



Europeiska
unionens råd

Bryssel den 30 maj 2018
(OR. en)

9402/18

**Interinstitutionellt ärende:
2018/0165 (COD)**

**EF 149
ECOFIN 500
CODEC 869**

FÖRSLAG

från:	Jordi AYET PUIGARNAU, direktör, för Europeiska kommissionens generalsekreterare
inkom den:	25 maj 2018
till:	Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, generalsekreterare för Europeiska unionens råd
Komm. dok. nr:	COM(2018) 331 final
Ärende:	Förslag till EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS FÖRORDNING om ändring av förordningarna (EU) nr 596/2014 och (EU) 2017/1129 vad gäller främjande av användning av tillväxtmarknader för små och medelstora företag

För delegationerna bifogas dokument – COM(2018) 331 final.

Bilaga: COM(2018) 331 final



EUROPEISKA
KOMMISSIONEN

Bryssel den 24.5.2018
COM(2018) 331 final

2018/0165 (COD)

Förslag till

EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS FÖRORDNING

**om ändring av förordningarna (EU) nr 596/2014 och (EU) 2017/1129 vad gäller
främjande av användning av tillväxtmarknader för små och medelstora företag**

(Text av betydelse för EES)

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

MOTIVERING

1. BAKGRUND TILL FÖRSLAGET

- **Motiv och syfte med förslaget**

Att bredda tillgången till marknadsbaserade finansieringskällor för europeiska företag i alla deras utvecklingsetapper utgör kärnan av kapitalmarknadsunionen. Sedan lanseringen av handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen har EU gjort väsentliga framsteg för att utöka finansieringskällorna allteftersom företag gradvis utvidgar sin verksamhet, och för att göra marknadsbaserad finansiering mer tillgänglig i EU. Nya regler har redan inrättats för att främja europeiska riskkapitalfonders (EuVECA) investeringar i nystartade företag och medelstora företag. Tillsammans med Europeiska investeringsfonden har kommissionen även lanserat ett program för en europeisk fondandelsfond för riskkapital (VentureEU) för att främja investeringar i innovativa nystartade företag och s.k. gasellföretag i hela Europa. Nya regler om prospekt har redan antagits till stöd för företag att anskaffa kapital på offentliga aktie- och kreditmarknader. För små och medelstora företag som önskar anskaffa kapital i EU skapas ett nytt EU-tillväxtprospekt. Dessutom har kommissionen, för att öka tillgången till finansiering för nystartade företag och entreprenörer, föreslagit en europeisk märkning av investeringsbaserade och lånebaserade plattformar för gräsrotsfinansiering ("europeiska leverantörer av gräsrotsfinansieringstjänster för företag").

Mer behöver dock göras för att utarbeta ett regelverk som bättre bidrar till att stödja tillgång till offentlig finansiering för små och medelstora företag. Detta bör i synnerhet uppnås genom att främja beteckningen tillväxtmarknad för små och medelstora företag som skapades genom det andra direktivet om marknader för finansiella instrument (Mifid II)¹ och genom att, å ena sidan, hitta rätt jämvikt mellan investerarskydd och marknadsintegritet och, å andra sidan, undvika onödiga administrativa bördor.

I halvtidsöversynen av handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen² från juni 2017 stärkte kommissionen inriktningen på små- och medelstora företags tillgång till offentliga marknader. I detta sammanhang har kommissionen åtagit sig att offentliggöra en konsekvensbedömning om huruvida riktade ändringar av relevant EU-lagstiftning skulle kunna ge ett mer proportionerligt regelverk för notering av små och medelstora företag på offentliga marknader.

Nyligen börsnoterade små och medelstora företag utgör en central drivkraft för investeringar och skapande av arbetstillfällen. Företag som nyligen börsnoterats överträffar ofta privatägda företag vad gäller årlig tillväxt och utökning av personalstyrkan. Börsnoterade företag är mindre beroende av bankfinansiering och drar nytta av en mer diversifierad investeringsbas, enklare tillgång till ytterligare aktiekapital och lånefinansiering (genom sekundäremissioner), och en tydligare offentlig profil och ett mer känt varumärke.

Trots fördelarna kämpar EU:s offentliga marknader för små och medelstora företag dock för att locka nya emittenter. Antalet börsintroduktioner på marknader avsedda för små och medelstora företag minskade drastiskt i Europeiska unionen i krisens efterdyningar, och har sedan dess inte återhämtat sig i någon väsentlig grad. Som ett resultat sker endast hälften av det antal börsintroduktioner av små och medelstora företag som gjordes före den finansiella krisen (478 börsintroduktioner i genomsnitt per år under 2006–2007 jämfört med 218 mellan

¹ Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU.

² Communication from the Commission on the mid-term review of the capital markets union action plan (SWD(2017) 224 final och SWD(2017) 225 final – 8 juni 2017) (ej översatta till svenska).

2009 och 2017 på multilaterala handelsplattformar för små och medelstora företag i EU). Mellan 2006 och 2007 anskaffades i genomsnitt 13,8 miljarder euro per år på europeiska multilaterala handelsplattformar avsedda för små och medelstora företag genom börsintroduktioner. Detta belopp föll till ett genomsnitt på 2,55 miljarder euro från 2009 till 2017.

Det finns många faktorer som driver små och medelstora företags beslut att börsintroducera sig och investerares beslut att investera i små och medelstora företags finansiella instrument. Konsekvensbedömningen³ visar att offentliga marknader för små och medelstora företag står inför två grupper av regleringsutmaningar: i) På utbudssidan står emittenter inför höga efterlevnadskostnader för notering på offentliga marknader. ii) På efterfrågesidan kan otillräcklig likviditet tynga ned emittenter (på grund av högre kapitalkostnader), investerare (som redan kan vara ovilliga att investera i små och medelstora företag på grund av låga likviditetsnivåer och relaterade volatilitetsrisker) samt marknadsmellanhänder (vilkas affärsmodeller är beroende av kunders orderflöde på likvida marknader).

Initiativets omfattning: tillväxtmarknader för små och medelstora företag

Detta initiativ är strikt begränsat till tillväxtmarknader för små och medelstora företag⁴ och företag som är noterade på dessa handelsplatser. Tillväxtmarknader för små och medelstora företag är en ny kategori av multilaterala handelsplatser (multilaterala handelsplattformar) som infördes genom det andra direktivet om marknader för finansiella instrument i januari 2018.

Vid bedömningen av huruvida emittenter som är små och medelstora företag som är upptagna till handel på reglerade marknader ska få dra nytta av motsvarande regleringslättnader fattades ett beslut om att begränsa lättningen till emittenter som är upptagna till handel på tillväxtmarknader för små och medelstora företag. Krav som införs för emittenter på reglerade marknader ska gälla på ett liknande vis oavsett företagets storlek. Olika krav för små och medelstora företag jämfört med stora företag skulle troligen förvirra berörda parter (i synnerhet investerare).

Nuvarande regleringssammanhang

Företag som är noterade på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag måste följa vissa EU-regler, i synnerhet marknadsmissbruksförordningen⁵ och prospektförordningen⁶.

Sedan dess ikraftträdande den 1 juli 2016 har **marknadsmissbruksförordningen** utökats till att omfatta multilaterala handelsplattformar, inbegripet tillväxtmarknader för små och medelstora företag. Denna förordning syftar till att stärka marknadsintegriteten och investerarnas förtroende. Genom förordningen blir det förbjudet att i) ägna sig åt eller försöka ägna sig åt insiderhandel, ii) rekommendera att någon annan person ägnar sig åt insiderhandel eller förmå någon annan person att ägna sig åt insiderhandel, iii) olagligen röja insiderinformation⁷, eller att iv) ägna sig eller försöka ägna sig åt marknadsmanipulation.

³ Konsekvensbedömning SWD(2018)243 och SWD(2018)244

⁴ För att kvalificera sig som en tillväxtmarknad för små och medelstora företag ska minst 50 % av de emittenter vilkas finansiella instrument handlas på marknaden vara små och medelstora företag, definierade i Mifid II som företag med ett genomsnittligt börsvärde som understigit 200 miljoner euro beräknat på slutkurser för de tre föregående kalenderåren.

⁵ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordning).

⁶ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 av den 14 juni 2017 om prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad.

⁷ Detta uppstår om en fysisk eller juridisk person offentliggör insiderinformation i en situation som inte utgör en del av dennes tjänst, verksamhet eller åligganden.

Emittenter omfattas även av flera krav avseende offentliggörande och dokumentering enligt förordningen. Mer specifikt föreligger ett allmänt krav för berörda emittenter att så snart som möjligt offentliggöra insiderinformation för allmänheten. Genom att stärka marknadsintegriteten och genom att utöka marknadsmissbruksreglerna till att omfatta multilaterala handelsplattformar var marknadsmissbruksförordningen avgörande för att återställa investerarnas förtroende för de finansiella marknaderna.

Denna del av lagstiftningen är dock en förordning som är utformad för att passa alla. Nästan alla dess krav gäller på samma sätt för alla emittenter oavsett deras storlek eller de handelsplatser där deras finansiella instrument är upptagna till handel. Förordningen innehåller endast två begränsade anpassningar till emittenter som är noterade på tillväxtmarknader för små och medelstora företag. Genom den första tillåts handelsplatser med en tillväxtmarknad för små och medelstora företag att offentliggöra insiderinformation på handelsplatsens webbplats (istället för på emittentens webbplats). Genom den andra tillåts emittenter som är noterade på tillväxtmarknader för små och medelstora företag att endast tillhandahålla insiderförteckningar på begäran från en nationell behörig myndighet. Effekten av denna lättnad är dock begränsad eftersom företag fortfarande måste samla in och lagra all relevant information för att på begäran kunna tillhandahålla insiderförteckningar.

Ett prospekt är ett lagstadgat dokument med information om ett företag när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad. Inom ramen för handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen har Europeiska unionen redan gjort det lättare och billigare för mindre företag att få tillgång till offentliga marknader, i synnerhet genom att inrätta ett förenklat "EU-tillväxtprospekt" i den reviderade prospektförordningen. En emittent får ansöka om upptagande till handel på en reglerad marknad efter att under några år ha emitterat sina aktier på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag. Den kan göra detta för att dra nytta av större likviditet och en större grupp investerare. Om en emittent dock önskar överföra sina aktier från en tillväxtmarknad för små och medelstora företag till en reglerad marknad måste den tillhandahålla ett fullständigt prospekt eftersom det inte finns någon förenklad tidsplan för prospekt tillgänglig för företag i en sådan situation.

Spridningen av "märket" tillväxtmarknad för små och medelstora företag begränsas av det begränsade antal lättnader som för närvarande föreskrivs i EU-lagstiftning för emittenter som är noterade på denna nya typ av handelsplatser. De övergripande målen med detta initiativ är därför att införa tekniska anpassningar av EU:s regelverk för att i) minska den administrativa bördan och de kostnader för regelefterlevnad som små och medelstora företag står inför när deras finansiella instrument tas upp till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag, samtidigt som en hög nivå av investerarskydd och marknadsintegritet säkerställs, och för att ii) öka likviditeten för egetkapitalinstrument som är noterade på tillväxtmarknader för små och medelstora företag.

Dessa riktade regeländringar, som planeras i detta förslag, kommer på egen hand inte att helt att återupprätta små och medelstora företags tillgång till offentliga marknader. Icke desto mindre hanteras genom dessa ändringar regleringshinder som uppmärksammas av flera berörda parter såsom hämmande för anskaffning av kapital av små och medelstora företag på offentliga marknader. Detta görs samtidigt som en högsta standard av investerarskydd och marknadsintegritet bibehålls. Alla ändringar bör därför tolkas som ett första steg i rätt riktning, och inte som en enskild lösning i sig. Detta förslag är för övrigt inte heller någon översyn av marknadsmissbruksförordningen (som har tillämpats i mindre än två år) eller prospektförordningen (som medlagstiftarna nyligen enats om och som kommer att träda i kraft från och med juli 2019). Detta förslag (tillsammans med de ändringar som planeras i kommissionens delegerade förordning (EU) 2017/565) innebär endast tekniska ändringar för att göra EU:s rättsliga ram som är tillämplig för börsnoterade små och medelstora företag mer

proportionell. Det kommer att säkerställa att beteckningen ”tillväxtmarknad för små och medelstora företag”, som inrättades genom Mifid II från och med januari 2018, kommer att användas av olika multilaterala handelsplattformar med inriktning på små och medelstora företag i EU.

- **Förenlighet med befintliga bestämmelser inom området**

Initiativet stämmer överens med den befintliga rättsliga ramen. I Mifid II anges det att målet med tillväxtmarknader för små och medelstora företag bör vara ”att göra det lättare för små och medelstora företag att få tillgång till kapital” och att ”[u]ppmärksamhet bör fästas vid hur framtida reglering ytterligare bör stödja och främja användningen av den marknaden så att den blir attraktiv för investerare, och minska de administrativa bördorna och skapa ytterligare incitament för små och medelstora företag att få tillgång till kapitalmarknaderna genom dessa marknader”⁸. I skäl 6 och 55 i marknadsmissbruksförordningen efterlyses uttryckligen lättnader av administrativa kostnader för mindre emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag.

Flera EU-rättsakter inbegriper redan specifika bestämmelser för denna nya form av handelsplatser, såsom den nyligen framlagda prospektförordningen⁹ och förordningen om värdepapperscentraler¹⁰. Målen med dessa bestämmelser är att minska den administrativa börda som läggs på emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag och att stärka likviditeten för finansiella instrument som handlas på dessa marknader.

Eftersom kostnaderna för att upprätta ett prospekt kan vara oproportionerligt höga för små och medelstora företag har ett förenklat ”EU-tillväxtprospekt” införts genom prospektförordningen. Det är särskilt tillgängligt för små och medelstora företag som handlas på tillväxtmarknader för små och medelstora företag och för andra företag med ett börsvärde på mindre än 500 miljoner euro vilkas värdepapper handlas på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag¹¹. Dessutom kommer emittenter som under minst 18 månader redan haft värdepapper upptagna till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag att kunna dra nytta av förenklade regler för offentliggörande för sekundäremissioner¹².

Genom förordningen om värdepapperscentraler införs en obligatorisk ersättningsköpsprocess för alla finansiella instrument som inte levererats inom en fastställd tidsperiod från den avsedda avvecklingsdagen (dvs. två dagar efter handeln, den så kallade t-2 regeln). Samtidigt inbegriper förordningen om värdepapperscentraler regler som är anpassade till de specifika särdragen hos tillväxtmarknader för små och medelstora företag. Ersättningsköpsprocessen utlöses efter en period på femton dagar för transaktioner på tillväxtmarknader för små och medelstora företag, jämfört med upp till fyra dagar för likvida värdepapper och upp till sju dagar för andra illikvida värdepapper. Dessa specifika regler för finansiella instrument på tillväxtmarknader för små och medelstora företag infördes för att ”ta hänsyn till dessa marknaders likviditet och i synnerhet för att möjliggöra marknadsgarantverksamhet på de mindre likvida marknaderna”¹³.

⁸ Mifid II, skäl 132.

⁹ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 av den 14 juni 2017 om prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad, och om upphävande av direktiv 2003/71/EG.

¹⁰ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 909/2014 av den 23 juli 2014 om förbättrad värdepappersavveckling i Europeiska unionen och om värdepapperscentraler samt ändring av direktiv 98/26/EG och 2014/65/EU och förordning (EU) nr 236/2012.

¹¹ Artikel 15 i prospektförordningen.

¹² Artikel 14 i prospektförordningen.

¹³ Skäl 18 i förordningen om värdepapperscentraler.

Detta förslag till förordning är därför förenligt med ovannämnda befintliga EU-förordningar, eftersom det syftar till att minska bördan för tillväxtmarknader för små och medelstora företag och till att stärka likviditeten för egetkapitalinstrument som tas upp till handel på dessa handelsplatser.

Detta förslag till förordning stämmer även överens med vissa planerade ändringar av kommissionens delegerade förordning (EU) 2017/565 i enlighet med direktiv 2014/65/EU (Mifid II). Dessa ändringar inbegreps även i samma konsekvensbedömning och avser att i) ändra definitionen av icke-aktierelaterade emittenter som är små och medelstora företag på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag, ii) göra kravet om att icke-aktierelaterade emittenter på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag lägger fram en halvårsrapport frivilligt, iii) införa ett krav för omsättningsbara aktier för emittenter som eftersträvar att tas upp till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag. Dessa åtgärder kommer att i) öka antalet emittenter som endast emitterar skulder som skulle kvalificera sig som små och medelstora företag, vilket i sin tur skulle göra det möjligt för multilaterala handelsplattformar att registrera sig som tillväxtmarknader för små och medelstora företag och för emittenter på dessa marknader att dra nytta av förenklade regelkrav, ii) göra det möjligt för marknadsaktörer att bättre anpassa sina bestämmelser om börsnotering till lokala förhållanden, och att iii) säkerställa att aktier som är noterade på tillväxtmarknader för små och medelstora företag inte är alltför illikvida när de tas upp till handel.

• **Förenlighet med unionens politik inom andra områden**

Detta lagförslag syftar till att komplettera målen i kapitalmarknadsunionen att minska en alltför stor förlitan på bankfinansiering och diversifiera marknadsbaserade finansieringskällor för europeiska företag. Sedan offentliggörandet av handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen 2015 har kommissionen genomfört ett omfattande paket av lagstiftningsåtgärder och andra åtgärder för att utöka riskkapitalfinansieringen i Europa. Dessa inbegriper inrättandet av en fondandelsfond för riskkapital som stöds genom EU:s budget och en översyn av förordningen om europeiska riskkapitalfonder (EuVECA) och europeiska fonder för socialt företagande (Eusef)¹⁴. Genom översynen utökades mer specifikt europeiska riskkapitalfonders möjlighet att investera i små och medelstora företag noterade på tillväxtmarknader för små och medelstora företag.

I mars 2018 presenterade Europeiska kommissionen, som en del av sin handlingsplan för fintech¹⁵, ett förslag till förordning om leverantörer av gräsrotsfinansieringstjänster¹⁶. När man enats på EU-nivå kommer den nya förordningen att möjliggöra plattformar för ansökan om ett Europapass baserat på en enskild uppsättning regler. Detta kommer att göra det enklare för dem att erbjuda sina tjänster i EU. Medan den europeiska marknaden för gräsrotsfinansiering är underutvecklad jämfört med andra större ekonomier i världen bör dessa nya regler förbättra tillgången till denna innovativa form av finansiering för små investerare och företag i behov av finansiering, särskilt nystartade företag, och bidra till att EU-marknaden växer snabbare.

¹⁴ Förordning (EU) 2017/1991 av den 25 oktober 2017 om ändring av förordning (EU) nr 345/2013 om europeiska riskkapitalfonder och förordning (EU) nr 346/2013 om europeiska fonder för socialt företagande

¹⁵ Handlingsplanen för fintech – ett viktigt steg mot en mer konkurrenskraftig europeisk finanssektor – COM(2018) 109 final.

¹⁶ Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om europeiska leverantörer av gräsrotsfinansieringstjänster för företag – COM(2018) 113 final.

I sammanhanget av kapitalmarknadsunionen främjar kommissionen även marknader för privata placeringar, vilka gör det möjligt för företag att anskaffa kapital genom att emittera skuldinstrument till institutionella eller andra erfarna investerare. En nyligen genomförd studie *Identifying market and regulatory obstacles to the development of private placement of debt in the EU*¹⁷ (identifiering av marknadshinder och regleringshinder för utvecklingen av privata placeringar i skulder i EU) (utförd på kommissionens vägnar) visade att marknadssonderingsreglerna enligt marknadsmissbruksförordningen kan hämma utvecklingen av denna finansieringskälla i EU. Detta regleringshinder avskräcker både institutionella investerare och emittenter från att inleda förhandlingar om sådana transaktioner.

Genom att göra det enklare för företag att notera sig på tillväxtmarknader för små och medelstora företag kommer detta initiativ att bidra till att underlätta anskaffande av kapital för europeiska företag. Det kommer att bidra till att bygga upp en finansieringstrappa som ger diversifierade finansieringskanaler för företag i alla deras utvecklingsetapper. Livskraftiga marknader är avgörande för att slutföra ovannämnda åtgärder inom ramen för kapitalmarknadsunionen. Dynamiska offentliga marknader för små och medelstora företag kan främja utvecklingen av riskkapitalfonder genom tillhandahållande av smidiga möjligheter till utträde. Utan denna möjlighet att frigöra sina investeringar kommer riskkapitalfonder att bli mindre villiga att låsa sitt kapital under ett företags tillväxtperiod. Riskkapitalmarknader för små och medelstora företag kan även stimulera kapitalinvesteringar via gräsrotsfinansiering. Precis som riskkapitalister eftersträvar även kapitalinvesteringar via gräsrotsfinansiering att frigöra sina investeringar och kräver därför välfungerande och likvida aktiemarknader för användning vid ett utträde ur de tillväxtföretag som de satsat på i ett tidigare skede. Detta initiativ syftar även till att avlägsna de regleringshinder som följer av tillämpningen av marknadssonderingsreglerna enligt marknadsmissbruksförordningen på börsnoterade små och medelstora företags privata placeringar av obligationer hos institutionella investerare.

2. RÄTTSLIG GRUND, SUBSIDIARITETSPRINCIPEN OCH PROPORTIONALITETSPRINCIPEN

• Rättslig grund

Den rättsliga grunden för marknadsmissbruksförordningen och prospektförordningen är artikel 114 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt (EUF-fördraget) vari de europeiska institutionerna tilldelas befogenheten att fastställa tillbörliga bestämmelser som syftar till att upprätta den inre marknaden och få den att fungera. Dessa förordningar kan endast ändras av unionslagstiftaren, i detta fall på grundval av artikel 114 i fördraget.

Enligt artikel 4 i EUF-fördraget måste EU:s åtgärder för att fullborda den inre marknaden bedömas mot bakgrund av subsidiaritetsprincipen i artikel 5.3 i fördraget om Europeiska unionen. Enligt subsidiaritetsprincipen ska åtgärder på EU-nivå endast vidtas när målen för de föreslagna åtgärderna inte kan uppnås i tillräcklig grad av medlemsstaterna själva och sålunda berättigar till åtgärder på EU-nivå.

• Subsidiaritetsprincipen (för icke-exklusiv befogenhet)

Enligt artikel 4 i EUF-fördraget måste EU:s åtgärder för att fullborda den inre marknaden bedömas mot bakgrund av subsidiaritetsprincipen i artikel 5.3 i fördraget om Europeiska

¹⁷ BCG och Linklaters, *Study on Identifying the market and regulatory Obstacles to the Development of Private Placements of Debt instruments in the EU* (studie om identifiering av marknadshinder och regleringshinder för utvecklingen av privata placeringar i skulder i EU), 2017.

unionen. Enligt subsidiaritetsprincipen ska åtgärder på EU-nivå endast vidtas när målen för de föreslagna åtgärderna inte kan uppnås i tillräcklig grad av medlemsstaterna själva och sålunda berättigar till åtgärder på EU-nivå.

Det måste bedömas huruvida de aktuella frågorna har transnationella aspekter och huruvida målen för de föreslagna åtgärderna inte kan uppnås i tillräcklig grad av medlemsstaterna inom ramen för deras nationella konstitutionella system (det så kallade *nödvändighetstestet*). I detta avseende bör noteras att multilaterala handelsplattformar med en inriktning på små och medelstora företag (och potentiella tillväxtmarknader för små och medelstora företag) till sin natur är mer lokala jämfört med reglerade marknader. Samtidigt har dessa handelsplatser en tydlig gränsöverskridande dimension, både eftersom investerare kan investera i handelsplatser utanför sin ursprungsmedlemsstat och eftersom emittenter ofta noterar sina aktier eller obligationer på en handelsplats belägen i en annan medlemsstat.

Det första målet med detta initiativ är att avlägsna onödiga administrativa bördor för att möjliggöra för små och medelstora företag att få enklare tillgång till offentliga marknader för aktier och obligationer och därmed diversifiera sina källor till kapital till att komma från var som helst i EU (och samtidigt bibehålla en hög grad av marknadsintegritet och investerarskydd). Det andra målet är att öka likviditeten för aktier som ges ut av emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag. Att uppnå dessa mål kommer att leda till ökade gränsöverskridande flöden av kapital och i slutändan till ekonomisk tillväxt och skapande av arbetstillfällen i alla EU-medlemsstater.

Administrativa krav som ställs på små och medelstora företag är ett resultat av tillämpningen av marknadsmissbruksförordningen och prospektförordningen. Dessa europeiska förordningar har direkt bindande rättslig kraft i alla medlemsstater. Medlemsstaterna ges nästan ingen flexibilitet att anpassa reglerna till lokala förhållanden eller till storleken av emittenter eller värdepappersföretag. De problem som uppstår till följd av dessa bestämmelser kan endast hanteras effektivt via lagstiftningsändringar på europeisk nivå¹⁸. De möjliga alternativen, dvs. icke-lagstiftningsåtgärder på unionsnivå (t.ex. riktlinjer från Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten och åtgärder på medlemsstatsnivå) skulle inte tillräckligt och effektivt kunna uppnå de fastställda målen, eftersom bestämmelserna i förordningarna inte skulle kunna ändras härvid.

Likviditeten för små och medelstora företags finansiella instrument (särskilt aktier) hämmas också av regleringsbrister till följd av marknadsmissbruksförordningen. I synnerhet kräver förordningen att medlemsstaterna inrättar en godtagen marknadspraxis för att göra det möjligt för emittenter belägna i deras jurisdiktioner att ingå ett avtal om tillhandahållande av likviditet med en förmedlare. Endast fyra medlemsstater har redan inrättat en godtagen marknadspraxis, vilket innebär att emittenter i 24 medlemsstater inte har denna möjlighet. Detta fragmenterar den inre marknaden och snedvrider konkurrensen mellan emittenter som har rätt att ingå ett likviditetsavtal och de som inte har denna möjlighet. Begränsad handel kan göra att investerare har en negativ uppfattning av likviditeten för de aktier som är noterade på tillväxtmarknader för små och medelstora företag och skulle kunna försämra trovärdigheten och attraktionskraften för dessa nyligen inrättade handelsplatser. Åtgärder krävs på EU-nivå för att säkerställa att de identifierade regleringsproblem som följer av EU-regler tas itu med på ett adekvat sätt och att likviditeten kan förbättras på dessa marknader.

¹⁸ Mål C-58/08 (Vodafone): ”Om det redan har antagits en rättsakt med stöd av artikel 95 EG som undanröjer samtliga handelshinder på det harmoniserade området, så får gemenskapslagstiftaren inte fråntas möjligheten att anpassa denna rättsakt när förutsättningarna förändras eller ny kunskap uppkommer med avseende på gemenskapslagstiftarens uppgift att skydda de allmänna intressen som erkänns i fördraget”.

Det bör övervägas huruvida målen skulle uppnås bättre genom åtgärder på europeisk nivå (det så kallade *testet av det europeiska mervärdet*). EU-åtgärder skulle, genom sin storskalighet, kunna minska den administrativa bördan för emittenter som är små och medelstora företag, samtidigt som lika villkor skulle säkerställas bland emittenter. De skulle leda till att snedvridning av konkurrensen undviks bland tillväxtmarknader för små och medelstora företag och ett säkrande av en hög nivå av investerarskydd och marknadsintegritet.

Vad gäller regleringshinder som försämrar tillhandahållande av likviditet skulle åtgärder på nationell nivå resultera i rättslig fragmentering och skulle kunna leda till snedvridning av konkurrensen bland tillväxtmarknader för små och medelstora företag i medlemsstaterna. Åtgärder på europeisk nivå lämpar sig bättre för att säkerställa enhetlighet och rättssäkerhet. Detta kommer att bidra till att på ett effektivt sätt uppnå målen i det andra direktivet om marknader för finansiella instrument (och i synnerhet skapandet av tillväxtmarknader för små och medelstora företag) samt kommer att bättre underlätta gränsöverskridande investeringar och konkurrens mellan börser, samtidigt som det säkerställs att marknaderna fungerar korrekt.

- **Proportionalitetsprincipen**

De föreslagna åtgärderna om att lätta bördan för börsnoterade små och medelstora företag respekterar proportionalitetsprincipen. De är adekvata för att uppnå målen och går inte utöver vad som är nödvändigt. När det i marknadsmissbruksförordningen ges ett alternativ för medlemsstater att lätta bördan för emittenter (t.ex. kan nationella behöriga myndigheter enligt artikel 19.9 besluta om att höja tröskeln över vilken transaktioner utförda av personer i ledande ställning ska redovisas för allmänheten från 5 000 euro till 20 000 euro) har kommissionen beslutat att inte lagstifta för att lämna utrymme för flexibilitet för medlemsstaterna att anpassa detta krav till lokala förhållanden. När det inte finns någon flexibilitet att anpassa marknadsmissbruksförordningen till lokala förhållanden är lagstiftningsåtgärder på EU-nivå absolut nödvändiga för att minska den administrativa bördan som läggs på emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag.

Den åtgärd som syftar till att förbättra likviditeten (skapandet av ett 29:e system för likviditetsavtal för emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag – se detaljerad förklaring nedan av de specifika bestämmelserna i förslaget) skapar en balans mellan inrättande av alleuropeiska standarder för likviditetsavtal samtidigt som utrymme för flexibilitet lämnas för medlemsstaterna att anta en godtagen marknadspraxis för likviditetsavtal (t.ex. att utöka omfattningen av likviditetsavtal till illikvida värdepapper utöver aktier på tillväxtmarknader för små och medelstora företag eller att skräddarsy sådana avtal enligt lokala särdrag).

- **Val av instrument**

De föreslagna lagstiftningsändringarna syftar i synnerhet till att minska den administrativa börda och de kostnader för efterlevnad som emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag står inför och som följer av tillämpningen av marknadsmissbruksförordningen och prospektförordningen. Detta initiativ syftar även till att främja likviditet genom att säkerställa att alla emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag i EU kan ingå ett avtal om tillhandahållande av likviditet.

Därför kommer de nuvarande bestämmelserna i marknadsmissbruksförordningen och prospektförordningen att ändras genom dessa lagstiftningsåtgärder. Eftersom många av de nödvändiga ändringarna skulle vara mindre ändringar av befintliga lagtexter kan de sammanfattas i en omnibusförordning. Den rättsliga grunden för prospekt- och

marknadssmissbruksförordningarna är artikel 114.1 i EUF-fördraget. Eventuella ändringsförordningar har därför samma rättsliga grund.

3. RESULTAT AV EFTERHANDSUTVÄRDERINGAR, SAMRÅD MED BERÖRDA PARTER OCH KONSEKVENSBEDÖMNINGAR

- **Samråd med berörda parter**

- (a) ”Samråd om ett mer proportionerligt regelverk för notering av små och medelstora företag”.

Den 18 december 2017 lanserade kommissions avdelningar ett offentligt samråd om notering av små och medelstora företag. Det inriktades på följande tre huvudsakliga områden: 1) Hur konceptet för tillväxtmarknader för små och medelstora företag, som skapades genom Mifid II, kan kompletteras. 2) Hur bördan kan minskas för företag noterade på tillväxtmarknader för små och medelstora företag. 3) Hur ekosystem kring lokala börser kan främjas, i synnerhet i syfte att förbättra likviditeten för aktier noterade på dessa handelsplatser. Kommissionen mottog 71 svar från berörda parter i 18 medlemsstater¹⁹.

När de berörda parterna tillfrågades om varför få små och medelstora företag ansöker om upptagning på europeiska offentliga marknader angav flera den administrativa börda som läggs på små och medelstora företag genom reglerna om marknadssmissbruk, transparens och offentliggörande. Marknadssmissbruksförordningen beskrevs som svårtolkad, och därmed som ett hinder för små och medelstora företags efterlevnad av europeisk lagstiftning.

De flesta berörda parter pekade även ut reglerna för transaktioner som utförs av personer i ledande ställning som en tung och dyr börda, och förordade en förlängning av fristen för anmälan av transaktioner, en utökning av tröskeln efter vilken transaktioner behöver anmälas, och överlämnande av ansvaret för redovisning av transaktioner som utförs av personer i ledande ställning för allmänheten till deras nationella behöriga myndighet. Angående tillvägagångssättet för insiderförteckningar var en stor majoritet av de som svarade eniga om att kravet var besvärligt och betungande – även om det sågs som nödvändigt. De var generellt sett positiva till kravet på emittenter att antingen tillhandahålla insiderförteckningar endast på begäran av den nationella behöriga myndigheten, eller att endast upprätthålla en förteckning över personer som har permanent tillgång till insiderinformation. Endast en liten minoritet argumenterade för att helt undanta emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag från att upprätthålla insiderförteckningar. Av de få berörda parter som uttryckte en åsikt om motiveringen till att skjuta upp anmälan av insiderinformation förordade en majoritet ett krav på att emittenter endast ska lämna in motiveringen på begäran av den nationella behöriga myndigheten, och att undanta dem från kravet att upprätthålla ett redovisningsregister. Återigen endast med beaktande av de som uttryckte en åsikt, förordade en klar majoritet av de berörda parterna ett undantag för privata placeringar av obligationer på tillväxtmarknader för små och medelstora företag från marknadssonderingsreglerna när investerare deltar i förhandlingarna om emissionen.

¹⁹ Sex offentliga myndigheter (två finansministerier, fyra nationella behöriga myndigheter). 18 börser. 35 branschorganisationer (sex för förmedlare, 14 för investeringsförvaltare/investmentbanker, fyra för försäkringsgivare, tre för redovisning/revision, två för kreditvärderingsinstitut, fyra för emittenter, en för pensionsförmedlare), två icke-statliga organisationer, två konsult-/advokatbyråer, två utvecklingsbanker och en akademisk institution. Esmas intressentgrupp för värdepapper och marknader och användargrupp för finansiella tjänster. Dessa berörda parter kommer från följande 18 medlemsstater: AT, BE, CZ, DE, DK, EE, EL, ES, FI, FR, HR, IE, IT, LV, NL, PL, SE, UK.

Bland de som uttryckte en åsikt ansåg en stor majoritet av de som svarade att lättnader borde beviljas för alla företag noterade på tillväxtmarknader för små och medelstora företag. Det hävdades att principen om en enhetlig uppsättning regler för samma marknad var nödvändig för att säkerställa klarhet och spridning för såväl investerare, emittenter som finansiella mellanhänder. Icke desto mindre hävdade några handelsplatser och företrädare för emittenter att regleringslättnader borde beviljas för alla små och medelstora företag, oavsett om de är noterade på en multilateral handelsplattform eller en reglerad marknad.

En majoritet av berörda parter motsatte sig regler för en obligatorisk överföring av emittenter från en tillväxtmarknad för små och medelstora företag till en reglerad marknad, och menade istället att en eventuell överföring till en reglerad marknad alltid bör bestämmas av emittenten. Icke desto mindre ansåg några att överföringar av noteringar bör underlättas genom tillbörliga regleringsincitament, som syftar till att minska den administrativa bördan och kostnaden för notering på en reglerad marknad. Olika berörda parter angav att ett sådant incitament skulle kunna ta formen av ett prospektundantag eller ett förenklat prospekt när en emittent flyttar från en tillväxtmarknad för små och medelstora företag till en reglerad marknad. Vad gäller de åtgärder som syftar till att öka likviditeten tillstod marknadsaktörerna på bred front fördelarna med likviditetsavtal. Bland de berörda parter som uttryckte en åsikt var ett stort antal överens om att det skulle innebära fördelar att skapa en EU-ram, även om många insisterade på behovet av att bibehålla utrymme för flexibilitet för anpassning av sådana avtal till lokala förhållanden. Några nationella behöriga myndigheter fruktade att sådan praxis skulle kunna ge upphov till manipulativ prissättning. Andra nationella behöriga myndigheter ansåg dock att det inte fanns någon anledning till oro, så länge ramen skulle anpassas för att förhindra manipulation, såsom är fallet enligt den godtagna marknadspraxis som för närvarande gäller.

(b) Halvtidsöversyn av kapitalmarknadsunionen

Den 20 januari 2017 lanserade kommissionens avdelningar ett offentligt samråd om halvtidsöversynen av kapitalmarknadsunionen. Flera av de som svarade efterlyste en väl avvägd översyn av de olika krav som åläggs icke-finansiella emittenter, i synnerhet små och medelstora företag. Dessa krav ansågs vara alltför betungande och avskräcka dessa emittenter från att ansöka om en börsnotering.

Angående den rättsliga ram som gäller för börsnoterade företag kritiserade de som svarade olika aspekter av marknadsmissbruksförordningen. Exempelvis kritiserades regler för transaktioner som utförs av personer i ledande ställning såväl som för insiderförteckningar för att vara alltför betungande för företag noterade på multilaterala handelsplattformar. Definitionen av insiderinformation ansågs vara alltför komplex och leda till en risk för ett förutsett och förhastat offentliggörande av information av noterade emittenter. Vissa av de som svarade ansåg att tillämpningsområdet för reglerna för marknadssonderingar enligt marknadsmissbruksförordningen var alltför brett och att flera marknadsaktörer skulle vara motvilliga att testas i sammanhanget av marknadssondering på grund av den rättsliga risk de skulle innebära. Andra som svarade ansåg att utökningen av marknadsmissbruksförordningen till företag noterade på multilaterala handelsplattformar gjorde tillgången till offentliga marknader dyrare, på grund av de direkta kostnaderna för övervakning och spridning av insiderinformation.

(c) Uppmaning att inkomma med synpunkter: EU:s regelverk för finansiella tjänster

Den 30 september 2015 lanserade kommissionens avdelningar en uppmaning att inkomma med synpunkter som syftade till att förbättra kvaliteten på det nuvarande regelverket för finansiella tjänster, inbegripet de som direkt skulle påverkas av åtgärder inom ramen för

kapitalmarknadsunionen. Inom ramen för denna uppmaning att inkomma med synpunkter fick reformerna av kapitalmarknadsunionen brett stöd av de som svarade. De uttryckte dock farhågor om hur lagstiftning om marknadsmissbruk, prospekt och värdepappersmarknader påverkar marknadsfinansiering för små och medelstora företag.

Angående reglerna för marknadsmissbruk och tillväxtmarknader för små och medelstora företag hävdade vissa som svarade att reglerna för marknadsmissbruk innebar en alltför stor börda för emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag, vilket i slutändan skulle kunna leda till mindre verksamhet och därmed minskad finansiering för små och medelstora företag. Särskild oro gällde utökningen av omfattningen av emittenters skyldigheter enligt reglerna för företag noterade på multilaterala handelsplattformar, såsom tillhandahållande av insiderförteckningar och anmälan av transaktioner utförda av personer i ledande ställning.

- **Insamling och användning av sakkunnigutlåtanden**

Den 14 november 2017 anordnade kommissionens avdelningar ett tekniskt seminarium med ungefär 25 företrädare från värdepappersbörser från 27 medlemsstater. Målet med seminariet var att diskutera tekniska bestämmelser och möjliga lättnader inom regelverket för små och medelstora företags tillgång till offentliga marknader, som en förberedelse inför 2017 års offentliga samråd om ett mer proportionerligt regelverk för notering av små och medelstora företag.

En majoritet av deltagarna påstod att marknadsmissbruksförordningen hade skapat dyra skyldigheter för emittenter som är små och medelstora företag och infört strikta krav, trots den viktiga roll den spelar i förhållande till investerarnas förtroende. De som svarade angav insiderinformationens beskaffenhet och den detaljrikedom som krävs vid offentliggörande av sådan information som orsaker till denna börda. Svårigheten att tydligt identifiera vad som ska ses som insiderinformation angavs som problematisk av vissa av de som svarade. Ett fåtal andra berörda parter kritiserade att sanktioner tillämpliga enligt marknadsmissbruksförordningen inte var proportionerliga gentemot företag noterade på multilaterala handelsplattformar, som ofta har ett börsvärde på mindre än 10 miljoner euro. Angående insiderförteckningar framhävde ett par deltagare att det undantag som införts för tillväxtmarknader för små och medelstora företag inte var meningsfullt, eftersom emittenter fortfarande behövde tillhandahålla insiderförteckningar i efterhand och ha förfaranden inrättade i detta syfte. Många berörda parter klagade på de strikta tidsfrister som ges till personer i ledande ställning att anmäla sina transaktioner, och hävdade att tidsfristen på tre dagar borde förlängas till fem dagar eller att två extra dagar borde beviljas för emittenter att offentliggöra sådan information. Vissa av dem förklarade även att transaktioner som utförs av personer i ledande ställning endast borde anmälas när de är väsentliga, dvs. av ett högre värde än den nuvarande tröskeln (5 000 euro). Tre handelsplatser var också eniga om att reglerna i marknadsmissbruksförordningen inte borde gälla i lika grad för emittenter av aktier och för de som endast emitterar skuldinstrument. Slutligen förklarade en deltagare att, eftersom de flesta obligationer från små och medelstora företag placeras privat, skulle undantaget från reglerna om marknadsmissbruk för privata placeringar utgöra en verklig lättnad.

Det angavs att marknadsaktörerna skulle välkomna mer klarhet i avtal om tillhandahållande av likviditet, med tanke på deras betydelse för både förmedlare och företag. Ett fåtal berörda parter förklarade att godtagen marknadspraxis för tillhandahållande av likviditet inte borde avlägsnas, och förespråkade rättssäkerhet i frågan.

Den 28 november 2017 anordnade kommissionens avdelningar även ett tekniskt seminarium vid vilket ungefär 30 företrädare för emittenter, investerare, förmedlare och andra finansiella mellanhänder samlades.

En stor majoritet av de berörda parterna var överens om att tillämpningen av marknadsmissbruksförordningen innebär väsentliga kostnader för små och medelstora företag. Vissa av dem föreslog att marknadsmissbruksförordningen borde avskaffas helt och hållet för marknader avsedda för små och medelstora företag, eller att lagstiftningen borde återgå till det tidigare regelverket enligt marknadsmissbruksförordningen, eftersom det nya regelverket ofta leder till att företag försöker avnotera sina aktier från marknaden. De berörda parterna anmärkte att det undantag som medges genom marknadsmissbruksförordningen från att föra och uppdatera en insiderförteckning har ett begränsat värde, eftersom ett företag fortfarande kan ombes av den nationella behöriga myndigheten att tillhandahålla en överväldigande mängd information, vilket knappast är hanterbart för mindre emittenter. Vissa deltagare påpekade att insiderhandel utgör en stor risk och potentiellt är skadligt för investerarnas förtroende. Att därför åtminstone behålla det permanenta avsnittet av insiderförteckningen skulle kunna tyckas vara ett balanserat tillvägagångssätt. Med avseende på transaktioner utförda av personer i ledande ställning angavs det av många att en förlängning av tidsfristen på tre dagar för att meddela marknaden inte skulle äventyra investerarskyddet. Några berörda parter angav att 20 000 euro skulle utgöra en mer proportionerlig tröskel för offentliggörande av transaktioner utförda av personer i ledande ställning, även om den skulle kunna höjas än mer utan att marknadsintegriteten skulle äventyras. Andra hävdade att ett krav på att den nationella behöriga myndigheten offentliggör transaktioner utförda av personer i ledande ställning skulle minska den börda som läggs på emittenter. Vissa deltagare hävdade att överföringar av noteringar på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag till en reglerad marknad borde stimuleras genom ett mindre betungande prospekt.

- **Konsekvensbedömning**

Detta förslag åtföljs av en konsekvensbedömning som lämnades den 19 mars 2018 och som – med förbehåll – godkändes av nämnden för lagstiftningskontroll den 22 april 2018.

Nämnden för lagstiftningskontroll begärde en ändring av utkastet till konsekvensbedömning för att klargöra i) initiativets motivering ur ett subsidiaritetsperspektiv, ii) hur initiativets omfattning fastställdes (vad gäller vilka åtgärder som ska inbegripas och hur dessa åtgärder grupperades i alternativ i konsekvensbedömningen) och iii) hur de föredragna alternativen skulle påverka investerarskyddet. De kommentarer som gavs av nämnden hanterades och integrerades i den slutliga versionen av konsekvensbedömningen.

I konsekvensbedömningen analyseras flera politiska alternativ för att uppnå de dubbla målen att minska den administrativa bördan för emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag samt att förbättra likviditeten för aktieinstrument noterade på dessa handelsplatser, samtidigt som en hög nivå av investerarskydd och marknadsintegritet upprätthålls.

Kommissionen genomförde en analys av problem som kan hämma tillgången till finansiella instrument på tillväxtmarknader för små och medelstora företag samt efterfrågan av sådana instrument (i synnerhet likviditetsfrågan som kan avskräcka investerare från att investera på dessa marknader). I konsekvensbedömningen beskrivs tre drivkrafter som förklarar dessa problem: 1) Den regleringsbörda för noterade små och medelstora företag som följer av tillämpningen av marknadsmissbruksförordningen. 2) Den otillräckliga definitionen av tillväxtmarknader för små och medelstora företag. 3) Bristen på mekanismer för främjande av handel och likviditet på tillväxtmarknader för små och medelstora företag.

Det bör noteras att vissa av dessa frågor är en följd av tillämpningen av den andra nivån av Mifid II och kommer att hanteras genom separata ändringar av kommissionens delegerade förordning (EU) 2017/565.

I tabellen nedan ges en sammanfattning av de olika lättnader som medges för emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag (enligt marknadsmissbruksförordningen och prospektförordningen) samt åtgärder som syftar till att främja likviditet för små och medelstora företags aktier, såväl som deras effekter för relevanta berörda parter.

Föredragna politiska alternativ	Inverkan på relevanta marknader/sektorer
Föredragna alternativ enligt marknadsmissbruksförordningen	
Antagande av en ny tidsfrist för offentliggörande av transaktioner utförda av personer i ledande ställning (två dagar från anmälningdagen för personerna i ledande ställning)	Detta skulle innebära en lättnad av den administrativa bördan för tillväxtmarknader för små och medelstora företag, genom att säkerställa att de har tillräcklig tid att offentliggöra transaktioner utförda av personer i ledande ställning. En ändring av tidsperiodens startpunkt bör endast ha en liten påverkan, eller ingen alls, på marknadsintegriteten.
Krav att upprätthålla en förteckning över personer som har permanent tillgång till insiderinformation	Detta skulle innebära en lättnad av bördan för emittenter, genom att kostnaden för upprättande av en tillfällig insiderförteckning för all insiderinformation. Inverkan på de nationella behöriga myndigheternas förmåga att upptäcka insiderhandel skulle vara minimal eftersom de i praktiken sällan förlitar sig på insiderförteckningar.
Motivering av uppskjuten insiderinformation ska endast göras på begäran (utan behov av något redovisningsregister)	Detta skulle minska den administrativa bördan för emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag, genom att undanta dem från att registrera en lång förteckning över information (redovisningsregister). Inverkan på marknadsintegritet skulle vara minimal eftersom de nationella behöriga myndigheterna fortfarande skulle meddelas vid en uppskjutning och kunna begära en motivering (som utarbetas i efterhand av emittenterna).
Undantag för förhandlade privata placeringar av obligationer hos institutionella investerare från reglerna för marknadssonderingar när ett alternativt förfarande för särbehandling i form av särskild information har inrättats	Detta skulle innebära en lättnad av den administrativa bördan för både emittenter (och de som agerar på deras vägnar) och investerare och skulle förenkla emission av privata placeringar. Ett alternativt förfarande för särbehandling i form av särskild information (wall-crossing procedure) skulle säkerställa att alla parter är medvetna om sina skyldigheter med avseende på offentliggörande av insiderinformation.
Skapande av ett europeiskt regelverk för avtal om tillhandahållande av likviditet för emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag, samtidigt som nationella behöriga myndigheter tillåts inrätta godtagen	Detta skulle förbättra likviditeten och minska volatiliteten för små och medelstora företags aktier och därmed göra tillväxtmarknader för små och medelstora företag mer attraktiva för investerare, mellanhänder och börser.

marknadspraxis	
Föredragna alternativ enligt prospektförordningen	
Skapande av ett enklare "överföringsprospekt" för emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag som varit noterade i minst tre år när de önskar att uppgradera sig till reglerade marknader	Detta skulle hjälpa företag som uppgraderar sig från en tillväxtmarknad för små och medelstora företag till en reglerad marknad, genom att låta dem tillhandahålla ett förenklat prospekt.

I konsekvensbedömningen noteras även att av skäl som rör konsekvens, enkelhet och klarhet för både investerare och emittenter bör lätnaderna enligt marknadsmissbruksförordningen medges för alla företag som är noterade på tillväxtmarknader för små och medelstora företag och inte endast för små och medelstora företag som är noterade på dessa handelsplatser.

I konsekvensbedömningen dras slutsatsen att det föreslagna paketet av åtgärder (genom detta omnibusförslag till förordning och de planerade riktade ändringarna av den andra nivån av Mifid II) kommer att bidra till det övergripande målet med kapitalmarknadsunionen om underlättande av tillgång till kapitalmarknader för mindre företag. Detta paket av åtgärder kommer att stödja företag noterade på tillväxtmarknader för små och medelstora företag genom att minska deras administrativa börda och genom att möjliggöra förbättrad likviditet. I konsekvensbedömningen understryks dock även att regleringsåtgärderna i detta initiativ inte skulle ha någon överväldigande inverkan på situationen för små företag som överväger en notering.

- **Lagstiftningens ändamålsenlighet och förenkling**

Detta initiativ syftar delvis till att minska kostnaderna för efterlevnad för emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag. Detta är fallet för de ändringar som planeras med avseende på marknadsmissbruksförordningen som skulle leda till en minskning av kostnader på uppskattningsvis mellan 4,03 miljoner euro och 9,32 miljoner euro per år. Detta skulle för varje emittent utgöra en minskning på 15–17,5 % av kostnader till följd av tillämpningen av marknadsmissbruksförordningen. Skapandet av ett "överföringsprospekt" som möjliggör för emittenter att flytta från en tillväxtmarknad för små och medelstora företag till en reglerad marknad skulle leda till kostnadsbesparingar på mellan 4,8 miljoner euro och 7,2 miljoner euro per år. Ett sådant "överföringsprospekt" skulle minska de kostnader som ådras för utarbetandet av detta dokument med 25–28,5 %.

- **Grundläggande rättigheter**

Framtida lagstiftningsåtgärder måste stämma överens med de relevanta grundläggande rättigheter som ingår i EU-stadgan om de grundläggande rättigheterna. Detta förslag återspeglar de grundläggande rättigheterna och följer de principer som erkänns i stadgan, i synnerhet näringsfrihet (artikel 16) och konsumentskydd (artikel 38). Eftersom detta initiativ syftar till att minska den administrativa börda som läggs på små emittenter skulle detta initiativ bidra till att förbättra näringsfriheten. De planerade ändringarna av marknadsmissbruksförordningen och prospektförordningen bör inte ha någon inverkan på konsumentskyddet, eftersom dessa riktade ändringar är utformade på ett sätt som kommer innebära ett bibehållande av en hög nivå av investerarskydd och marknadsintegritet.

4. BUDGETKONSEKVENSER

Initiativet förväntas inte ha någon anmärkningsvärd inverkan på EU:s budget.

5. ÖVRIGA INSLAG

- **Genomförandeplaner samt åtgärder för övervakning, utvärdering och rapportering**

Övervakning av inverkan av den nya förordningen kommer att genomföras av kommissionen. Nyckelparametrar för mätning av förordningens effektivitet vad gäller uppnåendet av de angivna målen (dvs. minskning av den administrativa bördan och förbättrad likviditet) kommer att vara följande:

- (1) Inverkan på emittenter och marknadsaktörer på tillväxtmarknader för små och medelstora företag
 - (a) Antal registrerade tillväxtmarknader för små och medelstora företag
 - (b) Antal noteringar och börsvärde på tillväxtmarknader för små och medelstora företag
 - (c) Antal och storlek på börsintroduktioner och obligationsintroduktioner på tillväxtmarknader för små och medelstora företag
 - (d) Antal och storlek på europeiska små och medelstora företags börsintroduktioner och obligationsintroduktioner i tredjeländer
 - (e) Andelen bankbaserad jämfört med andelen kapitalmarknadsbaserad extern finansiering av små och medelstora företag
 - (f) Antal och volym för privata placeringar av noterade obligationer hos institutionella investerare
 - (g) Antal ”överföringsprospekt”
- (2) Inverkan på likviditeten för tillväxtmarknader för små och medelstora företag
 - (a) Antal likviditetsavtal som ingåtts för emittenter
 - (b) Transaktionsvolym (kalibrerade gentemot antalet noteringar per handelsplats)
 - (c) Genomsnittligt antal omsättningsbara aktier
 - (d) Genomsnittlig skillnad mellan köp- och säljkurs för noteringar
 - (e) Genomsnittlig likviditet vid fastställd kursgräns
 - (f) Genomsnittligt orderdjup på marknaden
 - (g) Genomsnittlig tid till genomförande av ordrar
 - (h) Genomsnittlig daglig volatilitet

Denna förteckning över indikatorer är inte uttömmande och kan utökas till att omfatta övervakningen av ytterligare effekter. Ytterligare indikatorer kan, till exempel, bidra till att även mäta effektiviteten av andra icke-lagstiftningsåtgärder som utgör del av det bredare paketet för notering av små och medelstora företag. Det bör även noteras att det inte finns några fastställda konkreta kvantitativa mål för någon av indikatorerna i förteckningen. Eftersom det finns en lång rad faktorer som i hög grad kommer att påverka indikatorerna men som inte hanteras inom ramen för detta initiativ bör effektiviteten av initiativet snarare värderas på grundval av i vilken riktning indikatorerna rör sig.

Många av indikatorerna skulle kräva hjälp, och datauppgifter, från medlemsstater, nationella behöriga myndigheter, Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma) samt marknadsaktörer. Detta gäller i synnerhet för indikatorer för likviditet.

- **Ingående redogörelse för de specifika bestämmelserna i förslaget**

- (a) Ändringar av marknadsmissbruksförordningen

Undantag från reglerna för marknadssondering för privata placeringar av obligationer hos kvalificerade investerare

För att främja utvecklingen av obligationsmarknader för privata placeringar föreslår kommissionen en ändring av reglerna för marknadssondering i artikel 11 i marknadsmissbruksförordningen. För närvarande kan en privat placering av obligationer hos kvalificerade investerare (dvs. ett offentligt erbjudande som enbart riktar sig till kvalificerade investerare enligt definitionen i prospektförordningen) omfattas av reglerna för marknadssondering. Detta är fallet eftersom en sådan emission möjligen kan påverka kreditvärdigheten för en emittent som redan har värdepapper (t.ex. aktier eller obligationer) upptagna till handel på en handelsplats och därför kan utgöra insiderinformation.

Denna tekniska ändring av artikel 11 i marknadsmissbruksförordningen kommer att syfta till att klargöra att meddelande av information till potentiella kvalificerade investerare med vilka alla villkor för en privat placerad obligationstransaktion (inbegripet avtalsvillkor) förhandlas inte kommer att omfattas av reglerna för marknadssondering. Detta undantag kommer att vara tillgängligt när i) den emittent som eftersträvar en privat placering av obligationer redan har sina aktierelaterade eller icke aktierelaterade finansiella instrument upptagna till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag, och ii) ifall ett alternativt förfarande för särbehandling i form av särskild information²⁰ har inrättats, genom vilket eventuella potentiella kvalificerade investerare tillstår de regleringsrelaterade skyldigheter som hänger samman med tillgång till insiderinformation. Detta alternativa förfarande för särbehandling i form av särskild information kan ta formen av ett sekretessavtal.

Avtal om tillhandahållande av likviditet för emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag

Enligt ändringarna av artikel 13 i marknadsmissbruksförordningen kommer emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag att ha möjlighet att ingå ett ”avtal om tillhandahållande av likviditet” med en finansiell mellanhand som kommer att anförtros uppgiften att förbättra likviditeten för emittentens aktier. Detta kommer att tillåtas även om den nationella behöriga myndighet där tillväxtmarknaden för små och medelstora företag är belägen inte har inrättat någon godtagen marknadspraxis för avtal om tillhandahållande av likviditet i enlighet med artikel 13 i marknadsmissbruksförordningen.

Denna möjlighet kommer att vara beroende av tre villkor: i) Avtalet om tillhandahållande av likviditet ska uppfylla de villkor som fastställs i artikel 13.2 och i de tekniska standarder för genomförande som ska tas fram av Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten. ii) Den som tillhandahåller likviditet ska vara ett värdepappersföretag godkänt enligt Mifid II och en marknadsaktör på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag där emittenten har sina aktier upptagna till handel. iii) Marknadsaktören eller värdepappersföretaget som driver verksamheten på tillväxtmarknaden för små och medelstora företag ska informeras om ingåendet av ett avtal om likviditet och instämma i dess villkor. Dessa villkor ska alltid vara

²⁰ Särbehandling i form av särskild information definieras som att genom att förse en person med insiderinformation göra denna till en ”insider”.

uppfylla och de relevanta nationella behöriga myndigheterna får begära en kopia av avtalet om likviditet från emittenten eller från det värdepappersföretag som tillhandahåller likviditet.

Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten kommer att ges befogenhet att ta fram tekniska standarder för genomförande som sörjer för en mall för avtal om tillhandahållande av likviditet. I dessa tekniska standarder för genomförande kommer de krav att fastställas som sådana avtal om tillhandahållande av likviditet ska uppfylla för att vara lagliga i alla medlemsstater.

Denna nya bestämmelse kommer inte hindra medlemsstater från att anta en godtagen marknadspraxis i enlighet med artikel 13, att skräddarsy avtal om tillhandahållande av likviditet efter lokala förhållanden eller att utöka omfattningen av avtal om likviditet utöver emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag (t.ex. för illikvida värdepapper noterade på reglerade marknader).

Motivering till uppskjutandet av offentliggörande av insiderinformation

Målet med denna ändring av artikel 17 i marknadsmissbruksförordningen är att minska de skyldigheter som åläggs emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag när de beslutar att skjuta upp offentliggörandet av insiderinformation.

Enligt denna ändring kommer emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag fortfarande att vara skyldiga att meddela en sådan uppskjutning till den relevanta nationella behöriga myndigheten. De kommer dock endast att hållas ansvariga för att motivera uppskjutningen vid begäran från den nationella behöriga myndigheten (i stället för att behöva göra detta under alla omständigheter). Dessutom skulle alla emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag undantas från kravet att föra en förteckning över utförlig information för att motivera uppskjutningen på löpande basis (såsom för närvarande är fastställt i kommissionens genomförandeförordning (EU) 2016/1055). Motiveringen kommer att utarbetas i efterhand om och när emittenten mottar en begäran från den nationella behöriga myndigheten.

Insiderförteckningar för tillväxtmarknader för små och medelstora företag

Enligt marknadsmissbruksförordningen (artikel 18.6) krävs inte att emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag upprätthåller insiderförteckningar på löpande basis, under förutsättning att i) emittenten vidtar alla rimliga åtgärder för att säkerställa att alla personer med tillgång till insiderinformation är medvetna om de rättsliga skyldigheter som detta för med sig och de sanktioner som är tillämpliga, och att emittenten har möjlighet att på begäran förse den behöriga myndigheten med en insiderförteckning.

Denna ändring föreslås ersätta den nuvarande lättnad som medges genom marknadsmissbruksförordningen för emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag genom en mindre betungande ”förteckning över personer som har permanent tillgång till insiderinformation”. Detta skulle vara enklare för små och medelstora företag att ta fram, samtidigt som det fortfarande är meningsfullt för de nationella behöriga myndigheternas utredningar av fall av insiderhandel. Denna ”förteckning över personer som har permanent tillgång till insiderinformation” skulle inbegripa alla personer som har regelbunden tillgång till insiderinformation med anknytning till emittenten i fråga på grund av sin ställning hos emittenten (såsom medlemmar i organ avseende administration, ledning eller tillsyn) eller sin befattning (chefer i en ställning att fatta ledningsbeslut som påverkar den framtida utvecklingen av emittenternas affärsutsikter samt administrativ personal med regelbunden tillgång till insiderinformation). Denna lättnad kommer endast att beviljas för emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag utan att det påverkar skyldigheterna för de personer som agerar på deras vägnar eller för deras räkning (såsom revisorer, advokater,

kreditvärderingsinstitut etc.) att upprätta, uppdatera och vid begäran förse den nationella behöriga myndigheten med sina egna insiderförteckningar i enlighet med artikel 18.1 och 18.5.

Transaktioner utförda av personer i ledande ställning vid emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag

För närvarande ska personer i ledande ställning och närstående personer redovisa sina transaktioner för den nationella behöriga myndigheten och för emittenten inom tre dagar efter transaktionsdagen. Samtidigt ska emittenten offentliggöra informationen för marknaden, också senast tre dagar efter transaktionen. De som svarade vid det offentliga samrådet underströk den tekniska omöjligheten att uppfylla tidsfristen på tre dagar för anmälan när emittenten redan mottar informationen från personen i ledande ställning sent, eftersom tredagarsperioden omfattar redovisningen av både närstående personer och personer i ledande ställning till emittenten samt den från emittenten till marknaden.

Enligt denna ändring skulle personer i ledande ställning och närstående personer med koppling till emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag erfordras att meddela emittenten och den nationella behöriga myndigheten inom tre affärsdagar. Sedan kommer emittenten, efter anmälan från personer i ledande ställning och närstående personer, att ha ytterligare två dagar för att offentliggöra informationen.

(b) Ändring av prospektförordningen

Överföringsprospekt

Emittenter som är noterade under en viss period på tillväxtmarknader för små och medelstora företag är skyldiga att tillhandahålla ett fullständigt prospekt när de vill uppgradera sig till en reglerad marknad. Detta är fallet eftersom det inte finns några förenklade tidsplaner för prospekt (såsom "EU-tillväxtprospektet" eller det förenklade prospektet för sekundäremissioner) tillgängliga för dem i en sådan situation. Denna ändring av prospektförordningen skulle skapa ett förenklat "överföringsprospekt" för företag som varit noterade i minst tre år på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag och som önskar flytta till en reglerad marknad. Emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag omfattas av löpande redovisningskrav enligt marknadsmissbruksförordningen och reglerna för operatören av tillväxtmarknaden för små och medelstora företag, såsom krävs enligt direktiv 2014/65/EU. Därigenom förser de investerare med mycket information. Ett överföringsprospekt (baserat på det förenklade prospekt för sekundäremissioner som föreskrivs i prospektförordningen) bör därför finnas tillgängligt för emittenter i en sådan situation. Detta prospekt skulle vara tillgängligt när emittenter på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag eftersträvar i) en upptagning av sina värdepapper till handel på en reglerad marknad eller ii) både en upptagning och ett nytt erbjudande av värdepapper på en reglerad marknad.

Förslag till

EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS FÖRORDNING

om ändring av förordningarna (EU) nr 596/2014 och (EU) 2017/1129 vad gäller främjande av användning av tillväxtmarknader för små och medelstora företag

(Text av betydelse för EES)

EUROPAPARLAMENTET OCH EUROPEISKA UNIONENS RÅD HAR ANTAGIT DENNA FÖRORDNING

med beaktande av fördraget om Europeiska unionens funktionssätt, särskilt artikel 114,
med beaktande av Europeiska kommissionens förslag,
efter översändande av utkastet till lagstiftningsakt till de nationella parlamenten,
med beaktande av Europeiska centralbankens yttrande¹,
med beaktande av Europeiska ekonomiska och sociala kommitténs yttrande²,
i enlighet med det ordinarie lagstiftningsförfarandet³, och
av följande skäl:

- (1) Initiativet om kapitalmarknadsunionen syftar till att minska beroendet av banklån, till att diversifiera marknadsbaserade finansieringskällor för små och medelstora företag samt till att främja emission av obligationer och aktier av små och medelstora företag på offentliga marknader. Företag som är etablerade i unionen och som vill anskaffa kapital på handelsplatser står inför stora engångskostnader och löpande kostnader för offentliggörande och efterlevnad som kan avskräcka dem från att ens eftersträva en upptagning till handel på en handelsplats i unionen. Dessutom tenderar aktier emitterade av små och medelstora företag på handelsplatser att lida av lägre nivåer av likviditet och högre volatilitet, vilket ökar kostnaden för kapital och gör denna finansieringskälla alltför problematisk.
- (2) Genom Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU⁴ skapades en ny typ av handelsplats, tillväxtmarknader för små och medelstora företag, en undergrupp av multilaterala handelsplattformar (MTF-plattformar), i syfte att underlätta tillgång till kapital för små och medelstora företag och för att underlätta ytterligare utveckling av specialiserade marknader som syftar till att tillgodose behoven hos emittenter som är små och medelstora företag. I direktiv 2014/65/EU förutsågs även följande: ”Uppmärksamhet bör fästas vid hur framtida reglering ytterligare bör stödja och främja användningen av den marknaden så att den blir attraktiv för investerare, och

¹ EUT C [...], [...], s. [...].

² EUT C , , s. .

³ Europaparlamentets ståndpunkt av den ... (EUT ...) och rådets beslut av den ...

⁴ Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU (EUT L 173, 12.6.2014, s. 349).

minska de administrativa bördorna och skapa ytterligare incitament för små och medelstora företag att få tillgång till kapitalmarknaderna genom dessa marknader.”

- (3) Det har dock noterats att emittenter som tas upp till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag omfattas av relativt få regellättnader jämfört med emittenter som tas upp till handel på multilaterala handelsplattformar eller reglerade marknader. De flesta av de krav som fastställs i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014⁵ gäller på samma sätt för alla emittenter, oavsett deras storlek eller vilken handelsplats deras finansiella instrument tas upp till handel på. Den låga nivån av differentiering mellan emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag och på multilaterala handelsplattformar avskräcker multilaterala handelsplattformar från att ansöka om registrering som en tillväxtmarknad för små och medelstora företag. Det är därför nödvändigt att införa ytterligare lättnader för att på ett adekvat sätt främja användningen av tillväxtmarknader för små och medelstora företag.
- (4) Attraktionskraften hos tillväxtmarknader för små och medelstora företag bör stärkas genom att ytterligare minska de kostnader för efterlevnad och den administrativa börda som emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag står inför. För att säkerställa högsta möjliga standarder för efterlevnad på reglerade marknader bör de lättnader som föreskrivs i denna förordning begränsas till företag noterade på tillväxtmarknader för små och medelstora företag, trots att alla små och medelstora företag inte är noterade på sådana tillväxtmarknader, och trots att alla företag som är noterade på tillväxtmarknader för små och medelstora företag inte är små och medelstora företag. Enligt direktiv 2014/65/EU kan upp till 50 % företag som inte är små eller medelstora tas upp till handel på tillväxtmarknader för små och medelstora företag för att bibehålla lönsamheten hos affärsmodellen för dessa tillväxtmarknader genom, bland annat, likviditet hos värdepapper från företag som inte är små eller medelstora. Mot bakgrund av riskerna med att tillämpa olika uppsättningar regler för emittenter noterade på samma kategori av handelsplats, nämligen tillväxtmarknader för små och medelstora företag, bör de ändringar som fastställts i denna förordning inte begränsas till endast emittenter som är små och medelstora företag. För att uppnå enhetliga villkor för emittenter och tydlighet för investerare bör lättnaderna avseende kostnader för efterlevnad och administrativa bördor gälla för alla emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag, oavsett deras börsvärde. Tillämpning av samma uppsättning regler för emittenter säkerställer också att företag inte straffas på grund av att de växer och inte längre är små eller medelstora.
- (5) Enligt artikel 11 i förordning (EU) nr 596/2014 omfattar marknadssonderingar överföring av information, innan en transaktion aviseras, i syfte att bedöma potentiella investerares intresse av en eventuell transaktion och villkoren relaterade till den, såsom dess potentiella storlek eller prissättning, till en eller flera potentiella investerare. Under förhandlingsetappen av en privat placering av obligationer inleder emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag diskussioner med en begränsad uppsättning av potentiella kvalificerade investerare (enligt definitionen i

⁵ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordning) och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG (EUT L 173, 12.6.2014, s. 1).

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129⁶), och förhandlar alla transaktionens avtalsvillkor med dessa kvalificerade investerare. Meddelandet av information under den förhandlingsetappen av en privat placering av obligationer syftar till strukturering och slutförande av hela transaktionen, och inte till att bedöma potentiella investerares intresse vad gäller en förutbestämd transaktion. Införande av marknadssondering för privata placeringar av obligationer kan därför vara betungande och fungera avskräckande mot att inleda diskussioner om sådana transaktioner för både emittenter och investerare. I syfte att göra privat placering av obligationer på tillväxtmarknader för små och medelstora företag mer attraktivt bör dessa transaktioner undantas från tillämpningsområdet för reglerna för marknadssondering, förutsatt att ett adekvat sekretessavtal har inrättats.

- (6) Viss likviditet hos en emittents aktier kan uppnås genom likviditetsmekanismer såsom marknadsgarantarrangemang eller likviditetsavtal. Ett marknadsgarantarrangemang omfattar ett avtal mellan marknadsoperatören och en tredje part som åtar sig att upprätthålla likviditeten för vissa aktier och i utbyte åtnjuter rabatter på handelsavgifter. Ett likviditetsavtal omfattar ett avtal mellan en emittent och en tredje part som åtar sig att tillhandahålla likviditet för emittentens aktier, och på dennes vägnar. För att säkerställa att marknadsintegriteten upprätthålls till fullo bör likviditetsavtal vara tillgängliga för alla emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag i unionen, förutsatt att ett antal villkor uppfylls. Alla behöriga myndigheter har inte inrättat godtagen marknadspraxis för likviditetsavtal i enlighet med artikel 13 i förordning (EU) nr 596/2014, vilket innebär att alla emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag för närvarande inte har tillgång till likviditetssystem i unionen. Den avsaknaden av likviditetssystem kan utgöra ett hinder för effektiv utveckling av tillväxtmarknader för små och medelstora företag. Det är därför nödvändigt att skapa en unionsram som gör det möjligt för emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag att ingå ett likviditetsavtal med någon som tillhandahåller likviditet i en annan medlemsstat i avsaknad av en godtagen inrättad marknadspraxis på nationell nivå. Unionsramen för likviditetsavtal för tillväxtmarknader för små och medelstora företag bör dock inte ersätta, utan snarare komplettera, befintlig eller framtida godtagen marknadspraxis. Behöriga myndigheter bör behålla möjligheten att inrätta godtagen marknadspraxis för likviditetsavtal för att skräddarsy sina villkor enligt lokala särdrag eller för att utöka sådana avtal till att omfatta illikvida värdepapper utöver aktier på tillväxtmarknader för små och medelstora företag.
- (7) För att säkerställa en enhetlig tillämpning av unionsramen för likviditetsavtal som avses i skäl 6, bör förordning (EU) nr 596/2014 ändras för att ge kommissionen befogenhet att anta tekniska standarder för genomförande som tagits fram av Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten, för fastställande av en mall som ska användas för sådana avtal. Kommissionen bör anta dessa tekniska standarder för genomförande genom genomförandeakter enligt artikel 291 i EUF-fördraget och i enlighet med artikel 15 i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1095/2010⁷.

⁶ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 av den 14 juni 2017 om prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad, och om upphävande av direktiv 2003/71/EG (EUT L 168, 30.6.2017, s. 12).

⁷ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1095/2010 av den 24 november 2010 om inrättande av en europeisk tillsynsmyndighet (Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten), om ändring

- (8) Enligt artikel 17.4 i förordning (EU) nr 596/2014 kan emittenter välja att skjuta upp offentliggörandet av insiderinformation om deras legitima intressen sannolikt skulle skadas. Emittenter är dock skyldiga att meddela den behöriga myndigheten om detta och ge en förklaring till de skäl som ligger till grund för beslutet. Kravet för emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag att skriftligen dokumentera skälen till varför de har beslutat att skjuta upp offentliggörandet kan vara betungande. Ett mindre betungande krav för emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag som endast går ut på att förklara skälen till uppskjutningen på begäran av den behöriga myndigheten skulle inte ha någon väsentlig påverkan på den behöriga myndighetens förmåga att övervaka offentliggörandet av insiderinformation, samtidigt som den administrativa bördan för emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag väsentligen skulle reduceras, under förutsättning att behöriga myndigheter fortfarande skulle meddelas om beslutet att skjuta upp offentliggörandet och skulle kunna inleda en utredning om de hyser tvivel om det beslutet.
- (9) De nuvarande mindre strikta kraven för emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag att endast, i enlighet med artikel 18.6 i förordning (EU) nr 596/2014, tillhandahålla en insiderförteckning på begäran av den behöriga myndigheten har i praktiken en begränsad effekt eftersom dessa emittenter fortfarande omfattas av löpande övervakning av de personer som anses ha insiderinformation inom ramen för löpande projekt. Den befintliga lättningen bör därför ersättas av en möjlighet för emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag att endast upprätthålla en förteckning över personer som har permanent tillgång till insiderinformation, som skulle inbegripa personer som har regelbunden tillgång till insiderinformation på grund av sin funktion eller befattning hos emittenten.
- (10) Enligt artikel 19.3 i förordning (EU) nr 596/2014 måste emittenter offentliggöra transaktioner som utförs av personer i ledande ställning och närstående personer till dessa inom tre dagar efter transaktionen. Samma tidsfrist gäller för personer i ledande ställning och närstående personer vad gäller deras skyldighet att rapportera sina transaktioner till emittenten. När emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag meddelas sent av personer i ledande ställning och närstående personer om deras transaktioner är det tekniskt krävande för dessa emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag att följa tredagarsfristen, vilket kan ge upphov till ansvarsproblem. Emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag bör därför tillåtas att offentliggöra transaktioner inom två dagar efter det att dessa transaktioner har meddelats av personerna i ledande ställning och de närstående personerna.
- (11) Tillväxtmarknader för små och medelstora företag bör inte uppfattas som ett slutligt steg i emittenters expansion och bör möjliggöra för framgångsrika företag att växa och en dag flytta till reglerade marknader, för att dra nytta av bättre likviditet och en större grupp av investerare. För att underlätta övergången från en tillväxtmarknad för små och medelstora företag till en reglerad marknad bör växande företag kunna använda de förenklade reglerna för offentliggörande för upptagning på en reglerad marknad, enligt vad som fastställs i artikel 14 i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129, under förutsättning att de företagen redan har varit upptagna till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag i minst tre år. Denna period borde göra det möjligt för emittenter att ha en tillräcklig verksamhetstid och förse marknaden

av beslut nr 716/2009/EG och om upphävande av kommissionens beslut 2009/77/EG (EUT L 331, 15.12.2010, s. 84).

med information om sina finansiella resultat och rapporteringskrav enligt reglerna i direktiv 2014/65/EU.

- (12) Enligt Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002⁸ är emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag inte skyldiga att offentliggöra sina årsredovisningar enligt IFRS. För att undvika att frånga standarderna för reglerade marknader bör dock emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag som önskar använda de förenklade reglerna för offentliggörande för en överföring till en reglerad marknad utarbeta sina senaste årsredovisningar, inbegripet jämförande information för det föregående året i enlighet med den förordningen.
- (13) Förordningarna (EU) nr 596/2014 och (EU) 2017/1129 bör därför ändras i enlighet med detta.
- (14) De ändringar som fastställs i denna förordning bör börja tillämpas sex månader efter denna förordnings ikraftträdande för att ge tillräcklig tid för de nuvarande operatörerna av tillväxtmarknader för små och medelstora företag att anpassa sina regelverk.

HÄRIGENOM FÖRESKRIVS FÖLJANDE.

Artikel 1

Ändringar av förordning (EU) nr 596/2014

Förordning (EU) nr 596/2014 ska ändras på följande sätt:

- 1. I artikel 11 ska följande punkt 1a införas:

”1a. Om ett erbjudande om värdepapper endast riktas till kvalificerade investerare enligt definitionen i artikel 2 e i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129* ska meddelande av information till dessa kvalificerade investerare i syfte att förhandla avtalsvillkoren för deras deltagande i en emission av obligationer av en emittent som har finansiella instrument upptagna till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag inte utgöra marknadssondering och ska inte utgöra olagligt röjande av insiderinformation. Emittenten ska säkerställa att de kvalificerade investerare som mottar informationen är medvetna om, och skriftligen bekräftar, de rättsliga skyldigheter som detta för med sig och de sanktioner som är tillämpliga vid insiderhandel och olagligt röjande av insiderinformation.

* Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 av den 14 juni 2017 om prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad, och om upphävande av direktiv 2003/71/EG (EUT L 168, 30.6.2017, s. 12).”

- 2. I artikel 13 ska följande punkter 12 och 13 införas:

”12. En emittent vars finansiella instrument har tagits upp till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag får ingå ett likviditetsavtal för sina aktier förutsatt att följande villkor är uppfyllda:

⁸ Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002 av den 19 juli 2002 om tillämpning av internationella redovisningsstandarder (EGT L 243, 11.9.2002, s. 1).

- (a) Villkoren för likviditetsavtalet stämmer överens med de kriterier som fastställs i artikel 13.2 i denna förordning och i kommissionens delegerade förordning (EU) 2016/908**.
- (b) Likviditetsavtalet inrättas i enlighet med den mall som hänvisas till i punkt 13.
- (c) Den som tillhandahåller likviditet är vederbörligen auktoriserad av den behöriga myndigheten i enlighet med direktiv 2014/65/EU och registrerad som en marknadsaktör av marknadsoperatören eller det värdepappersföretag som driver verksamheten på tillväxtmarknaden för små och medelstora företag.
- (d) Marknadsoperatören eller det värdepappersföretag som driver verksamheten på tillväxtmarknaden för små och medelstora företag bekräftar skriftligen att den/det mottagit en kopia av likviditetsavtalet och går med på detta avtals villkor.

Den emittent som hänvisas till i första stycket i denna punkt ska vid alla tidpunkter kunna påvisa att de villkor enligt vilka avtalet ingicks hela tiden är uppfyllda. Denna emittent och det värdepappersföretag som driver verksamheten på tillväxtmarknaden för små och medelstora företag ska förse de relevanta behöriga myndigheterna med en kopia av likviditetsavtalet på deras begäran.

13. För att säkerställa enhetliga villkor för tillämpning av punkt 12 ska Esma utarbeta förslag till tekniska standarder för genomförande med en avtalsmall som ska användas vid ingående av likviditetsavtal för att säkerställa efterlevnad av de villkor som fastställs i artikel 13. Esma ska senast den [...] överlämna dessa förslag till tekniska standarder för genomförande till kommissionen. Kommissionen ska ges befogenhet att anta de tekniska standarder för genomförande som avses i första stycket i enlighet med artikel 15 i förordning (EU) nr 1095/2010.

** Kommissionens delegerade förordning (EU) 2016/908 av den 26 februari 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 om fastställande av tekniska standarder för tillsyn för kriterierna, förfarandet och kraven för fastställande av en godtagen marknadspraxis och kraven för att bibehålla den, avsluta den eller ändra villkoren för dess godkännande (EUT L 153, 10.6.2016, s. 3). ”.

3. I artikel 17.4 ska följande stycke läggas till:

”En emittent vars finansiella instrument tas upp till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag och som har beslutat att skjuta upp offentliggörandet av insiderinformation ska meddela detta beslut till den behöriga myndigheten. Förklaringarna till beslutet om att skjuta upp ska endast tillhandahållas på begäran av den behöriga myndighet som specificeras i enlighet med punkt 3. Denna behöriga myndighet ska inte kräva att emittenten bevarar dokumentation avseende denna förklaring.”.

4. I artikel 18 ska punkt 6 ersättas med följande:

”6. Emittenter var finansiella instrument har tagits upp till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag ska i sina insiderförteckningar endast tillåtas att ta med de personer som, på grund av sin funktion eller befattning hos emittenten, har regelbunden tillgång till insiderinformation. Angående emittenter som tas upp till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag förblir alla personer som agerar på denna emittents vägnar, eller för dennes räkning, föremål för de krav som fastställs i punkterna 1–5.

Den förteckningen ska tillhandahållas den behöriga myndigheten på begäran från densamma.”.

5. I artikel 19.3 första stycket ska följande mening läggas till:

”Emittenter vars finansiella instrument tas upp till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag ska ha två affärsdagar efter mottagandet av en anmälan enligt punkt 1 för att offentliggöra informationen i denna anmälan.”.

Artikel 2

Ändringar av förordning (EU) nr 2017/1129

Artikel 14 i förordning (EU) 2017/1129 ska ändras på följande sätt:

1. I punkt 1 första stycket ska följande led d läggas till:

”d) Emittenter som har varit upptagna till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag under minst tre år och som eftersträvar upptagning av befintliga eller nya värdepapper till handel på en reglerad marknad.”.

2. I punkt 2 andra stycket ska följande mening läggas till:

”För emittenter som avses i punkt 1 första stycket led d ska de senaste årsredovisningarna, innehållande jämförande information för det föregående året som inbegrips i det förenklade prospektet utarbetas i enlighet med IFRS som godkänts i unionen i enlighet med förordning (EG) nr 1606/2002***.

*** Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002 av den 19 juli 2002 om tillämpning av internationella redovisningsstandarder (EGT L 243, 11.9.2002, s. 1). ”.

Artikel 3

Ikraftträdande och tillämpning

Denna förordning träder i kraft den tjugonde dagen efter det att den har offentliggjorts i *Europeiska unionens officiella tidning*.

Den ska börja tillämpas sex månader efter det att den trätt i kraft.

Denna förordning är till alla delar bindande och direkt tillämplig i alla medlemsstater.

Utfärdad i Bryssel den

På Europaparlamentets vägnar
Talmannen

På rådets vägnar
Ordföranden