

U 106/2022 rd

Statsrådets skrivelse till riksdagen om kommissionens förslag för att göra kapitalmarknaden i EU attraktivare för företag och underlätta noteringen för små och medelstora företag (*Listing Act*)

I enlighet med 96 § 2 mom. i grundlagen översänds till riksdagen Europeiska kommissionens förslag av den 7 december 2022 till Europaparlamentets och rådets förordning om ändring av förordningarna (EU) 2017/1129, (EU) 596/2014 och (EU) 600/2014, till direktiv om ändring av direktiv 2014/65/EU och om upphävande av direktiv 2001/34/EG samt till ett direktiv om att tillåta strukturer med aktier med olika röstvärde för företag som ansöker om notering av sina aktier på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag samt en promemoria om förslagen.

Helsingfors den 26 januari 2023

Finansminister Annika Saarikko

Lagstiftningsråd Anu Ranta

20.1.2023

FÖRSLAG OM ATT GÖRA KAPITALMARKNADEN I EU ATTRAKTIVARE FÖR FÖRETAG OCH UNDERLÄTTA NOTERINGEN FÖR SMÅ OCH MEDELSTORA FÖRETAG**1 Bakgrund**

Kommissionen lämnade den 7 december 2022 ett lagstiftningspaket för att göra kapitalmarknaden i EU attraktivare för företag och för att underlätta noteringen för små och medelstora företag. Lagstiftningspaketet omfattar tre författningsförslag:

Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om ändring av förordningarna (EU) 2017/1129, (EU) 2014/596 och (EU) 600/2014 för att göra kapitalmarknaden i EU attraktivare för företag och underlätta tillgången till kapital för små och medelstora företag ([COM\(2022\) 762 final](#))

Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om ändring av direktiv 2014/65/EU för att göra kapitalmarknaden i EU attraktivare för företag och underlätta tillgången till kapital för små och medelstora företag samt om upphävande av direktiv 2001/34/EG ([COM\(2022\) 760 final](#))

Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om att tillåta strukturer med aktier med olika röstvärde för företag som ansöker om notering av sina aktier på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag ([COM\(2022\) 761 final](#))

Förslagen ingår i EU:s nya handlingsplan för kapitalmarknadsunionen som kommissionen publicerade sommaren 2020 ([COM\(2020\) 590 final](#)). Statsrådet har understött målet i handlingsplanen om att underlätta förutsättningarna för små och innovativa företag att notera sig, dock med förutsättningen att man värnar en tillräcklig nivå på tillförlitligheten och transparensen i investerarinformationen och därmed även ett tillräckligt investerarskydd ([E 141/2020 rd](#)).

Genom förslagen vill man ytterligare effektivisera de ändringar i regleringen om notering som gjordes genom förordningen (EU) 2019/2115 om notering av små och medelstora företag¹, eftersom marknadsaktörerna oavsett ändringarna 2019 har påpekat att det behövs ytterligare förenklingar i regleringen i synnerhet för att förenkla noteringsprocessen samt för att dimensionera de skyldigheter som regleringen medför för företagen i förhållande till deras storlek.

2 Förslagets syfte

Förslagets allmänna syfte är att göra kapitalmarknaden i EU attraktivare genom att förenkla och förtydliga de skyldigheter som följer av regleringen så att det för företag av olika storlek

¹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2115&from=EN>.

ska vara så förmånligt som möjligt att skaffa kapital på kapitalmarknaden i EU. Genom förslagen kan man främja uppkomsten av mångsidigare finansieringskanaler för företagen i EU, ökade investeringar, ekonomisk tillväxt, fler arbetstillfällen och innovationer inom EU.

Detta lagstiftningspaket med förslag till tre rättsakter syftar till att minska regelbördan i den mån den upplevs som onödigt belastande och regleringen inte anses vara av någon betydande nytta för investerarskyddet och marknadens förtroende. Genom förslaget ökas även möjligheterna för bolagens grundande aktieägare och aktieägare med beslutanderätt att påverka hur rösträtten fördelas i bolaget när bolaget ansöker om upptagande av aktier till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag.

Genom förslaget vill man påverka regelbördan i synnerhet när bolaget noterar sig och när bolaget redan är noterat – i noteringsfasen genom ändringar i prospektförordningen (EU) 2017/1129 och efter noteringen genom ändringar särskilt i förordningen om marknadsmissbruk (EU) 2014/596, nedan *MAR*.

Förslaget syftar till att främja tillgången till finansiering på kapitalmarknaden för små och medelstora företag genom att tillåta undantag från incitamentförbudet för små och medelstora företag när det gäller investeringsanalys samt genom att skapa ramar för investeringsanalyser som emittenterna själva betalar.

3 Förslagets huvudsakliga innehåll

3.1 Förslag till direktiv om att tillåta strukturer med aktier med olika röstvärde för företag som ansöker om upptagande av sina aktier till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag

Enligt bestämmelsen i artikel 1 om tillämpningsområdet i förslaget till direktiv gäller förslaget tillåtande av strukturer med aktier med olika röstvärde för företag som ansöker om upptagande av sina aktier till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag. För närvarande avser detta i Finland i praktiken marknadsplatsen First North Finland. Förslaget lämpar sig därför inte för sådana situationer där det ansöks om att aktierna ska upptas till handel på en reglerad marknad. Förslaget till direktiv gäller inte andra bolagsrättsliga mekanismer för fördelning av röstvärdet än aktier med olika röstvärde, såsom aktier utan rösträtt eller lojalitetsaktier (med vilket avses aktier som används i vissa medlemsstater och vars röstetalet ökar med den tid aktien är i aktieägarens ägo).

Artikel 2 i förslaget till direktiv upptar de definitioner som används i direktivet.

I artikel 3 i förslaget föreskrivs om medlemsstaternas prövningsrätt att meddela bestämmelser eller hålla i kraft redan meddelade bestämmelser som tillåter strukturer med aktier med olika röstvärde även i andra än de situationer som förslaget till direktiv avser.

I artikel 4 i förslaget till direktiv förpliktas medlemsstaterna att tillåta aktier med olika röstvärde när ett företag ansöker om att dess aktier ska upptas till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag. Enligt förslaget kan medlemsstaterna sätta som villkor för införandet av strukturer med aktier med olika röstvärde att aktierna upptas till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag i en eller flera medlemsstater.

I artikel 5 i förslaget till direktiv föreskrivs det om medlemsstaternas skyldighet att säkerställa att aktieägarna bemöts rättvist och lika samt att se till att det finns tillräckliga mekanismer för

skydd av bolagets och sådana aktieägares intressen som inte har aktier med olika värde. Skyddsmekanismerna ska för det första omfatta en skyldighet att säkerställa att emission av aktier med olika röstvärde godkänns och att eventuella ändringar som inverkar på hur röstvärdet fördelas i bolaget görs på bolagsstämman med kvalificerad majoritet i enlighet med den nationella lagen (artikel 5.1 a). Om bolaget har aktier av olika slag ska kvalificerad majoritet uppnås för varje aktieslag som berörs av beslutet. Dessutom föreskrivs det i artikel 5.1 b om medlemsstaternas skyldighet att begränsa användningen av andra aktierättigheter som aktier med olika röstvärde ger antingen genom att föreskriva om ett rösttak för dessa aktier (artikel 5.1 b led i) eller andra begränsningar för utövandet av den rösträtt som aktier med olika röstvärde ger i beslut på en bolagsstämma som kräver kvalificerad majoritet (artikel 5.1 b led ii). Enligt skäl 11 i förslaget till direktiv kan den senast nämnda begränsningen av utövandet av rösträtten verkställas genom att till exempel kräva att den kvalificerade majoriteten räknas på de röster som avges på bolagsstämman och det aktiekapital som företräds på stämman. Detta torde kunna tolkas så att man i medlemsstater där det tillämpas ett kapitalsystem som baserar sig på aktier utan nominellt värde i stället för det företrädda aktiekapitalet på bolagsstämman kan kräva understöd av de aktier som företräds på stämman för att uppnå kvalificerad majoritet.

I artikel 5.2 i förslaget till direktiv föreskrivs genom exempel om andra skyddsmekanismer än de som nämns i punkt 1, som medlemsstaterna om de vill kan föreskriva om. Sådana är bland annat bestämmelser om att de särskilda rösträtter som aktier med olika röstvärde ger ska upphöra när aktierna överläts, efter en viss på förhand bestämd tid eller under vissa förhållanden.

Artikel 6 i förslaget till direktiv föreskriver om kraven på transparens i strukturer med aktier med olika röstvärde. Uppgifter om skillnaderna i det röstvärde aktier med olika röstvärde ger ska göras offentligt tillgängliga. Förslaget till artikel innehåller en noggrannare förteckning över de uppgifter som offentliggörandet ska täcka.

Artikel 7 i förslaget till direktiv innehåller en klausul om översyn av direktivet, där kommissionen åläggs en skyldighet att vart femte år efter att direktivet trätt i kraft upprätta en rapport om genomförandet av direktivet och dess konsekvenser. Medlemsstaterna ska lämna kommissionen vissa uppgifter fyra år efter att direktivet trätt i kraft. Artikel 8 föreskriver om genomförandet av direktivet i medlemsstaterna och deras skyldighet att underrätta kommissionen om genomförandet. Medlemsstaterna ska införliva direktivet i den nationella lagstiftningen inom två år från att direktivet trätt i kraft.

Artikel 9 i förslaget till direktiv är en ikraftträdandebestämmelse enligt vilken direktivet ska träda i kraft den 20:e dagen efter att det har publicerats i Europeiska unionens offentliga tidning.

3.2 Förslag till förordning om ändring av prospektförordningen, marknadsmissbruksförordningen och förordningen om marknader för finansiella instrument

3.2.1 Ändring av prospektförordningen (artikel 1)

Genom förslaget ändras artikel 1.4 och 1.5 i prospektförordningen så att undantaget enligt artikel 1.5 a i prospektförordningen om skyldigheten att offentliggöra ett prospekt tillämpas både när värdepapper erbjuds till allmänheten och när ansökan görs om att där avsedda värdepapper ska upptas till handel. Genom förslaget utvidgas undantagets tillämpningsområde från nuvarande företag som är noterade på en reglerad marknad även till företag med värdepapper som har varit noterade på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag fortlöpande minst 18 månader innan värdepappren erbjuds till allmänheten eller det ansöks om att värdepappren ska upptas till handel. Tröskelvärdet i bestämmelsen för andelen värdepapper som redan är upptagen till handel höjs från 20 procent till 40 procent.

Dessutom ändras artikel 1.4 och 1.5 i förordningen genom att införa ett nytt undantag från skyldigheten att upprätta prospekt. Enligt undantaget ska företag som emitterar värdepapper av samma slag som redan är upptagna till handel på en reglerad marknad eller på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag, inbegripet företag som övergår från en tillväxtmarknad för små och medelstora företag till en reglerad marknad, undantas från skyldigheten att upprätta och offentliggöra ett prospekt. I stället ska dessa företag upprätta och till den nationella behöriga myndigheten överlämna ett sammandrag med uppgifter om bland annat användningen av inbringade inkomster samt andra eventuellt väsentliga uppgifter som ännu inte har offentliggjorts på marknaden. Till förordningen fogas en ny bilaga IX där det anges vilka uppgifter som ska tas med i sammanfattningen. Det nya undantaget tillämpas emellertid inte på sekundäremissioner som gäller värdepapper av annat slag än de värdepapper som är upptagna till handel och inte sådana sekundäremissioner där emittenten befinner sig i ekonomiska svårigheter eller genomgår en betydande strukturomvandling, som till exempel ett uppköpserbjudandeförfarande som leder till överföring av bestämmanderätten i bolaget, fusion eller delning. I dessa fall är emittenten skyldig att upprätta och publicera ett prospekt av ny modell, EU-fortsättningsprojekt (*EU Follow-on Prospectus*).

De temporära bestämmelserna i artikel 1.4 j och 1.5 i som antogs i samband med återhämtningspaketet för kapitalmarknaderna och företagen (*Capita Market Recovery Package, CMRP*)² och som avser tröskelvärde på 150 miljoner euro i fortlöpande och upprepade emissioner av icke-aktierelaterade värdepapper av kreditinstitut ändras så att de blir permanenta.

Artikel 3.2 i förordningen ändras genom att det där avsedda tröskelvärde, under vilket erbjudanden till allmänheten som inte förutsätter att samma prospekt används i unionen befrias från prospektskyldigheten, höjs från 8 miljoner till 12 miljoner. Emittenterna har dock möjlighet att upprätta prospekt på frivillig väg. Dessutom har medlemsstaterna möjlighet att kräva en nationell handling förutsatt att ett sådant nationellt informationskrav inte medför en oskälig börda. Tröskelvärde inte i situationer där det ansöks om att uppta värdepapper till handel på en reglerad marknad.

Artikel 6.2 och artikel 7 i förordningen ändras genom ett tillägg av bestämmelser om en standardiserad form på prospektet och om i vilken ordning uppgifterna ska anges i prospektet och sammanfattningen. Dessutom föreslås det att antalet sidor begränsas i prospekt för notering av aktier (300 s.). Dessutom föreskrivs det om kommissionens rätt att anta delegerade akter för att precisera detta.

I artikel 9.2 om det universella registreringsdokumentet föreslås en ändring som förkortar den tid efter vilken det universella registreringsdokumentet kan lämnas till den behöriga myndigheten från två räkenskapsperioder till en räkenskapsperiod utan godkännandeförfarande.

Till artikel 13.1 andra stycket fogas nya f och g punkter där det föreskrivs att kommissionen vid upprättandet av prospektförteckningar ska ta hänsyn till företagens skyldighet till hållbarhetsrapportering (punkt f) samt huruvida icke-aktierelaterade värdepapper marknadsförs med beaktande av miljömässiga, sociala och administrativa faktorer (*Environmental, Social and Governance, ESG*) (punkt g).

Förslaget till lagstiftning innehåller ett förslag till ett nytt EU-tillväxtprospekt (*EU Growth Issuance Document*) (artikel 7.12 b, artikel 15 a, artikel 21.5 c samt bilagorna VII och VIII) som

² Se det nationella genomförandet av lagstiftningspaketet https://www.eduskunta.fi/SV/vaski/HallituksenEsitys/Sidor/RP_126+2021.aspx.

ersätter det gällande EU-tillväxtprospektet. Till följd av detta upphävs artikel 15 i förordningen om EU-tillväxtprospektet. I artikel 50.2 i förordningen läggs det till övergångsbestämmelser om detta.

Bestämmelserna om det nya EU-tillväxtprospektet är i princip obligatoriska och gäller vissa erbjudanden av värdepapper till allmänheten, som till exempel då små och medelstora företag erbjuder värdepapper till allmänheten och då den som erbjuder är en emittent vars värdepapper har upptagits eller kommer att upptas till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag, förutsatt att emittentens värdepapper inte har upptagits till handel på en reglerad marknad.

Det nya tillväxtprospektets upplägg är standardiserat och uppgifterna ska presenteras i en viss ordning, sidantalet är begränsat (75 sidor) då värdepapper erbjuds till allmänheten och det kan med undantag av sammanfattningen upprättas på ett språk som är allmänt accepterat på den internationella finansmarknaden (i praktiken engelska).

Genom förslaget läggs det även till en ny typ av prospekt, EU-fortsättningsprospekt (artikel 7.12 b, artikel 14 a, artikel 20.6 b och artikel 21.5 b samt bilagorna IV och V) som ersätter de förenklade informationskraven för sekundäremissioner i artikel 14. Till följd av detta upphävs förordningens artikel 14 om förenklade regler för offentliggörande vid sekundäremissioner. Övergångsbestämmelser om detta läggs till i artikel 50.1 i förordningen.

I princip kan EU-fortsättningsprospekt användas vid sekundäremissioner, förutsatt att emittentens värdepapper har varit upptagna till handel på en reglerad marknad eller en tillväxtmarknad för små och medelstora företag fortlöpande i minst 18 månader.

För fortsättningsprospektet (högst 50 sidor) gäller samma krav som för tillväxtprospektet enligt vad som beskrivs ovan.

Sättet att ange riskfaktorerna enligt artikel 16 i förordningen förenklas. Artikel 19 i förordningen ändras genom att göra förfarandet med att införliva information genom hänvisningar i ett prospekt obligatoriskt. Dessutom behöver emittenten enligt artikel 19.1 b inte komplettera prospektet med års- eller delårsöversikter, om prospektet fortfarande gäller på det sätt som föreskrivs i artikel 12. Artikel 21 i förordningen ändras genom att stryka investerarnas möjlighet att begära papperskopior av prospektet. Artikel 27 i förordningen ändras genom att föreskriva om en möjlighet att upprätta prospektet endast på engelska med undantag av prospektsammanfattningen.

Förordningens artikel 20.1 om kommissionens befogenhet att anta delegerade akter ändras. Ändringarna gäller befogenheten i samband med granskningen av prospektet hos en behörig myndighet, granskningstiden samt påföljderna av att granskningstiden överskrids. Den europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten, nedan *Esma* ska minst vart tredje år göra en bedömning av hur förfarandena för att granska och godkänna prospektet fungerar.

Enligt förordningens artikel 21.1 andra stycket ska tiden för att göra prospektet tillgängligt, när aktier som första gången upptagits till handel på en reglerad marknad erbjuds allmänheten för första gången, förkortas från minst sex arbetsdagar till tre arbetsdagar innan erbjudandet löper ut. Syftet med ändringarna är att effektivisera det försnabbade förfarandet att inhämta anbud (engelska *swift book-building*) och öka deltagandet bland icke-professionella investerare i teckningar.

De temporära ändringarna i artikel 23 i CMRP-lagstiftningspaketet ändras till permanenta. Ändringarna gäller både investerarens tid att återkalla sitt åtagande och finansiella mellanhanders skyldighet att informera i fall av tillägg till prospektet.

Till artikel 29 i förordningen fogas bestämmelser om allmänna överensstämmelseförutsättningar för att förbättra erkännandet av överensstämmandet när prospektet har upprättats i ett tredjeland. Förfarandet förenklas genom att ersätta förfarandet med att en behörig myndighet ska godkänna prospekt som upprättats i ett tredjeland med en skyldighet att skicka prospektet till myndigheten i fråga. Kommissionen ges befogenhet att anta delegerade bestämmelser för att komplettera överensstämmelseförutsättningarna.

Artikel 30 i förordningen ändras genom att ge Esma i uppdrag att inrätta samarbetsarrangemang med tillsynsmyndigheter i tredjeländer. Kommissionen ges befogenhet att ange minimiinnehållet i dessa samarbetsarrangemang.

Artikel 47 om Esmas årliga rapport ändras så att bestämmelsen framöver även omfattar EU-fortsättningsprospektet och det nya EU-tillväxtprospektet samt vissa föreslagna undantag för prospekt för sekundäremissioner.

Artikeln om översyn enligt artikel 48 i förordningen och vissa omständigheter som ingår i kommissionens översyn ändras till följd av de föreslagna ändringarna.

3.2.2 Ändring av marknadsmissbruksförordningen (artikel 2)

Förordningens artikel 11 om marknadssonderingar preciseras så att det utifrån den blir klart att tillämpningen av regleringen om marknadssonderingar ger den som tillämpar den ett skydd (engelska *safe harbour*) mot olagligt röjande av insiderinformation och att det således inte är obligatoriskt att tillämpa regleringen. Olagligt röjande av insiderinformation kontrolleras dock genom en skyldighet att dokumentera en grundad bedömning av om de uppgifter som getts i samband med marknadssonderingen varit insiderinformation. Den dokumenterade informationen ska på begäran lämnas till den behöriga myndigheten. Dessutom utvidgas regleringen om marknadssonderingen till att gälla även situationer som i slutänden inte leder till att en transaktion offentliggörs.

Genom förslaget till förordning begränsas tillämpningsområdet för offentliggörande av insiderinformation enligt artikel 17.1 i MAR så att de mellanliggande stegen i en över tiden pågående process inte längre är föremål för fortlöpande informationsskyldighet. I anknytning till detta åläggs i förslaget emittenterna en skyldighet att säkerställa att insiderinformation som omfattas av förbudet mot utnyttjande av insiderinformation förblir konfidentiell tills insiderinformationen offentliggörs för marknaden med stöd av den fortlöpande informationsskyldigheten. Om information läcker är emittenten skyldig att omedelbart offentliggöra insiderinformationen. I artikel 7 i MAR om definitionen av insiderinformation föreslås inga ändringar, varför de mellanliggande stegen i en över tiden pågående process fortfarande är insiderinformation i den mening som missbruksregleringen avser. I artikel 7.1 d i MAR görs dock en utvidgning av tillämpningsområdet för så kallad *front running*-verksamhet.

Genom förslaget förbättras rättssäkerheten genom att kommissionen ges befogenhet att anta delegerade akter om vilka uppgifter som den fortlöpande informationsskyldigheten gäller och vilken tidpunkten i varje fall är då sådana uppgifter ska offentliggöras för marknaden. Kommissionen ska göra upp en förteckning över dessa uppgifter och situationer som inte behöver vara uttömmande.

Artikel 17.4 i förordningen ändras så att förutsättningen att ett uppskjutande av att offentliggöra informationen sannolikt inte vilseleder allmänheten ersätts med en mer precis förteckning över de förutsättningar när offentliggörandet av insiderinformation kan skjutas upp. Tidpunkten när den behöriga myndigheten ska delges beslutet om uppskjutande tidigare läggs till den stund när beslutet om att skjuta upp har fattats.

Artikel 18 i förordningen ändras så att de ändringar som gjordes genom förordning (EG) 2019/2115 om emittenter på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag och där det ingick en medlemsstatsoption, framöver gäller alla emittenter. Ändringen gör att det blir obligatoriskt att upprätta och upprätthålla en förteckning över permanenta insiders, det vill säga personer som på grund av sin uppgift eller ställning hos emittenten har regelbunden tillgång till insiderinformation om emittenten. Samtidigt minskar ändringen emittentens skyldighet att föra en insiderförteckning över andra personer som har åtkomst till insiderinformation (s.k. projekt-specifik insiderkrets). Ändringen gäller endast emittenter och inte dem som handlar på deras vägnar eller för deras räkning. Medlemsstaterna ska dessutom ha möjlighet att besluta att hålla kvar det nuvarande rättsläget i fråga om skyldigheten att upprätta och upprätthålla en insiderförteckning som omfattar alla personer som har tillgång till insiderinformation, förutsatt att emittentens värdepapper har varit upptagna till handel på en reglerad marknad minst fem år.

Tröskeln för att anmäla transaktioner enligt artikel 19 om transaktioner utförda av personer i ledande ställning höjs från 5 000 euro till 20 000 euro. Den behöriga myndighetens möjlighet att höja tröskelvärdet ändras från 20 000 euro till 50 000 euro. Dessutom fogas det nya transaktioner till förteckningen över undantag i transaktioner som genomförs under en stängd period. Ändringarna gäller främst andra transaktioner än transaktioner med aktier samt sådana transaktioner som inte är förknippade med något separat investeringsbeslut.

Genom förslaget fogas det till förordningen en ny artikel 25 a där det föreskrivs om att lämna uppgifter om uppdrag som samlas in på handelsplatser i syfte att förbättra utbytet av gränsöverskridande information så att de behöriga myndigheterna bättre ska kunna upptäcka missbruk på marknaden.

Artikel 30.2 i och 30.4 i förordningen ändras för att bättre beakta emittentens storlek i de administrativa påföljderna vid brott mot informationsskyldigheterna.

I artikel 5 i förordningen föreskrivs bland annat om återköpsprogram. Genom förslaget underlättas den rapportering av handel med egna aktier som avses i artikeln.

3.2.3 Ändring av förordningen om marknader för finansiella instrument (artikel 3)

Ändringen i marknadsmissbruksförordningen om att lämna information om uppdrag gränsöverskridande mellan de nationella myndigheterna (föreslagna artikeln 25 a) förutsätter vissa ändringar i förordningen om marknader för finansiella instrument (EU) 600/2014. Ändringarna gäller den behöriga myndighetens möjligheter att få information om uppdrag från marknadsplatserna samt Esmas befogenhet att upprätta en mall för lagring av uppdragen.

3.2.4 Ikraftträdandebestämmelser (artikel 4)

Förordningen avses träda i kraft den 20:e dagen efter att den har publicerats i Europeiska unionens offentliga tidning. Vissa ändringar i prospektförordningen om prospektets form och informationsupplägg samt ändringar i marknadsmissbruksförordningen om offentliggörande som avser mellanliggande steg i en över tiden pågående process ska dock bli tillämpliga 12 månader efter att förordningen trädde i kraft.

3.3 Förslag till direktiv om ändring av direktivet om marknader för finansiella instrument och om upphävande av direktivet om upptagande av värdepapper till officiell notering

3.3.1 Ändring av direktivet om marknader för finansiella instrument (artikel 1)

I artikel 4.1 12 i direktivet om marknader för finansiella instrument 2014/65/EG ändras definitionen av tillväxtmarknad för små och medelstora företag så att en tillväxtmarknad för små och medelstora företag framöver kan utgöra endast en del av en multilateral handelsplattform.

Till artikel 24 i direktivet fogas en ny 3a punkt om kraven på investeringsanalys enligt vilka den ska vara saklig och tydlig och inte vilseledande. Dessutom fogas det till artikeln nya 3b—3d punkter om kraven på investeringsanalys som emittenten delvis eller helt betalar (engelska *issuer-sponsored research*). Genom förslaget till direktiv skapas ramar för investeringsanalys som emittenterna själva betalar. Investeringsanalys som emittenten själv betalar ska följa den uppförandekod (engelska *code of conduct*) som har utarbetats eller godkänts av en operatör av en reglerad marknad som är registrerad i medlemsstaten eller en behörig myndighet. Uppförandekoden ska innehålla minimikraven för investeringsanalysens integritet och oberoende. Om uppförandekoden inte följs ska det i materialet anges att det handlar om marknadskommunikation. En investeringsanalys som emittenten betalar kan lämnas till en europeisk gemensam kontaktpunkt enligt den föreslagna *European Single Access Point (ESAP)*-förordningen³. Utöver nämnda ändringar höjs marknadsvärdets nedre gräns för tillämpningen av incitamentförbudet enligt artikelns 9a led c från en miljard euro till tio miljarder euro. Incitamentförbudet (engelska *unbundling rule*) avseende investeringsanalys gäller alltså inte för företag som ligger under gränsvärdet. Enligt förbudet ska värdepappersföretaget betala för en investeringsanalys av en tredjepart från ett särskilt konto för analysavgifter eller med egna medel för att investeringsanalysen inte ska ses som ett incitament.

Till artikel 33.1 och 33.2 fogas det en möjlighet att registrera endast en del av en multilateral handelsplattform som en tillväxtmarknad för små och medelstora företag. Till artikeln fogas en ny 3a punkt som innehåller närmare krav för registrering av en del av en multilateral handelsplattform som en tillväxtmarknad för små och medelstora företag. Till artikel 33.4—33.6 fogas hänvisningar om registrering av en del av en multilateral handelsplattform som tillväxtmarknad för små och medelstora företag. Artikel 33.8 ändras så att kommissionen har befogenhet att anta även sådana delegerade förordningar som preciserar de krav som föreskrivs i den nya 3a punkten.

Till direktivet fogas en ny artikel 51a, som innehåller preciserande krav för aktier som upptas till handel. Bestämmelserna motsvarar i huvudsak kraven i artiklarna 43 och 48 i direktivet om upptagande av värdepapper till officiell notering, som enligt förslaget ska upphävas. Kravet på minimiantalet aktier hos allmänheten i förhållande till det totala antalet aktier som är upptagna till handel (engelska *free float*) sänks enligt förslaget till 10 procent från 25 procent som i direktivet om upptagande av värdepapper till officiell notering. För minimiantalet aktier hos allmänheten slopas kravet på att allmänheten ska finnas i medlemsstaten såsom i direktivet om upptagande av värdepapper till officiell notering. Dessutom har kommissionen i enlighet med artikel 89 i direktivet befogenheter att anta delegerade akter som preciserar kraven på aktier som

³ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/HTML/?uri=CELEX:52021PC0723&from=EN>. Se den nationella behandlingen av förslaget https://www.eduskunta.fi/SV/vaski/Kirjelma/Sidor/U_81+2021.aspx

ska upptas till handel, om kraven försämrar marknadens likviditet med beaktande av den ekonomiska utvecklingen.

Direktivets artiklar 89.2, 89.3 och 89.5 där det föreskrivs om kommissionens befogenheter att anta delegerade akter, om Europaparlamentets och rådets möjlighet att återkalla delegeringen av befogenheten och om ikraftträdandet av de delegerade akterna ändas i enlighet med de ändrade eller tillfogade bestämmelserna i förslaget.

3.3.2 Upphävandet av direktivet om upptagande av värdepapper till officiell notering (artikel 2)

Det föreslås att direktivet om upptagande av värdepapper till officiell notering 2001/34/EG upphävs 24 månader efter att ändringsdirektivet trädde i kraft. Bestämmelserna om aktier i allmänhetens besittning och aktiernas minimimarknadsvärde i direktivet om upptagande av värdepapper till officiell notering överförs till direktivet om marknader för finansiella instrument på det sätt som närmare beskrivs ovan.

3.3.3 Införlivande i den nationella lagstiftningen (artikel 3)

Ändringarna i direktivet ska införlivas i den nationella lagstiftningen inom tolv månader från att direktivet trätt i kraft. Ändringar i den nationella lagstiftningen ska tillämpas inom aderton månader från att direktivet trätt i kraft.

3.3.4 Ikraftträdande (artikel 4)

Direktivet avses träda i kraft den 20:e dagen efter att det har publicerats i Europeiska unionens offentliga tidning.

4 Förslagets rättsliga grund och förhållande till proportionalitets- och subsidiaritetsprinciperna

Rättslig grund

Förslagen till ändringar av förordningarna grundar sig på artikel 114 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt (EUF-fördraget) och förslagen till direktiv på både artikel 50 och 114 i EUF-fördraget. Förslagen behandlas i enlighet med det ordinarie lagstiftningsförfarandet och antas i rådet med kvalificerad majoritet.

Statsrådet anser att kommissionens förslag med avseende på den rättsliga grunden är motiverade. Både förslagen till ändring av förordningar och till direktiv kan anses anknyta till genomförandet av den inre marknaden och stärkandet av dess funktion.

Subsidiaritetsprincipen

Enligt subsidiaritetsprincipen i artikel 5.3 i fördraget om Europeiska unionen (FEU) ska unionen vidta en åtgärd endast om och i den mån som målen för den planerade åtgärden inte i tillräcklig utsträckning kan uppnås av medlemsstaterna, och därför, på grund av den planerade åtgärdens omfattning eller verkningar, bättre kan uppnås på unionsnivå.

Kommissionen anser att förslagen är förenliga med subsidiaritetsprincipen, eftersom de krav som tillämpas på emittenter och marknadsplatser är sådan rätt som i stor utsträckning redan

harmoniserats genom EU-lagstiftningen. Eftersom förslagets syfte är att utveckla kapitalmarknaderna överallt i EU är det motiverat att åtgärderna vidtas på EU-nivå.

Statsrådet anser att förslagen är förenliga med subsidiaritetsprincipen.

Proportionalitetsprincipen

Enligt proportionalitetsprincipen i artikel 5.4 i FEU får unionens åtgärder till innehåll och form inte gå utöver vad som är nödvändigt för att nå målen i fördragen. Enligt kommissionen vill man med förslagen lindra regelbördan för bolag som avser att notera sig eller som redan är noterade. Regellättnaderna tar hänsyn till att investerarskyddet inte försämras avsevärt till följd av dem.

Statsrådet anser att förslagen med tanke på proportionalitetsprincipen är motiverade.

5 Förslagets konsekvenser

Konsekvenser för marknaden

Bland jämförelseländerna är EU:s kapitalmarknad mer utvecklad än i Förenade kungariket och Förenta staterna, som kan betraktas som konkurrenter till EU på IPO-marknaden. Under det senaste decenniet har trenden på IPO-marknaden i EU varit sjunkande. Exempelvis 2021 skedde cirka en tredjedel av noteringarna i världen i Förenta staterna, medan endast cirka 11 procent skedde i EU. Noteringarna i Förenade kungariket utgjorde 4 procent och i Kina 18 procent. Det insamlade kapitalet i noteringar i EU minskade från 0,9 % av BNP 2015 till 0,3 % 2020. Det insamlade kapitalet i EU är avsevärt mindre än i Förenta staterna och Förenade kungariket.

Om företagen i EU upplever att unionens kapitalmarknad inte kan erbjuda den noteringsmiljö som emittenterna vill ha, söker företagen notering och finansiering utanför EU, varvid följden kan bli att EU:s konkurrenskraft och innovationsförmåga försämras avsevärt. Syftet med lagstiftningsförslagen är att företagen i EU ska uppleva att IPO-marknaden i EU är attraktiv.

De strukturella problemen på kapitalmarknaden i EU tar sig inte enbart uttryck i att noteringarna minskar, utan även i att företag avnoterar sig. Sedan 2012 har antalet företag som avnoterat sig mer än fördubblats i EU. Enligt kommissionen är avnotering klart allmänare än notering i EU. Till följd av detta har det totala antalet noterade bolag minskat i EU. En anledning till detta är de kostnader som regelbördan medför, vilket påpekas i kommissionens konsekvensbedömning och som man genom lagstiftningsförslagen vill sänka.

Under 2012—2022⁴ var antalet avnoterade företag i Finland 48 (40 bolag på huvudlistan och 8 bolag på marknadsplatsen First North). Av dessa handlade det i två fall⁵ om att bolaget hade avnoterat sig på egen begäran. Båda var bolag på First North. Antalet nya noterade bolag under samma tid var 127⁶ (55 bolag på huvudlistan och 72 på First North).

I Finland fanns det 135 börsbolag och 52 First North-bolag den 21 december 2022. Under de senaste åren har det varit populärt med noteringar i Finland, men intresset att notera sig verkar

⁴ Läget 21.12.2022.

⁵ Ett fall 2012 och det andra 2015.

⁶ Det bör beaktas att siffrorna även inkluderar de företag som övergått från First North-listan till huvudlistan, bolag som bildats utifrån olika företagsomstruktureringar samt parallellnoteringar.

ha minskat på grund av den allmänt försvagade marknadssituationen. Bra jämförelseobjekt för den finska marknaden är Nasdaq Nordic-koncernens börser i Stockholm och Köpenhamn. I Sverige är antalet noteringar avsevärt fler än i Finland, medan de i Danmark kan jämföras med Finland. Allmänt taget är situationen för noteringar bättre i de nordiska länderna än i många andra europeiska länder.

Konsekvenser för företagen

När ett företag planerar en notering bedömer det fördelarna och nackdelarna med noteringen samt även alternativa finansieringskanaler och kostnaderna för dem i förhållande till notering. Vid en notering är därtill kostnaderna för att upprätta prospektet av betydelse för företagen och på dem inverkar bland annat innehållet i de informationsskyldigheter som följer av regleringen. Utifrån kommissionens utredningar är det dyrast att upprätta ett prospekt i standardformat för emittering av egetkapitalinstrument (upp till 300 000 euro för stora emittenter). Kostnaderna för EU-tillväxtprospektet och förenklade prospekt är cirka 25 procent lägre. Utifrån den begränsade information som finns om EU-återhämtningsprospektet är kostnaderna för att upprätta det fortfarande cirka 40 procent lägre (jämfört med ett förenklat prospekt vid sekundäremissioner). Efter noteringen påverkas företaget (och dess vilja att förbli ett noterat bolag) bland annat av kostnaderna för att följa regleringen och risken för tvistemål. Det bör emellertid beaktas att endast en mycket liten del av de små och mellanstora företagen är sådana för vilka en notering ens i något skede är ett beaktansvärt finansieringsalternativ. Enligt uppgifter i Handelsregistret fanns det i början av 2023 över 270 000 företag i form av aktiebolag i Finland.⁷ Av dem var endast 187 noterade antingen på börsen (135 st.) eller på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag (52 st.).⁸

Kommissionen bedömer att prospektförordningens bestämmelser i sin nuvarande form medför både kostnader och en onödig administrativ börda för emittenterna i förhållande till syftet med förordningen. Enligt kommissionen kan prospektregleringens syften, som till exempel investerarskyddet, uppnås på ett sätt som medför lägre kostnader för emittenterna. Företagen kan uppnå kostnadsbesparingar genom att minska mängden uppgifter i prospektet och längden på det. Dessutom skulle man kunna effektivisera förfarandet för att granska prospektet genom att för enhetliga de behöriga myndigheternas granskningsförfaranden och föreskriva om tidsfristen för förfarandet för att godkänna prospektet. Enligt kommissionen får emittenterna kostnadsbesparingar i synnerhet av lättnaderna i standardprospektet, av EU:s nya typ av godkännandehandling vid erbjudande av värdepapper till allmänheten eller vid ansökan om att värdepapper upptas till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag samt av undantagen från prospektet, som lämpar sig för sekundäremissioner för största delen av redan noterade företag. Likaså görs förfarandet att införliva handlingar genom hänvisning i prospektet obligatoriskt, vilket enligt kommissionens bedömning kommer att minska den administrativa bördan för emittenterna avsevärt.

Genom att begränsa prospektets längd tillsammans med ett förenklat förfarande för att godkänna det uppnås enligt kommissionens bedömning årliga besparingar på totalt cirka 58 700 000 euro för emittenterna i noteringsfasen (56 000 000 euro för emittenter på en reglerad marknaden och 2 700 000 euro för emittenter på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag).

⁷ <https://www.prh.fi/sv/kaupparekisteri/tilastot/lkm.html>

⁸ Läget 21.12.2022.

Det föreslagna undantaget avseende prospektet som tillämpas vid sekundäremissioner där det emitteras värdepapper av samma slag som värdepapper som redan är upptagna till handel uppskattas enligt kommissionen medföra årliga kostnadsbesparingar på cirka 7 380 000 euro på unionsnivå. Då det emitteras värdepapper av annat slag än värdepapper som redan är upptagna till handel förutsätts ett prospekt av det slag som EU-återhämtningsprospektet är. Kommissionen bedömer att de årliga kostnadsbesparingarna till följd av ändringen är cirka 1 056 000 euro på EU-nivå.

Dessutom har kommissionen föreslagit att tröskelvärdet för skyldigheten att upprätta ett prospekt när värdepapper erbjuds till allmänheten höjs till 12 miljoner euro, och att underskridandet inte längre baserar sig på nationell prövning. Tröskelvärdet tillämpas inte på ansökan om upptagande av värdepapper till handel på en reglerad marknad. Enligt kommissionens bedömning har ändringen inga betydande konsekvenser för stora emittenter vars erbjudanden av värdepapper till allmänheten allmänt taget har varit avsevärt högre. Mindre emittenter, som små och medelstora företag, antas sannolikt ha nytta av ändringen, eftersom de inte längre behöver upprätta ett prospekt, vilket avsevärt minskar kostnaderna för att följa bestämmelserna och ökar intresset för att notera sig. Kommissionen bedömer att ändringarna på ett allmänt plan har endast små konsekvenser, särskilt med hänsyn till att ändringen endast gäller erbjudande av värdepapper till allmänheten.

Efter noteringen har företagen kostnader för att följa bestämmelserna. Kommissionen har framfört att den breda definitionen av insiderinformation i MAR medför rättslig osäkerhet. Den kan å ena sidan leda till att sådan information offentliggörs som ännu inte är tillräckligt mogen och å andra sidan exponera för höga sanktionsrisker i sådana situationer där offentliggörandet av information inte har skett vid rätt tidpunkt. Osäkerheten till följd av den breda definitionen av insiderinformation leder enligt kommissionen till ökade kostnader för att följa regleringen inbegripet kostnader för konsulter och juridiska rådgivare. Dessutom kan den leda till att emittenterna för säkerhets skull klassificerar information som insiderinformation när de är osäkra på dess karaktär eller skjuter upp eller till och med undviker att klassificera information. Kommissionen har observerat betydande skillnader i hur intressentgrupperna tolkar den gällande regleringen för att definiera insiderinformation och uppfylla förutsättningarna för att skjuta upp förandet.

Den administrativa bördan till följd av informationsskyldigheterna enligt MAR ökar enligt kommissionen av det oproportionerliga påföljdssystemet vid brott mot skyldigheterna att lämna information. Detta gäller i synnerhet små och medelstora företag. Eftersom små och medelstora företag kan utsättas för en oproportionerligt hög sanktionsrisk, bedömer kommissionen att sanktionssystemet motverkar sina mål och snarare förhindrar företagsnoteringar än har en avskräckande verkan med tanke på eventuella brott mot regleringen.

Kommissionen bedömer att ändringarna i de uppgifter som är föremål för fortlöpande informationsskyldighet leder till att kostnaderna för att följa bestämmelserna sjunker. Emittenternas uppskattade kostnadsbesparing till följd av ändringarna i information som omfattas av informationsskyldigheten uppgår på EU-nivå till cirka 89 149 000 euro (24 600 000 euro för små och medelstora företag och 64 600 000 euro för övriga företag). Ändringarna i uppskjutningsförfarandet som avser informationsskyldigheten kan på EU-nivå leda till en kostnadsbesparing på 11 200 000 euro (1 200 000 euro för små och medelstora företag och 10 000 000 euro för övriga företag).

Genom de övriga ändringarna i MAR, antagligen avsedda att medföra lättnader, uppnås sannolikt inte betydande kostnadsbesparingar, utan de leder endast till att kostnaderna kanaliseras på annat sätt.

Syftet med de riktade ändringarna i direktivet om marknader för finansiella instrument är att förbättra tillgången till finansiering på kapitalmarknaden för små och medelstora företag genom att underlätta investeringsanalysen avseende dem och att sporra till att registrera multilaterala handelsplattformar som en tillväxtmarknad för små- och mellanstora företag. Avsaknaden av investeringsanalys kan enligt kommissionen minska viljan att investera och därigenom försvaga likviditeten för de värdepapper som företagen emitterar.

I och med direktivet om marknader för finansiella instrument och kommissionens delegerade direktiv (EU) 2017/593 ansågs erbjudande av investeringsanalys som ett förbjudet incitament för det mottagande värdepappersföretaget utom om investeringsanalysen bekostas med värdepappersföretagets egna medel eller debiteras kunden via ett särskilt konto för utgifter för investeringsanalys som värdepappersföretaget har (förbud mot incitament, engelska *unbundling rule*). Enligt kommissionen har målen med förbudet mot incitament i form av investeringsanalys att bättre kunna hantera intressekonflikter och kostnadstransparens i många fall uppfyllts. Antalet nya självständiga producenter av investeringsanalyser har emellertid inte ökat utan tvärtom minskat på EU-nivå. Förbudet mot incitament har enligt kommissionen även kunnat minska investeringsanalyserna i sin helhet, i synnerhet för små och medelstora företags del, för vilka analyserna har minskat avsevärt på EU-nivå. I Finland har förbudet mot incitament inte haft en lika stor inverkan på antalet investeringsanalyser som i många andra medlemsstater, vilket för sin del förklaras av ökningen av investeringsanalyser som emittenterna själva betalar.

Genom direktivet om ändring av direktivet om marknader för finansiella instrument som ingår i CMRP-lagstiftningspaketet ville man öka investeringsanalyserna avseende små och medelstora företag genom att tillåta ett undantag från förbudet mot incitament om investeringsanalysen gällde företag med ett marknadsvärde under en miljard euro. Enligt kommissionen ingrep man genom detta dock inte tillräckligt i de observerade problemen eftersom de värdepappersförmedlare som erbjuder investeringsanalyser knappast alls har utnyttjat undantaget då det inte har varit lönsamt att ha två olika prissättningsmodeller.

Kommissionen anser att man genom att höja gränsen för undantag från förbudet mot incitament från en miljard euro till tio miljarder euro kan rikta investeringsanalyserna till en bredare skara, i synnerhet medelstora företag. Kommissionen förväntar sig att höjningen av gränsen för undantag från förbudet mot incitament stimulerar investeringsanalysbranschen och förbättrar små och medelstora företags möjlighet till finansiering.

I Finland innebär en högre gräns för undantag från förbudet mot incitament att förbudet mot incitament gäller endast investeringsanalyser som avser de åtta till marknadsvärdet största företagen på Helsingforsbörsen.⁹ På investeringsanalyser av andra finländska företag tillämpas då inte längre förbudet mot incitament. Dessa företags möjligheter att få finansiering kan förbättras om det görs fler investeringsanalyser av dem i och med att förbudet mot incitament slopas. I praktiken inriktas investeringsanalyserna dock vanligtvis endast på noterade företag varför verkningarna blir begränsade.

Investeringsanalyser produceras av värdepappersföretag, investeringsbanker, självständiga investeringsanalysföretag och i synnerhet i fråga om små och medelstora företag av emittenterna själva. I Finland är produceras investeringsanalys särskilt av bankkoncerner och en aktör som är oberoende av banker.

⁹ Enligt läget i november 2022.

Enligt kommissionen har den minskade investeringsanalysen med avseende på små och medelstora företag delvis ersatts av investeringsanalys som emittenten själv betalat, för vilken kommissionen föreslår närmare bestämmelser och att uppförandekoder som utarbetats eller godkänts av operatören på en reglerad marknad eller en behörig myndighet följs.

I Finland erbjuder producenterna av investeringsanalys redan omfattande möjligheter till investeringsanalys som emittenterna själva betalar. Investeringsanalys som emittenterna själva betalar är vanligare i Finland än i medlemsstaterna i snitt, varför bestämmelserna om detta kan påverka en relativt stor del investeringsanalyser som gäller finländska företag.

Det föreslås att direktivet om upptagande av värdepapper till officiell notering upphävs. Enligt förslaget har prospektdirektivet¹⁰ (2003/71/EG) och direktivet om insyn (2004/109/EG) för harmoniseringens del till stor del ersatt de bestämmelser om notering av värdepapper och information som ska ges i samband med upptagandet till handel som ingår i direktivet om upptagande av värdepapper till officiell notering. Bestämmelserna om aktier som innehas av allmänheten och aktiernas minimimarknadsvärde i direktivet om upptagande av värdepapper till officiell notering behövs dock fortfarande enligt kommissionen, varför det föreslås att de tas in i direktivet om marknader för finansiella instrument på det sätt som beskrivs närmare ovan. Genom upphävandet och flyttningen av bestämmelser harmoniseras bestämmelserna om notering, stärks rättssäkerheten och minskas risken för arbitrage till följd av regleringen i EU. Genom att sänka minimiantalet aktier som innehas av allmänheten kan det bli enklare och mer attraktivt för företag att notera sig.

Kommissionen bedömer att lagstiftningsförslagen ger emittenterna, inbegripet små och medelstora företag, årliga besparingar på cirka 167 miljoner euro.

Eftersom strukturer med aktier med olika röstvärde redan är tillåtna i Finland antas förslaget till denna del inte ha konsekvenser för finländska företag.

Konsekvenser för investerare

Enligt kommissionen har de föreslagna ändringarna positiva verkningar även för investerarna, eftersom investerarna kan fatta investeringsbeslut utifrån mer strukturerad och rättidig information, som också är lättare tillgänglig för dem.

Enligt kommissionen kan prospektets nuvarande längd ha negativ inverkan i synnerhet på icke-professionella investerarens vilja att läsa prospektet och således även deras övervägande att investera i bolaget. Genom ändringarna i prospektets längd och hur informationen presenteras kan man enligt kommissionens bedömning göra det lättare att ta del av prospektet samt inverka på prospektens begriplighet och jämförbarheten mellan medlemsstaterna. Det tillagda förfarandet om handlingar som införlivas genom hänvisning i prospektet kan dock enligt kommissionen bidra till att öka investerarnas kostnader för utredningar. Kommissionen bedömer dock att konsekvenserna blir små, eftersom informationen enligt den föreslagna *European Single Access Point (ESAP)*-förordningen ([U 81/2021 rd](#)) framöver finns tillgänglig för investerarna i en gemensam europeisk kontaktpunkt.

Genom ändringarna i prospektförordningen föreslås även att investerarnas möjlighet att begära papperskopior av prospektet stryks. Att den här möjligheten inte finns inverkar sannolikt inte i någon betydande omfattning de finländska investerarnas ställning eftersom papperskopior så

¹⁰ Prospektdirektivet har senare upphävts genom prospektförordningen.

vitt man vet egentligen inte efterfrågas. Möjligheten att upprätta prospektet på engelska kan antas ha effekter för investerare vilkas språkkunskaper är begränsade till det nationella språket. Dessa effekter begränsas dock av att investerarna även framöver har möjlighet att i prospekt-sammanfattningen ta del av de centrala uppgifterna i prospektet på det nationella språket.

Kommissionen bedömer att lättnaderna i prospektet i samband med sekundäremissioner inte har några negativa konsekvenser för investerarna eftersom emittenterna fortfarande ska upprätta en separat sammanfattning med central information för investerarna och därtill fortfarande åläggs att lämna den regelbundna och fortlöpande information som följer av regleringen.

Kommissionen bedömer att klargörandet av den fortlöpande informationsskyldigheten enligt MAR har positiva konsekvenser för investerarna. I sin nuvarande form leder skyldigheten att offentliggöra all insiderinformation så fort som möjligt efter att den uppkommit enligt kommissionen till att den offentliggjorda informationen ännu inte är tillräckligt mogen vilket kan leda till att investerarna fattar investeringsbeslut som i efterhand kan visa sig vara ooptimala. Kommissionen beaktar emellertid att inskränkningen av området för den insiderinformation som ska offentliggöras med stöd av den fortlöpande informationsskyldigheten i viss mån kan leda till att transparensen vad emittenterna beträffar minskar.

Med ökade investeringsanalyser av små och medelstora företag kan investerarna bättre identifiera investeringsmöjligheter och sprida sin investeringsportfölj på olika investeringsobjekt.

Minskningen av antalet aktier som innehas av allmänheten kan försämra investerarnas ställning eftersom ett litet antal aktier som innehas av allmänheten kan försämra likviditeten och öka skillnaden mellan köp- och säljpriset på aktier.

Konsekvenser för myndigheterna

Kommissionen bedömer att lagstiftningsförslagen minskar myndigheternas administrativa börda och kostnader eftersom enklare, tydligare och mer enhetliga krav effektiviserar myndigheternas utförande av tillsynsuppgifterna. Ändringarna i både prospektregleringen och MAR minskar mängden information som lämnas till myndigheterna och den tid det går åt att granska den, vilket minskar myndigheternas arbetsbörda. Dessutom påverkar ändringarna de skillnader som förekommer mellan myndigheterna i medlemsländerna (bl.a. den tid som används för granskning och olika tolkningar). Samtidigt bör man beakta att om målen att öka noteringarna uppnås, kan det större antalet bolag som noterar sig och är noterade ha en ökande inverkan på arbetsmängden hos de nationella myndigheterna. Också tolkningen av de nya bestämmelserna kan leda till en ökad administrativ börda hos myndigheterna.

Stärkandet av övervakarnas system för uppföljning av uppdrag genom att standardisera rapporteringsformatet för uppgifter om uppdrag och främja utbytet av sådana uppgifter mellan de nationella myndigheterna förväntas enligt kommissionen öka marknadsövervakarnas möjlighet att övervaka marknadsmissbruk och därmed förbättra förtroendet för marknaden och investerarskyddet. Enligt kommissionens preliminära bedömning är kostnaderna för att inrätta ett system för att förmedla information om gränsöverskridande uppdrag på den nationella nivån cirka 300 000—400 000 euro. De årliga kostnaderna för att underhålla systemet uppskattas till cirka 150 000—200 000 euro. Medlemsstaterna bär dessa kostnader.

Enligt förslaget tillämpas på investeringsanalyser som bekostas av emittenterna en uppförande-kod, som upprättas eller godkänns av en operatör för en reglerad marknad som beviljats ett verksamhetstillstånd eller en behörig myndighet, i Finland Finansinspektionen. Kommissionen

beskriver inte i sitt förslag hur den aktör som ska upprätta uppförandekoden ska utses, men om det i Finland blir Finansinspektionen är detta en ny uppgift för den.

Konsekvenser för lagstiftningen

För att beakta både förslagen till förordning och direktiv om marknader för finansiella instrument krävs vissa ändringar i den nationella lagstiftningen, sannolikt till en stor del av teknisk natur. Det kan krävas ändringar i bland annat värdepappersmarknadslagen (746/2012), lagen om investeringstjänster (747/2012), lagen om handel med finansiella instrument (1070/2017) och lagen om Finansinspektionen (878/2008).

Aktiebolagslagen (624/2006) innehåller bestämmelser om det i förslaget till direktiv om aktier med olika röstvärde avsedda röstvärde som aktierna ger och om utövandet av det vid bolagsstämman. Lagen utgår från att en aktie medför en röst i alla ärenden som bolagsstämman behandlar. I bolagsordningen kan dock föreskrivas att aktierna medför olika röstetal (3 kap. 3 § 1 mom.). Lagen begränsar inte den största tillåtna skillnaden i röstvärde mellan aktierna. I aktiebolagslagen tillåts aktier med olika röstvärde för både privata och offentliga aktiebolag samt för börsbolag, och användningen av dem är inte i begränsad i till exempel regleringen om finansiella marknader för bolag som är upptagna till offentlig handel. Bestämmelserna i aktiebolagslagen uppfyller därmed minimikravet i förslaget till direktiv om aktier med olika röstvärde att tillåta att sådana aktier införs i bolag som ansöker om att deras aktier ska upptas till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag (artikel 4 i förslaget). Förslaget till direktiv begränsar inte bestämmelser i aktiebolagslagen om att tillåta aktier med olika röstetal som är mer vittgående än minimikravet i fråga (artikel 3 i förslaget).

Eftersom införandet av aktier med olika röstvärde enligt aktiebolagslagen förutsätter en bestämmelse i bolagsordningen tillämpas kravet på kvalificerad majoritet när beslut i ärendet fattas (5 kap. 27 § i aktiebolagslagen). Dessutom krävs det för att ändra den rösträtt aktier med olika röstvärde ger utöver en allmän kvalificerad majoritet som räknas på alla de röster som avlagts på bolagsstämman och alla aktier som är företrädde på den dessutom en kvalificerad majoritet av de aktier av varje slag som är företrädde vid stämman samt att samtycke fås av majoriteten av de aktieägare som har aktier av de slag vilkas rättigheter försämras (5 kap. 28 § i aktiebolagslagen). De ovan nämnda kraven i aktiebolagslagen torde uppfylla kraven i artikel 5.1 a i förslaget till direktiv för beslut om att införa strukturer med aktier med olika röstvärde eller en ändring av dem.

Kvalificerad majoritet enligt aktiebolagslagen räknas på de avgivna rösterna och de aktier som företräds vid stämman (5 kap. 27 § 1 mom.). Att räkna den kvalificerade majoriteten även på de aktier som är företrädde vid stämman begränsar väsentligt den makt ägarna av aktier med olika röstvärde har i bolaget eftersom man inte endast med röstmajoritet kan få beslut godkända. Det nämnda kravet i aktiebolagslagen torde uppfylla kravet enligt alternativet i artikel 5.1 b led ii om begränsning av det röstvärde aktier med olika röstvärde ger vid beslut på bolagsstämman för vilka det krävs kvalificerad majoritet.

Utifrån det som anförs ovan förutsätter genomförandet av direktivförslaget om aktier med olika röstvärde i sin föreslagna form inte separata genomförandeåtgärder i fråga om aktiebolagslagen. Bedömningen motsvarar det mål kommissionen framförde i samband med beredningen av förslaget till direktiv att de medlemsstater där aktier med olika röstvärde är tillåtna i sådana situationer som avses i direktivet inte ska ha behov av att ändra regleringen.

För att man med de ändringar som föreslås i prospektförordningens artikel 21.1 andra stycke om att förkorta den tid erbjudandet är i kraft ska uppnå de eftersträlvade effekterna i praktiken,

förutsätter det att den teckningstid på två veckor som avses i 9 kap. 5 § 3 mom. i aktiebolagslagen förkortas då en aktie är noterad på en reglerad marknad eller en tillväxtmarknad för små och medelstora företag.

6 Förslagets förhållande till grundlagen samt de grundläggande och mänskliga rättigheterna

Statsrådet anser inte att förslagen strider mot Finlands grundlag eller instrument för grundläggande och mänskliga rättigheter som är förpliktande för Finland.

7 Ålands behörighet

Ärendet hör enligt 27 § i självstyrelselagen för Åland (1144/1991) till rikets lagstiftningsbehörighet.

8 Behandlingen av förslaget i Europeiska unionens institutioner och de övriga medlemsstaternas ståndpunkter

Det ansvariga utskottet för förslaget i Europaparlamentet är utskottet för ekonomi och valutafrågor (ECON). Europaparlamentet har ännu inte inlett behandlingen av förslagen och inte heller utsett någon föredragande.

Behandlingen av förslagen har ännu inte inletts i rådets arbetsgrupp för finansiella tjänster. De övriga medlemsstaternas officiella ståndpunkter är således ännu inte kända. Rådets första arbetsgruppsmöte ordnas den 27 januari 2023. Förslaget om aktier med olika röstvärde behandlas i rådets arbetsgrupp för bolagsrätt och förhandlingarna om det inleddes med kommissionens redogörelse för förslaget den 17 januari 2023.

9 Den nationella behandlingen av förslaget

Förslagen och det tillhöriga utkastet till statsrådets skrivelse behandlades i ett skriftligt förfarande i sektionen för finansiella tjänster och kapitalrörelser (EU-10) och sektionen för konkurrenskraft (EU-8) under kommittén för EU-ärenden 2.1—13.1.2023.

10 Statsrådets ståndpunkt

Statsrådet ställer sig positivt till åtgärder som främjar små och medelstora företags möjlighet att få finansiering på kapitalmarknaden samt åtgärder som främjar en fördjupning av EU:s kapitalmarknadsunion. Statsrådet uppmärksammar dock på en allmän nivå utgångspunkten att man med punktvisa lättnader av regleringen inte nödvändigtvis förbättrar noteringsviljan i någon betydande grad utan den påverkas också av många andra faktorer utanför regleringen av värdepappersmarknaden. Dessutom ska det beaktas att till exempel prospektbestämmelserna relativt nyligen har reviderats och att man inte kan dra alltför långtgående slutsatser om hur de fungerar särskilt med beaktande av de händelser som påverkat ekonomin under de senaste åren. Statsrådet understryker vikten av att beakta att investerarskyddet tillgodoses i alla situationer när regleringen görs lättare. Inte heller det allmänna förtroende för marknaden får försvagas till följd av förslagen.

Statsrådet understöder målen i förslaget till direktiv om aktier med olika röstvärde. I förhandlingarna om förslaget är strävan ytterligare att klargöra att förslaget till direktiv i enlighet med det mål som kommissionen har uttryckt utan ändringar eller med högst små ändringar ska kunna sammanjämkas med de nationella bolagsrättsliga bestämmelserna om aktier med olika röstvärde

och skyddet för minoritetsaktieägare. I fråga om förslaget till direktiv fäster statsrådet dessutom uppmärksamhet vid att kraven som gäller offentliggörande av information som avser aktier med olika röstvärde ska ställas på en skälig nivå och att man med hjälp av dem ska bevara den internationella konkurrenskraften på IPO-marknaden för tillväxtföretag.

Statsrådet anser att ansatsen i förslaget till prospektförordning att förenkla prospektbestämmelserna (bl.a. om hur informationen i prospektet presenteras) är motiverad, i synnerhet till de delar som man därigenom vill undvika överlappningar när det gäller att lämna information. Statsrådet understöder även att prospektgränsen höjs till 12 miljoner euro i samband med att värdepapper erbjuds till allmänheten. Dessutom är de föreslagna prospektundantagen och utvidgningen av de nuvarande undantagen värda att stödja.

Statsrådet anser att utgångspunkten att man med förslaget försöker förbättra icke-professionella investerares möjligheter att delta i emissioner är värd att understödja. Vid förhandlingarna om förslaget bör man säkerställa att finsk praxis där det i en emission av teckningsrätter av ett redan noterat bolag emitteras och noteras teckningsrätter som berättigar till aktier av samma slag som redan är noterade och tillfälliga aktier som representerar aktier, inte enbart av tekniska och tolkningsmässiga orsaker medför onödiga skyldigheter att upprätta prospekt, eftersom avsikten är att allmänt befria sekundäremissioner från prospektskyldigheten.

Enligt statsrådet är möjligheten att upprätta prospektet med undantag av sammanfattningen endast på engelska i linje med målet för kapitalmarknadsunionen och underlättar de finländska företagens möjligheter att skaffa gränsöverskridande finansiering. Statsrådet understryker dock att det är viktigt att se till skyddet för finländska icke-professionella investerare, vilket bland annat förutsätter att information som är central för investerarna ska finnas tillgänglig på det nationella språket.

Statsrådet anser att ändringarna i marknadsmissbruksförordningen i den föreslagna formen huvudsakligen är punktvisa, och att de sannolikt inte bidrar till de effekter som eftersträvas. För att inte äventyra marknads förtroende och för att undvika nya tolkningsoklarheter behöver enligt statsrådet de ändringar som föreslås i marknadsmissbruksförordningen bedömas och utvecklas med tanke på en fungerande helhet.

Statsrådet understöder i princip en precisering av tillämpningsområdet för skyldigheten att offentliggöra insiderinformation i enlighet med marknadsmissbruksförordningen, eftersom det förbättrar emittentens möjligheter att avgöra rätt tidpunkt för när informationen ges, vilket har positiva verkningar även för investerarna i och med att investeringsbesluten då baserar sig på tillförlitlig och rättidig information. Statsrådet fäster emellertid uppmärksamhet vid att man bör vara försiktig vid definiering av insiderinformation i fråga om information som omfattas av skyldigheten till offentliggörande, eftersom definitionen är avsedd att lämpa sig för många olika situationer som alla inte kan bestämmas uttömmande i förväg. Statsrådet anser att man genom ändringarna bör eftersträva en tydligare definition av tidpunkten för offentliggörande av insiderinformation. Utgångspunkten i förslaget till ändring av förordningarna enligt vilken man vid definitionen av insiderinformation som omfattas av fortlöpande informationsskyldighet som lagstiftningsinstrument tillämpar en delegerad akt av kommissionen där de uppgifter som är väsentliga med tanke på den fortlöpande informationsskyldigheten anges icke-uttömmande och likaså en riktgivande tidpunkt för när de ska offentliggöras kan fungera som ett verktyg för detta.

Statsrådet fäster dessutom uppmärksamhet vid att även om förslaget inte avser att ändra definitionen av insiderinformation enligt marknadsmissbruksförordningen kan de föreslagna änd-

ringarna i informationsskyldigheterna ha åtminstone indirekt inverkan på definitionen. Statsrådet understryker att det ömsesidiga sambandet mellan definitionen av insiderinformation och den fortlöpande informationsskyldigheten efter ändringarna ska vara tydligt och så entydigt som möjligt eftersom definitionen av insiderinformation för närvarande tillämpas på samma sätt i samband med både missbruksbestämmelserna och den fortlöpande informationsskyldigheten.

Statsrådet fäster uppmärksamhet vid att en ändring av skyldigheten att upprätta och upprätthålla en projektspecifik insiderförteckning hos emittenten är betydande och konsekvenserna ska bedömas omsorgsfullt. Statsrådet förhåller sig med reservation till den här punkten i förslaget.

Statsrådet anser att lättnaderna i påföljdssystemet enligt marknadsmissbruksförordningen med tanke på en effektivt fungerande värdepappersmarknad i princip inte är en hållbar lösning för att förbättra IPO-marknaden. Ett effektivt sanktionssystem garanterar att förtroendet för marknaden och investerarskyddet upprätthålls samt förbygger risken för moralisk risk på marknaden. Eftersom man genom förslagen eftersträvar att förtydliga och lindra bestämmelserna, ska små och medelstora företagsemittenter inte heller framöver utsättas för en sådan regelbörda som kommissionen motiverar det lindrade påföljdssystemet i sin bedömning med.

Statsrådet understöder att uppgifter om uppdrag som fås från marknadsplatserna skickas över gränserna mellan tillsynsmyndigheterna, eftersom det underlättar de nationella myndigheternas övervakning av missbruk.

Statsrådet understöder preliminärt åtgärder som ökar investeringsanalyser inriktade på små och medelstora företag. Statsrådet förhåller sig i princip positivt till förslaget att höja den under gränsen för förbud mot incitament för investeringsanalys som avser sådana företag som har ett marknadsvärde på högst tio miljoner euro, men noterar dock att undantagen från förbudet mot incitament i det tidigare CMRP-lagstiftningspaketet inte gav de eftersträlvade effekterna eftersom de värdepappersförmedlare som erbjuder investeringsanalys i mycket liten omfattning har tillämpat undantaget på grund av det problematiska med att upprätthålla två olika prissättningsmallar.

Statsrådet understöder generellt bestämmelserna som preciserar reglerna om investeringsanalys som emittenterna själva betalar och anser det vara viktigt att det fästs uppmärksamhet vid hanteringen av intressekonflikter. Enligt statsrådet finns det anledning att bedöma huruvida det föreslagna sättet att utarbeta en uppförandekod för investeringsanalyser som emittenterna bekostar är lämplig med tanke på regleringens konsekvens och genomslag samt övervakningen av investerarskyddet. Statsrådet anser att det bör bedömas om till exempel Esma ska utarbeta uppförandekoden i stället för operatörerna av en reglerad marknad eller de nationella behöriga myndigheterna för att samma uppförandekod ska tillämpas i alla medlemsstater.

Statsrådet understöder upphävandet av direktivet om upptagande av värdepapper till officiell notering och en överflyttning av ändamålsenliga bestämmelser till direktivet om marknader för finansiella instrument. Därtill anser statsrådet att de föreslagna åtgärderna förtydligar och underlättar företagets förutsättningar för notering. När det gäller nivån på minimiantalet aktier hos allmänheten bör utöver konsekvenserna för noteringen även konsekvenserna för investerarna och marknaden beaktas.

Förslaget innehåller befogenheter för kommissionen att anta delegerade akter. Statsrådet anser att det är viktigt att man vid förhandlingarna säkerställer att de direkta befogenheter som koncentreras hos kommissionen är precisa, exakt avgränsade och ändamålsenliga.