dække SMV'er.

Det foreslås at hæve tærsklen, for hvornår selskaber er omfattet af adskillelsesreglerne, til en tærskel på en markedsværdi på EUR 10 milliarder fra den nuværende grænse på EUR 1 milliard.<sup>7</sup>

Forslaget skaber derudover en ramme for udviklingen af "udstedersponsorret analyse". Udstedersponsorret analyse er en tredjeparts investeringsanalyse af en udsteders virksomhed betalt af udstederen selv. Det er på grund af den forbundne interessekonflikt fundet nødvendigt at regulere produktionen af sådanne analyser.

---

<sup>2</sup> Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv om ændring af direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 med henblik på at gøre offentlige kapitalmarkeder i Unionen mere attraktive for selskabet og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder og om ophævelse af direktiv 2001/34/EF.

<sup>3</sup> Direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter.

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> Nasdaq First North Growth Market er et SMV-vækstmarked for nordiske virksomheder.

<sup>6</sup> Reglerne om adskillelse blev introduceret i MiFID II og Kommissionens delegerede direktiv (EU) 2017/593 af 7. april 2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU for så vidt angår beskyttelse af kunders finansielle instrumenter og midler, produktstyringsforpligtelser og de regler, der finder anvendelse på levering eller modtagelse af gebyrer, provisioner eller andre penge- eller naturalieydelse.

<sup>7</sup> Den nuværende grænse blev indført ved direktiv (EU) 2021/338 om ændring af direktiv 2014/65/EU for så vidt angår oplysningskrav, produktstyring og positionslofter, og af direktiv 2013/36/EU og direktiv (EU) 2019/878 for så vidt angår deres anvendelse på investeringsvirksomheder, med henblik på at bidrage til genopretningen efter covid-19-krisen ("genopretningsdirektivet").

Direktivforslaget indfører derfor et krav om, at der af en markedsoperatør eller en kompetent myndighed i EU (formentlig ESMA) udarbejdes eller godkendes et adfærdskodeks, som udarbejdelsen af sådanne analyser skal overholde.

## Ophævelse af børsnoteringsdirektivet – ændring af krav om værdipapirenes "free float"

Børsnoteringsdirektivet ophæves og visse af dets bestemmelser overføres i stedet til MiFID II. Direktivet ophæves, fordi flere af direktivets bestemmelser er overflødige og udtryk for forældet praksis. Desuden giver direktivet medlemsstaterne ret vide skønsmæssige til at fravige reglerne i direktivet, hvilket har ledt til markedsfragmentering og skadet harmonisering i EU.

Børsnoteringsdirektivets regler om aktiers frie omløb (free float) og en minimumsmarkedskapitalisering på EUR 1 mio. indføres i en ny art. 51 a i MiFID II. Efter art. 51 a sænkes kravet om, at mindst 25% skal være ejet af offentligheden (free float) til mindst 10%. Det præciseres videre, at de 10% omfatter ejere uden for EU/EØS. Ændringen vil give større fleksibilitet til udstedere, hvor ejerne ønsker at beholde en stor ejerandel i virksomheden.

## **Andel del af pakken – nyt direktiv om strukturer med flerstemmeaktier for SMV'er**

Det andet forslag består af et nyt direktiv.<sup>8</sup>

## Indførelse af nyt direktiv med henblik på at fjerne de lovgivningsmæssige hindringer, der opstår forud for børsintroduktion af SMV'er

Direktivet fastsætter et krav om minimumsharmonisering af medlemsstaternes nationale ordninger med aktieklasser med forskellige stemmerettigheder (flerstemmeaktier). Medlemsstaterne skal som minimum tillade, at SMV'er kan indføre aktieklasser med forskellige stemmerettigheder, når virksomheden ansøger om at få sine værdipapirer optaget til handel på en multilateral handelsfacilitet. Direktivet er blevet udhulet en del siden Kommissionens forslag og vil på nuværende tidspunkt ikke medføre nogen ændringer af dansk selskabsret. Dette skyldes, at selskabsloven allerede giver kapitalselskaber mulighed for at introducere flerstemmeaktie-strukturer med tilhørende bestemmelser om beskyttelse af de aktionærer, hvis stemmer ikke er tillagt særlige stemmerettigheder.

---

<sup>8</sup> Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv om strukturer med aktier med flere stemmer i selskaber, der anmoder om, at deres aktier optages til handel på et SMV-vækstmarked

### Tredje del af pakken – ændring af Prospektforordningen, Markedsmisbrugsforordningen og MiFIR

Det tredje forslag består af en forordning<sup>9</sup>, hvorved Prospektforordningen ("PFO")<sup>10</sup> og Markedsmisbrugsforordningen ("MAR")<sup>11</sup> ændres.

#### Ændring af PFO og MAR med henblik på at strømline og præcisere de oplysningskrav, der gælder for primære og sekundære markeder

Formålet med ændringerne er at gøre det billigere og nemmere for udstedere at udarbejde prospekter. Dette søges opnået ved at udvide undtagelserne til prospektpligten og standardisere opstillingen og indholdet af prospekter.

Ændringerne til MAR søger at lempe visse af de oplysningspligter, som påhviler børsnoterede udstedere.

#### Forhøjelse af tærsklen for prospektpligt ved udbud af værdipapirer til offentligheden

PFO giver medlemsstaterne mulighed for at fastsætte en tærskel for, hvornår udbud af værdipapirer til offentligheden er fritaget fra prospektpligten. Medlemsstaterne kan i dag vælge en tærskel fra 1.000.000 EUR op til 8.000.000 EUR. Denne valgfrihed fjernes og det er foreslået at indføre en ny harmoniseret tærskel på 12.000.000 EUR. Dette vil være den generelle tærskel i EU. Rådet har dog foreslået at indføre en mulighed for, at medlemsstaterne i stedet for tærsklen på 12.000.000 kan fastsætte en national tærskel på 5.000.000 EUR.

#### Ændringer af standardprospektet

Det foreslås, at et almindeligt aktieprospekt ikke må fylde mere end 300 A4-sider. Omfangsbegrænsningen omfatter ikke,

- (i) Prospektets resume,
- (ii) Oplysninger, der er indarbejdet ved henvisning, og
- (iii) Oplysninger om udstederens særligt komplicerede finansielle baggrund.

---

<sup>9</sup> 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 selskabet og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder".

<sup>10</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>11</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) Nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug.

# C O P E N H A G E N L A W

Undtagelserne til omfangsbegrænsningen gælder også for de øvrige prospekter, herunder et EU-opfølgingsprospekt og et Vækstorienteret EU-udstedelsesdokument.

Sekundære udstedelser efter PFO art. 1(4) og (5) – udvidelse af undtagelse fra prospektpligt ved forøgelse af 20% grænse for tap-issues til 30% og undtagelse fra prospektpligt, hvor værdipapirer har været optaget til handel i mere end 18 måneder

*Forøgelse af 20% grænse til 30% for tap-issues*

Ved en ændring af PFO art. 1(5) foreslås at udvide muligheden for at optage nye værdipapirer til handel på et reguleret marked uden at skulle offentliggøre et prospekt. Der gælder i dag en undtagelse fra prospektpligten, når de nye værdipapirer, der skal optages til handel, over en periode på 12 måneder, udgør mindre end 20% af det samlede antal af fungible værdipapirer, der allerede er optaget til handel på samme marked. Denne tærskel øges til 30%, jf. art. 1(5), litra a).

Samme undtagelse finder anvendelse i forbindelse med udbud til offentligheden med henblik på optagelse til handel og foreslås her udvidet tilsvarende, jf. art. 1(4), litra (da). Det forslås altså, at der uden prospekt kan ske udbud til offentligheden af nye værdipapirer, hvis de udgør max. 30% af det samlede antal af fungible værdipapirer, der allerede er optaget til handel på et reguleret marked eller et SMV-vækstmarked. Undtagelsen kan dog alene anvendes i forbindelse med udbud til offentligheden, såfremt,

- (i) der udarbejdes et udstedelsesdokument efter bilag IX til PFO, jf. nærmere nedenfor, og
- (ii) udstederen ikke er under konkurs eller rekonstruktion.

*Ophævelse af prospektpligt, hvor værdipapir har været optaget til handel i 18 måneder*

Ændringsforordningen medfører også en ny væsentlig undtagelse fra prospektpligten, der ikke afhænger af, hvor mange værdipapirer der udstedes. Undtagelsen kan anvendes, hvis der udstedes værdipapirer, som er fungible med værdipapirer, der i mindst 18 måneder forud for den sekundære udstedelse har været optaget til handel på et reguleret marked eller et SMV-vækstmarked.

Undtagelsen finder anvendelse i forhold til reglen om prospektpligt ved udbud til offentligheden, jf. art. 1(4), litra (db).

Undtagelsen finder i forhold til reglerne om prospektpligt ved optagelse til handel alene anvendelse ved optagelse til handel på et reguleret marked, jf. art. 1(5), litra (ba).

Undtagelsen kræver opfyldelse af tre kumulative betingelser:

# C O P E N H A G E N L A W

- (i) at værdipapirerne ikke er udstedt i forbindelse med en takeover ved et byttetilbud, en fusion eller en spaltning,
- (ii) at udstederen ikke er under konkurs eller rekonstruktion,
- (iii) og at udstederen offentliggør og indsender et udstedelsesdokumentet efter bilag IX til Finanstilsynet.

Hvis disse undtagelser træder i kraft, kan det medføre, at mængden af prospekter vil falde betydeligt, idet de fleste børsnoterede selskaber, har haft deres værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked i mere end 18 måneder, og da det er langt mindre omfattende at udarbejde udstedelsesdokumentet efter bilag IX end et prospekt. Det er dog også muligt, at nogle udstedere vil foretrække at udarbejde et EU-opfølgingsprospekt med henblik på at imødegå ansvar og lettere at kunne sælge værdipapirerne.

## Bilag IX til prospektforordningen

Der skal udarbejdes et dokument baseret på bilag IX i PFO, hvis undtagelserne i art. 1(4), litra (da), art. 1(4), litra (db), art. 1(5), litra (ab), anvendes. Dokumentet skal offentliggøres efter reglerne i PFO art. 21(2) og sendes til Finanstilsynet. Det er dog ikke underlagt Finanstilsynets godkendelse.

De informationer, der skal fremgå af bilag IX, minder om informationer, der skal være inkluderet i et standardprospekt. Dokumentet i bilag IX må imidlertid max. fylde 11 A4-sider, hvilket kan vise sig at være en udfordring.

Dokumentet skal indeholde information om følgende forhold:

- Risikofaktorer, der er specifikke for udsteder
- Angivelse af hvor de oplysninger, som udstederen har offentliggjort i henhold til løbende oplysningsforpligtelser, er tilgængelige, og hvor det senest offentliggjorte prospekt kan fås.
- Værdipapirernes karakteristika
- For aktier skal der forklares om udvanding og aktiebesiddelser efter udstedelsen
- Hvis der er tale om udbud til offentligheden, skal vilkårene og betingelserne for tilbuddet fremgå
- Hvis værdipapirerne er fungible med værdipapirer optaget til handel på et andet marked, skal det fremgå, hvor de oprindelige værdipapirer er optaget til handel.
- Årsagen til udstedelsen og anvendelsen af proventet
- Vilkaere og betingelserne for det offentlige udbud
- Udstederens bekræftelse på, at man overholder periodiske og løbende oplysningsforpligtelser, der følger af MAR

## EU-opfølgingsprospektet

Det forsimplede prospekt ved sekundære udstedelser, der ikke er omfattet af ovennævnte undtagelser i art. 1, erstattes med det nye "EU-opfølgingsprospekt". Erfaringerne med det forsimplede prospekt viser, at det er uklart for udstederne, hvilke oplysninger der skal medtages i det forsimplede prospekt, og at der stilles for høje krav til de oplysninger, der skal medtages i prospektet.

EU-opfølgingsprospektet søger at løse disse udfordringer ved at være kortere og have mere tydelige indholds-krav.

Følgende gælder for EU-opfølgingsprospektet:

- Skal følge et standardformat og en standardrækkefølge
- Aktieprospekter må max fylde 50 A4-sider<sup>12</sup>
- Skal som minimum indeholde de informationer, der fremgår af bilag IV og V til PFO, afhængig af hvilke værdipapirer, der udbydes
- Skal indeholde et resume på max 7 A4-sider til detailinvestorer med nøgleinformation om, hvilke værdipapirer der udbydes.<sup>13</sup> Resuméet må ikke indeholde krydsreferencer til resten af prospektet.

Opfølgingsprospektet kan desuden anvendes af udstedere, hvis værdipapirer har været optaget til handel på et SMV-vækstmarked i mindst 18 måneder, men som ønsker at overgå fra at være optaget til handel på et SMV-vækstmarked til at være optaget til handel på et reguleret marked.

Det bemærkes, at de nye art. 1(4), litra (db), og art. 1(5), litra (ba) om undtagelse fra prospektpligt, hvor værdipapiret har været optaget til handel i mere end 18 måneder, kan resultere i en begrænset brug af EU-opfølgingsprospektet.

## Vækstorieret EU-udstedelsesdokument

EU-vækstprospektet ophæves og erstattes med et nyt "Vækstorieret EU-udstedelsesdokument". Dette dokument kan anvendes af SMV'er, der ansøger om eller allerede har deres værdipapirer optaget til handel på et SMV-vækstmarked. Det Vækstorierede EU-udstedelsesdokument kan også anvendes ved udbud fra små noterede virksomheder på op til 50.000.000 EUR over en periode på 12 måneder. Dokumentet kan ikke anvendes, hvis udstederen har værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked.

---

<sup>12</sup> Omfangsbegrænsningen omfatter ikke (i) prospektets resume, (ii) oplysninger, der er indarbejdet ved henvisning, og (iii) oplysninger om udstederens særligt komplicerede finansielle baggrund.

<sup>13</sup> Resumeet til detailinvestorer er ikke et krav, hvis udbuddet vedrører optagelse til handel af ikke-aktielignende værdipapirer.

# C O P E N H A G E N L A W

Følgende gælder for det Vækstorienterede EU-udstedelsesdokumentet:

- Skal følge et standardformat og en standardrækkefølge
- Må max. fylde 75 sider, hvis der udstedes aktier og aktielignende værdipapirer<sup>14</sup>
- Skal som minimum indeholde de informationer, der fremgår af bilag VII og VIII til PFO, afhængig af hvilke værdipapirer, der udbydes<sup>15</sup>
- Resuméet må max. være 7 sider<sup>16</sup>

## Børsintroduktioner - afkortning af minimumsperiode for udbud

Efter PFO art. 21 skal der forud for en børsintroduktion være offentliggjort et prospekt, der skal have været tilgængelig i mindst 6 hverdage før afslutningen på udbuddet. Denne minimumsperiode nedsættes fra 6 hverdage til 3 hverdage. Formålet bag ændringen er at fostre hurtige "book-building" processer, især på markeder i hurtig bevægelse.

## **Ændringer af MAR**

### Intern viden og udsættelse af offentliggørelsen af intern viden – særlig regel om "midlertidige skridt i en langstrakt proces"

MAR pålægger i dag udstedere en generel forpligtelse til at offentliggøre al intern viden hurtigst muligt, jf. MAR art. 17(1). Det gælder også, hvor den interne viden angår et midlertidigt skridt i en langstrakt proces. Forslaget søger at indsnævre anvendelsesområdet for bestemmelsen ved at fjerne forpligtelsen for udstedere til at offentliggøre midlertidige skridt i en langstrakt proces, hvor disse trin har til formål at tilvejebringe en særlig begivenhed eller omstændighed som omhandlet i MAR art. 7(2) og (3).

En udsteder, der fx er midt i en M&A proces, kan efter de nuværende regler være forpligtet til at offentliggøre viden om transaktionen, uanset at transaktionen ikke er endelig, hvis de midlertidige skridt i transaktionen udgør intern viden. Udstedere har dog en generel mulighed for på eget ansvar at udsætte offentliggørelsen af intern viden, såfremt visse betingelser er opfyldt, jf. MAR art. 17(4), litra a-c. Med ændringen vil det ikke være nødvendigt at foretage vurderingen efter MAR art. 17(4), da de midlertidige skridt i en langstrakt proces, uanset om de udgør intern viden, ikke skal offentliggøres, jf. den nye MAR art. 17(1).

---

<sup>14</sup> Se fodnote 10.

<sup>15</sup> Bilag VII for aktier og lignende værdipapirer og Bilag VIII for værdipapirer, der ikke er aktier eller andre omsættelige værdipapirer svarende til aktier.

<sup>16</sup> Resumeet svarer til det, der skal udarbejdes ved et EU-opfølgingsprospekt.



# C O P E N H A G E N L A W

Det vil således alene være oplysninger om den endelige begivenhed eller omstændighed, som har til formål at afslutte en langstrakt proces, der skal offentliggøres.

Det bemærkes, at forslaget ikke ændrer definitionen af intern viden. Midlertidige skridt i en langstrakt proces kan derfor stadig være intern viden og derfor omfattet af forbuddet mod videregivelse og insiderhandel. I tilfælde af lækage skal oplysningerne fortsat offentliggøres straks.

MAR art. 17(4) om udsættelse af offentliggørelsen af intern viden præciseres. Den generelle betingelse i bestemmelsen om, at udsættelsen ikke må vildlede offentligheden, erstattes med en liste over specifikke betingelser, som den interne viden, som udstederen ønsker at udsætte, skal opfylde. Tidspunktet for underretningen af Finanstilsynet om udsættelsen ændres til umiddelbart efter, at udstederen har truffet beslutningen om udsættelsen. Forslaget pålægger imidlertid ikke Finanstilsynet en forpligtelse til at tillade udsættelsen.

## Insiderlister – bortfald af krav om projektspecifikke insiderlister

En permanent insiderliste erstatter de projekt-specifikke insider lister hos udstederen, og udstederen skal derfor alene lave en insiderliste over "permanente insidere". Permanente insidere er personer, der i kraft af deres funktion eller stilling i udstederen har regelmæssig adgang til intern viden.

Finanstilsynet vil dog have mulighed for at kræve, at udstederen udarbejder og opbevarer projekt-specifikke insiderlister, hvis udstederens værdipapirer har været optaget til handel i mindst 5 år.

Eksterne rådgivere skal fortsat udarbejde deres egne insiderlister over de personer, der har adgang til intern viden, som direkte vedrører den pågældende udsteder.

## Flagningsregler

Når personer med ledelsesansvar i en udsteder og andre, der er nært tilknyttet disse, for egen regning handler med denne udsteders værdipapirer, skal transaktionen indberettes til udsteder og Finanstilsynet. Transaktionen skal indberettes, hvis den har en værdi på over 5.000 EUR. Denne tærskel hæves generelt til 20.000 EUR, men medlemsstaterne kan hæve grænsen nationalt op til 50.000 EUR, eller sænke den til 10.000 EUR.

--oOo--

Eventuelle spørgsmål i relation til ovenstående kan rettes til advokat Christoffer Galbo (E: [cg@copenhagenlaw.eu](mailto:cg@copenhagenlaw.eu), T: +45 26 22 09 77) eller stud.jur. Ramon Wang Rasmussen (E: [rwr@copenhagenlaw.eu](mailto:rwr@copenhagenlaw.eu) T: +45 42 50 27 01).

# C O P E N H A G E N L A W

--oOo--

Nærværende skrivelse er en generel orientering og bør ikke anvendes som grundlag for konkrete dispositioner.