



Europeiska
unionens råd

Bryssel den 8 december 2022
(OR. en)

15834/22

**Interinstitutionellt ärende:
2022/0405 (COD)**

EF 369
ECOFIN 1299
CODEC 1970

FÖLJENOT

från:	Europeiska kommissionens generalsekreterare, undertecknat av Martine DEPREZ, direktör
inkom den:	8 december 2022
till:	Thérèse BLANCHET, generalsekreterare för Europeiska unionens råd
Komm. dok. nr:	COM(2022) 760 final
Ärende:	Förslag till EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV om ändring av direktiv 2014/65/EU för att göra de offentliga kapitalmarknaderna i unionen attraktivare för företag och ge små och medelstora företag enklare tillgång till kapital och om upphävande av direktiv 2001/34/EG

För delegationerna bifogas dokument – COM(2022) 760 final.

Bilaga: COM(2022) 760 final



EUROPEISKA
KOMMISSIONEN

Bryssel den 7.12.2022
COM(2022) 760 final

2022/0405 (COD)

Förslag till

EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV

om ändring av direktiv 2014/65/EU för att göra de offentliga kapitalmarknaderna i unionen attraktivare för företag och ge små och medelstora företag enklare tillgång till kapital och om upphävande av direktiv 2001/34/EG

(Text av betydelse för EES)

{SEC(2022) 760 final} - {SWD(2022) 762 final} - {SWD(2022) 763 final}

MOTIVERING

1. BAKGRUND TILL FÖRSLAGET

• Motiv och syfte med förslaget

Politisk bakgrund

Detta förslag ingår i noteringslagpaketet, som är ett antal åtgärder som ska göra offentliga marknader attraktivare för företag i EU och ge små och medelstora företag enklare tillgång till kapital. Förslaget går i linje med kapitalmarknadsunionens huvudsyfte att ge företag i EU, även små företag, bättre tillgång till marknadsbaserade finansieringskällor i varje fas i deras utveckling. De årliga intäkterna växer fortare i noterade företag, även i de företag som är nymoterade, än i privatägda företag, och de noterade företagen skapar fler arbetstillfällen¹. Genom notering på offentliga marknader kan företag diversifiera sin investerarbass, minska sitt beroende av lånefinansiering, lättare och snabbare få tillgång till ytterligare aktiekapital och lånefinansiering (genom sekundäremissioner), liksom skapa en tydligare offentlig profil och ett mer känt varumärke.

Sedan den första handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen 2015 har det blivit enklare och billigare för företag, särskilt små och medelstora företag, att få tillgång till offentliga marknader. I och med Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU (*Mifid II*)² infördes i januari 2018 en ny kategori multilaterala handelsplattformar (*MTF-plattformar*), tillväxtmarknaderna för små och medelstora företag, som skulle ge små och medelstora företag incitament att söka finansiering på kapitalmarknaderna³. År 2019 lades nya EU-regler fram i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2019/2115⁴ (*lagen om notering av små och medelstora företag*) som gjorde regelverket mindre betungande för företag noterade på tillväxtmarknader för små och medelstora företag samtidigt som en hög nivå av investerarskydd och marknadsintegritet upprätthölls. Trots denna positiva utveckling hävdar berörda parter att det behövs ytterligare lagstiftningsåtgärder för att förenkla förfarandena för notering och göra dem mer flexibla för emittenterna.

¹ *Empowering EU capital markets for SMEs – Making listing cool again*, slutrapport om små och medelstora företag från den tekniska expertgruppen med berörda parter, maj 2021. Oxera Consulting LPP, *Primary and secondary equity markets in EU, Final report*, november 2020, [Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf](#).

² 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 (omarbetning) (EUT L 173, 12.6.2014, s. 349).

³ För att en MTF-plattform ska få registreras som en tillväxtmarknad för små och medelstora företag måste minst 50 % av emittenterna vars finansiella instrument handlas på MTF-plattformen vara små och medelstora företag enligt definitionen i Mifid II. Det måste alltså vara företag med ett genomsnittligt börsvärde som understiger 200 miljoner euro. För att investerarna ska vara tillräckligt skyddade måste bestämmelserna för notering på tillväxtmarknader för små och medelstora företag även innehålla kvalitetskrav, bland annat måste tillämpligt upptagandedokument (i de fall då prospekt inte behövs) utarbetas och regler om regelbunden finansiell rapportering följas. Rådarna för tillväxtmarknader för små och medelstora företag togs fram för att i ännu högre utsträckning tillgodose behoven hos små och medelstora företag som går in på aktie- och obligationsmarknaderna för första gången.

⁴ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2019/2115 av den 27 november 2019 om ändring av direktiv 2014/65/EU och förordningarna (EU) nr 596/2014 och (EU) 2017/1129 vad gäller främjande av användning av tillväxtmarknader för små och medelstora företag (EUT L 320, 11.12.2019, s. 1).

Enligt den nya handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen, som antogs i september 2020, ska kommissionen ”för att främja och diversifiera små och innovativa företags tillgång till finansiering [...] sträva efter att förenkla noteringsreglerna för offentliga marknader”. Som uppföljning till detta och för att bygga vidare på lagen om notering av små och medelstora företag från 2019 inrättade kommissionen en teknisk expertgrupp med berörda parter för små och medelstora företag som har bekräftat de berörda parternas åsikt att det behövs ytterligare lagstiftningsåtgärder för att underlätta notering för företag, särskilt små och medelstora företag. I sin slutrapport⁵ som lades fram i maj 2021 kom den tekniska expertgruppen med berörda parter med tolv rekommendationer för hur reglerna bör ändras för notering både på reglerade marknader och på tillväxtmarknader för små och medelstora företag.

Den 15 september 2021 tillkännagav kommissionens ordförande Ursula von der Leyen i sin avsiktsförklaring⁶ till parlamentet och ordförandelandet i rådet ett lagstiftningsförslag som ska underlätta små och medelstora företags tillgång till kapital, som sedan lades in i kommissionens årliga arbetsprogram för 2022⁷.

Om ett företag ska notera sig eller inte är ett komplicerat beslut som beror på många olika faktorer, varav många ligger utanför lagstiftarnas kontroll och därmed inte kan påverkas direkt av lagstiftning. De faktorer som avgör kostnaderna för notering, och mer generellt geopolitisk instabilitet, brexit, covid-19 och inflation, har till exempel alla haft (och kommer att fortsätta att ha) betydelse för besluten om företag ska notera sig eller inte, när de ska göra det och om huruvida de ska fortsätta att vara noterade i EU. Regelkrav och därmed förknippade kostnader och arbetsbelastning är dock också en betydelsefull faktor när företag ska bestämma om de ska notera sig, eller fortsätta att vara noterade. Noteringslagpaketet innehåller ett antal riktade åtgärder som ska i) lätta på regelbördan där den anses vara större än den behöver vara (det vill säga i de fall då regelverket kan ge investerarskydd/marknadsintegritet på ett sätt som är mer kostnadseffektivt för de berörda parterna) och ii) ge företagsgrundare och kontrollerande aktieägare fler möjligheter att enligt bolagsrätten välja hur de vill fördela rösträtterna efter att deras företags aktier har upptagits till handel.

Regelverket kring notering är mångfacetterat. Företagen måste uppfylla regelkrav före, under och efter börsintroduktionen. Detta förslag till direktiv åtföljs av två andra lagstiftningsförslag, som tillsammans ingår i noteringslagpaketet: i) ett förslag till förordning om ändring av prospektförordningen och marknadsmissbruksförordningen som ska förenkla och förtydliga kraven vid notering på primär- och andrahandsmarknader samtidigt som lämplig nivå av investerarskydd och marknadsintegritet upprätthålls och ii) ett förslag till direktiv om strukturer med aktier med utvidgad rösträtt, som ska åtgärda de regelverksrelaterade hindren som föreligger i fasen före börsintroduktion och särskilt att

⁵ Slutrapport om små och medelstora företag från den tekniska expertgruppen med berörda parter: *Empowering EU capital markets – Making listing cool again* (europa.eu).

⁶ Se s. 4: *state_of_the_union_2021_letter_of_intent_sv.pdf* (europa.eu).

⁷ Meddelande från kommissionen till Europaparlamentet, rådet, Europeiska ekonomiska och sociala kommittén samt Regionkommittén, *Kommissionens arbetsprogram 2022 – Göra Europa starkare tillsammans*, COM(2021) 645 final, https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9fb5131e-30e9-11ec-bd8e-01aa75ed71a1.0017.02/DOC_1&format=PDF.

företagen i EU inte har samma möjligheter att välja lämplig styrningsstruktur när de noterar sig.

Förslagets syfte

Noterade företag, särskilt små och medelstora företag, måste se till att investerare känner till att de finns. Dagens låga nivåer av investeringsanalys om sådana emittenter, som beror på många underliggande faktorer, leder till att de inte syns och därmed till skralt intresse från investerare, vilket ytterligare begränsar likviditeten för de företag som redan är noterade.

Enligt Mifid II och kommissionens delegerade direktiv (EU) 2017/593⁸ ska det inte betraktas som incitament i de fall då värdepappersföretag förses med investeringsanalys av tredje man i samband med utförande av kundorder/förmedlingstjänster om dessa tjänster mottas i utbyte mot i) direkt utbetalning från värdepappersföretaget med dess egna medel eller ii) betalning från ett särskilt konto för analysutgifter som kontrolleras av värdepappersföretaget, förutsatt att vissa villkor är uppfyllda (så kallade uppdelningsregler). Efter att ha varit i kraft i några år är resultaten av uppdelningsreglerna diskutabla.

Syftet med dem var att begränsa överproduktionen av analys av väldigt likvida aktier och förbättra öppenheten kring kostnaderna för analys, och vissa av dessa syften verkar ha uppfyllts med uppdelningsreglerna, som att få till stånd bättre hantering av intressekonflikter. Reglerna har dock inte lett till fler oberoende leverantörer av investeringsanalystjänster. Efter att uppdelningsreglerna hade införts blev det i stället svårt att erbjuda oberoende analys på grund av de låga priser som vissa större analysleverantörer debiterade.

Det finns även tecken på att uppdelningsreglerna har påverkat den allmänna tillgången till analys negativt, särskilt avseende små och medelstora noterade företag, och lett till att marknadsanalysinfrastrukturen blivit mindre och till att det har blivit mindre konkurrens och diversifiering på analysmarknaden. Börsmäklare i EU, som tidigare hade erbjudit analys av små och medelstora företag som en del i sina paket med investeringstjänster, skalade ned sin verksamhet avseende små och medelstora företag efter att ha beslutat att man inte ville föra över kostnaderna för analysen på klienterna. Noterade små och medelstora företag påverkades mest eftersom sammantagen betalning gjorde att pengar för analys av större företag kunde läggas på analys av små och medelstora noterade företag. Generellt har flera undersökningar visat att analysen av små och medelstora företag i allmänhet har minskat betydligt, eller till och med försvunnit, under åren som gått sedan uppdelningsreglerna började gälla. Konsekvensen blev att analysen koncentrerades till den ”icke uppdelade” analysmarknaden och att utbudet av analystjänster blev mer begränsat och mindre diversifierat.

Uppdelningsreglerna utformades för att bryta kopplingen mellan mäklarprovisioner och investeringsanalys, liksom för att skapa ett ”pris” på investeringsanalys, men uppdelningen har inte gjort det möjligt att sätta ett separat pris på analys och den har inte heller öppnat upp marknaden för oberoende leverantörer (som inte är börsmäklare). Framför allt har uppdelningsreglerna inte stoppat den negativa trenden med minskad analys av små och medelstora noterade företag och inte lett till att det växt fram några oberoende analysleverantörer som specialiserar sig på små och medelstora företag.

⁸ Kommissionens delegerade direktiv (EU) 2017/593 av den 7 april 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU i fråga om skydd av finansiella instrument och medel som tillhör kunder, produktstyrningskrav och regler för tillhandahållande eller mottagande av avgifter, provisioner eller andra monetära eller icke-monetära förmåner (EUT L 87, 31.3.2017, s. 500).

Uppdelningsreglerna ändrades första gången 2021 som en del i de mer allmänna insatserna att, genom direktiv (EU) 2021/338 (här kallat *covidåterhämtningsdirektivet*)⁹, stödja återhämtningen efter covid-19-krisen, då företagen tvingades förlita sig tungt på lån, vilket försvagade deras finansieringsstrukturer. Under dessa omständigheter då företag snabbt behövde kapitaltillskott sågs behovet av mer synlighet för EU:s företag, särskilt små och medelstora noterade företag, som centralt, och den implicita kostnaden för bristen på analys sågs som ännu högre. Därför ville man genom covidåterhämtningsdirektivet, som gäller sedan den 28 februari 2022, förbättra analysen av små och medelstora noterade företag¹⁰ genom att tillåta undantag från uppdelningsreglerna för investeringsanalys av emittenter vars börsvärde inte har överstigit 1 miljard euro under de 36 månaderna som föregår tillhandahållandet av investeringsanalysen, vilket innebär att sammantagna betalningar för utförandetjänster och investeringsanalys i dessa fall tillåts. Denna åtgärd välkomnades av många men åtgärdade inte problemet. Eftersom många värdepappers- och börsmäklarföretag erbjuder tjänster till företag i olika storlekar (och med olika börsvärde), även sådana vars börsvärde översteg 1 miljard euro som anges i covidåterhämtningsdirektivet, beslöt dessa värdepappers- och börsmäklarföretag att man inte ville införa två parallella system för analysdebitering utan att i stället behålla den uppdelade debiteringen för alla klienter. Ändringen i covidåterhämtningsdirektivet uppfyllde alltså inte sitt syfte som var att få till stånd mer analys av små och medelstora noterade företag, och ytterligare översyn av lagstiftningen på detta område är därför nödvändig.

Förutom ändringar av ordningen med uppdelning av analystjänster införs genom detta förslag ett begränsat antal ändringar av regelverket för tillväxtmarknader för små och medelstora företag, som är en kategori av MTF-plattformar som infördes i och med Mifid II för att öka små och medelstora företags synlighet och stärka deras profil, samt för att bidra till utvecklingen av gemensamma tillsynsstandarder i EU för marknader som är specialiserade på små och medelstora företag¹¹.

Enligt detta förslag bör även börsnoteringsdirektivet upphävas. Börsnoteringsdirektivet var ett minimiharmoniseringsdirektiv som antogs 2001 och utgjorde grunden för notering på EU:s

⁹ Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2021/338 av den 16 februari 2021 om ändring av direktiv 2014/65/EU vad gäller informationskrav, produktstyrning och positionslimiter och direktiven 2013/36/EU och (EU) 2019/878 vad gäller deras tillämpning på värdepappersföretag, för att stödja återhämtningen efter covid-19-krisen.

¹⁰ I skäl 8 i Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2021/338 av den 16 februari 2021 om ändring av direktiv 2014/65/EU vad gäller informationskrav, produktstyrning och positionslimiter och direktiven 2013/36/EU och (EU) 2019/878 vad gäller deras tillämpning på värdepappersföretag, för att stödja återhämtningen efter covid-19-krisen anges följande: "Direkt efter covid-19-pandemin måste emittenter, och särskilt små och medelstora börsnoterade företag, stödjas av starka kapitalmarknader. Investeringsanalys av små och medelstora börsnoterade företag är avgörande för att hjälpa emittenter att komma i kontakt med investerare. Denna investeringsanalys ökar emittenternas synlighet och säkerställer därmed en tillräcklig investerings- och likviditetsnivå. Värdepappersföretag bör tillåtas att göra en sammantagen betalning för tillhandahållande av investeringsanalys och utförandetjänster förutsatt att vissa villkor är uppfyllda."

¹¹ I april 2021 offentliggjorde Esma sin slutrapport om hur ordningen med tillväxtmarknader för små och medelstora företag fungerar, där man kom fram till att denna nya ordning fungerar relativt väl då det vid den tidpunkt då rapporten skrevs fanns sjutton MTF-plattformar registrerade som tillväxtmarknader för små och medelstora företag. Rapporten kan läsas här: [final_report_on_sme_gms_-_mifid_ii.pdf](https://ec.europa.eu/esma/press/2021/04/esma-report-on-sme-gms-mifid-ii) (europa.eu) (inte översatt till svenska).

marknader innan prospektdirektivet¹² och insynsdirektivet¹³ antogs. Genom dessa två senare direktiv ersattes de flesta av bestämmelserna som harmoniserade villkoren för lämnande av information om ansökningar om att få värdepapper upptagna till notering och informationen om värdepapper som upptas till handel. Genom Mifid infördes begreppet *upptagande av finansiella instrument till handel på en reglerad marknad*. I sin analys av genomförandet av börsnoteringsdirektivet konstaterade Esmas ständiga kommitté för värdepappersmarknaden att många medlemsstater inte längre använder begreppen i börsnoteringsdirektivet i sina nationella lagstiftningar¹⁴. De medlemsstater som fortfarande använder begreppen i sin nationella lagstiftning har dessutom rätt att i relativt stor utsträckning avvika från reglerna i börsnoteringsdirektivet om det behövs för anpassning till förhållandena på den lokala marknaden. Som det ser ut i dag gör vissa medlemsstater ingen åtskillnad mellan de båda begreppen *upptagande till officiell notering* och *upptagande till handel på en reglerad marknad*. Att det finns en ordning för upptagande till handel och en annan ordning för upptagande till officiell notering kan leda till rättsosäkerhet på EU-nivå, särskilt som kraven avseende insyn och marknadsmissbruk, som ska skydda investerare och säkerställa marknadsintegritet, i dag gäller de instrument som upptas till handel på en reglerad marknad men inte instrument som upptas till officiell notering.

Syftet med förslaget

Det övergripande syftet med detta förslag är att göra riktade justeringar i EU:s regelverk för att göra noterade företag mer synliga, särskilt små och medelstora företag, och för att förenkla noteringsförfarandet och klargöra rättsläget.

De föreslagna riktade ändringarna av Mifid II ska göra det lättare att utveckla och tillhandahålla tjänster innehållande investeringsanalys av företag, särskilt små och medelstora noterade företag, samt öka intresset för tillväxtmarknader för små och medelstora företag och i slutändan göra det enklare för små och medelstora noterade företag att få tillgång till kapitalmarknaderna. Genom förslaget höjs börsvärdesgränsen för små och medelstora noterade företag, under vilken det blir tillåtet att återigen ta ut en sammantagen avgift för orderutförande och analys. Genom att höja gränsvärdet från 1 miljard euro till 10 miljarder euro förväntas fler små och medelstora noterade företag omfattas, och då särskilt fler medelstora företag, som skulle gynnas av sammantagna priser, eftersom sådana innebär att pengar som debiteras för analys av större företag även kan användas för analys av mindre företag. Genom undantaget från uppdelningsordningen försvinner hindren som stoppar mer analys av små och medelstora noterade företag, och marknaden för investeringsanalys förväntas få ett uppsving globalt. Ju mer analys av små och medelstora noterade företag som potentiella investerare får tillgång till, ju större chans får dessa företag att hitta finansiering. Mer investeringsanalys av sådana företag gör dem mer synliga och ger dem större möjligheter att locka till sig presumtiva investerare. Med tanke på hur många små och medelstora

¹² Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG (EUT L 345, 31.12.2003, s. 64).

¹³ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad (EUT L 390, 31.12.2004, s. 38).

¹⁴ Endast sju nationella behöriga myndigheter uppgav att börsnoteringsdirektivet fortfarande gällde helt eller delvis i deras jurisdiktion. En utförligare analys finns i bilaga 7 till den konsekvensbedömning som medföljer detta förslag.

noterade företag det finns i EU är det mycket viktigt för EU:s ekonomi att dessa företag får tillgång till mer diversifierade finansieringskällor, bland annat via kapitalmarknaderna.

Syftet med detta förslag är även att skapa ramar för en ny typ av analys som betalas av emittenten (*emittentsponsored analysis*). Ett offentligt samråd, samtal med berörda parter och olika analyser¹⁵ har visat att denna typ av analys har blivit vanligare, särskilt efter att Mifid II trädde i kraft, för att kompensera för bristen på analys om små och medelstora noterade företag. Med tanke på de intressekonflikter som ofrånkomligen föreligger vid sådan analys måste regler införas för hur analysen ska genomföras för att konsumenterna ska få rimlig och rättvisande information. För att uppmuntra till mer öppen och oberoende analys föreslås här att denna typ av analys ska genomföras enligt en uppförandekod som ska tas fram eller godkännas av en marknadsoperatör eller behörig myndighet i EU.

För att allmänheten lättare ska få tillgång till investeringsanalyser som betecknas som emittentsponsrade och för att göra små och medelstora noterade företag mer synliga för potentiella investerare anges i förslaget att medlemsstaterna ska se till att emittenterna kan lämna in sina emittentsponsrade analyser till insamlingsorganet enligt definitionen i [artikel 2.2 i förslaget till förordning om en europeisk gemensam kontaktpunkt¹⁶].

När den europeiska gemensamma kontaktpunkten, som kommissionen föreslog den 25 november 2021¹⁷ och som nu är föremål för interinstitutionella förhandlingar med medlagstiftarna, har inrättats kommer all offentlig finansiell information om EU:s företag, även små och medelstora företag, liksom om de investeringsprodukter som finns i EU, att finnas där. Den gemensamma kontaktpunkten är utformad för att göra företagen, särskilt de små och medelstora företagen, i EU mer synliga för investerare och kan användas för att samla in och sprida emittentsponsrade analyser. I framtiden kan emittenternas tillkännagivanden om emittentsponsrade analyser, liksom innehållet i dessa analyser, offentliggöras på denna gemensamma kontaktpunkt

Därutöver ska de riktade ändringarna av Mifid II tydliggöra att operatörer som driver multilaterala handelsplattformar (*MTF-plattformar*) kan ansöka om att få en del av sin plattform registrerad som tillväxtmarknad för små och medelstora företag förutsatt att den delen uppfyller ett antal villkor.

Syftet med förslaget är även att öka harmoniseringen och enhetligheten i noteringsreglerna i EU så att regelverket blir ändamålsenligt. Främst gör detta förslag att noteringsreglerna harmoniseras och samlas på ett ställe genom att börsnoteringsdirektivet upphävs och vissa av bestämmelserna därifrån flyttas till Mifid II, vilket ska minska rättsosäkerheten och risken för regleringsarbitrage i EU.

De bestämmelser som ska flyttas avser i) gränsen för hur stor andel av ett företags emitterade aktiekapital som måste vara tillgänglig för allmänheten och inte endast för chefer eller

¹⁵ Rapport med titeln *Reviving research in the wake of Directive 2014/65/EU: Observations, issues and recommendations* som finns att läsa här: [2020124-rapport-mission-recherche-projet-va-pm.pdf](https://amf-france.org/2020/12/4-rapport-mission-recherche-projet-va-pm.pdf) (amf-france.org).

¹⁶ Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om inrättande av en europeisk gemensam kontaktpunkt som ger centraliserad tillgång till offentlig information som rör finansiella tjänster, kapitalmarknader och hållbarhet, 2021/0378 (COD).

¹⁷ Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om inrättande av en europeisk gemensam kontaktpunkt som ger centraliserad tillgång till offentlig information som rör finansiella tjänster, kapitalmarknader och hållbarhet, 2021/0378 (COD).

aktieägare som innehar kontrollposter och ii) det förväntade börsvärdet på de aktier som är föremål för ansökan om upptagande till notering eller, om detta värde inte kan beräknas, bolagets egna kapital och reserver, däribland resultat från det senaste räkenskapsåret. Enligt förslaget ska även gränsen för hur stor andel aktier som måste vara tillgänglig för handel sänkas från 25 till 10 % så att emittenter som vill behålla en stor andel i företaget får mer flexibilitet. Den nya gränsen för andelen aktier som måste vara tillgängliga för handel på 10 % kommer dessutom inte att gälla endast för allmänheten i EU/EES. Den geografiska begränsningen till EU/EES som gäller för gränsen för hur stor andel aktier som måste vara tillgänglig för handel behålls inte, eftersom Mifid II inte innehåller några bestämmelser om sådana begränsningar för finansiella instrument som upptas till handel.

- **Förenlighet med befintliga bestämmelser inom området**

Ändringarna av Mifid II och upphävandet av börsnoteringsdirektivet går i linje med Mifid II:s övergripande mål att öka transparensen och stärka investerarskyddet. Förslaget bygger dessutom vidare på ändringarna av investeringsanalysordningen som infördes genom covidåterhämtningsdirektivet och utökar dessa.

De riktade ändringarna av Mifid II är helt i linje med syftena med den nuvarande ordningen för tillväxtmarknader för små och medelstora företag enligt Mifid II, som är att göra det enklare för små och medelstora företag att få tillgång till kapital, liksom med behovet av att fästa uppmärksamhet vid hur framtida reglering ytterligare bör stödja och främja användningen av de marknaderna så att de blir attraktiva för investerare liksom behovet av att minska de administrativa bördorna och skapa ytterligare incitament för små och medelstora noterade företag att gå in på kapitalmarknaderna genom dessa tillväxtmarknader för små och medelstora företag¹⁸.

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

Förslaget är helt förenligt med kapitalmarknadsunionens huvudsyfte att ge företag i EU, särskilt små och medelstora företag, bättre tillgång till finansiering. Det är förenligt med ett antal lagstiftningsåtgärder och andra åtgärder som kommissionen vidtagit inom ramen för handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion från 2015¹⁹, halvtidsöversynen av handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen från 2017²⁰ och 2020 års handlingsplan för kapitalmarknadsunionen.

Ett viktigt syfte med kapitalmarknadsunionen har från början varit att underlätta för företag, särskilt små och medelstora företag, att få tillgång till finansiering eftersom det främjar sysselsättning och tillväxt i EU. Sedan handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion offentliggjordes 2015 har vissa riktade åtgärder vidtagits för att få fram lämpliga finansieringskällor för små och medelstora företag i alla faser i deras utveckling. I halvtidsöversynen av handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen som offentliggjordes i juni 2017 valde kommissionen att höja sin ambitionsnivå och stärka sitt fokus på små och

¹⁸ Mifid II, skäl 132.

¹⁹ Meddelande från kommissionen till Europaparlamentet, rådet, Europeiska ekonomiska och sociala kommittén samt Regionkommittén, *Handlingsplan för en kapitalmarknadsunion*, COM(2015) 468 final.

²⁰ Meddelande från kommissionen om halvtidsöversynen av handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen ({SWD(2017) 224 final} och {SWD(2017) 225 final}, 8.6.2017), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017DC0292&qid=1674072542505&from=EN>.

medelstora företags tillgång till offentliga marknader. I maj 2018 lade kommissionen fram ett förslag till en lag om notering av små och medelstora företag²¹ som skulle minska den administrativa bördan och de höga kostnaderna för regelefterlevnad för emittenter på tillväxtmarknader för små och medelstora företag samtidigt som en hög grad av marknadsintegritet och investerarskydd behålls. Det skulle även främja likviditeten i noterade aktier i små och medelstora företag och på så sätt göra dem attraktivare för investerare, emittenter och mellanhänder samt göra det lättare för MTF-plattformar att registreras som tillväxtmarknader för små och medelstora företag. Lagen om notering av små och medelstora företag antogs i november 2019.

Efter covid-19-krisen offentliggjorde kommissionen även återhämtningspaketet för kapitalmarknaderna, som bestod av riktande ändringar i regelverket för kapitalmarknader och banker och där det övergripande syftet var att göra det enklare för kapitalmarknaderna att hjälpa företag i EU att återhämta sig efter covid-19-krisen. Syftet med de föreslagna ändringarna av kapitalmarknadsreglerna var främst att minska regelbördan och komplexiteten för värdepappersföretag och emittenter.

Detta förslag är en uppföljning till 2020 års handlingsplan för kapitalmarknadsunionen och syftet är att göra det enklare för företag i EU att få tillgång till finansiering (åtgärd 2: ”stöd för tillgång till offentliga marknader”). Förslaget handlar främst om att lätta på regelkraven som kan avskräcka företag från att notera sig eller fortsätta att vara noterade. Andra faktorer som kan avskräcka emittenter från att notera sig, som en begränsad investerarbas och gynnsammare skattemässig behandling av lån än av eget kapital, tas upp i andra pågående och kommande initiativ rörande kapitalmarknadsunionen, som kompletterar de ändringar som föreslås i detta förslag och som bör analyseras tillsammans med detta initiativ. Dessa initiativ handlar bland annat om i) inrättande av en europeisk gemensam kontaktpunkt som ska åtgärda bristen på tillgänglig och jämförbar information för investerare och göra företag mer synliga för investerare, ii) centralisering av handelsinformation i en databas för ett effektivare landskap för handel på offentliga marknader och effektivare prisbildning och iii) införande av ett avdrag i syfte att minska skattefördelen för finansiering med lån jämfört med finansiering med eget kapital²², som ska göra finansiering med eget kapital mer lockande (och mindre kostsamt) för företag.

Dessutom kommer kommissionen med en rad initiativ som ska stärka investerarbasen för noterade aktier ytterligare. EU:s fond för börsintroduktion av små och medelstora företag ska samarbeta med institutionella investerare och investera i fonder med fokus på emittenter som är små och medelstora företag och på sätt fungera som ankarinvesterar för att locka till mer privata investeringar i små och medelstora företags noterade aktier. I och med översynen av kapitalkravsförordningen och Solvens II kommer investerarbasen att utökas genom att det blir lättare för banker och försäkringsbolag att (långsiktigt) investera i noterade aktier.

²¹ 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, COM(2018) 331 final.

²² Förslag till rådets direktiv om fastställande av regler om ett avdrag i syfte att minska skattefördelen för finansiering med lån jämfört med finansiering med eget kapital och om begränsning av ränteavdragen i samband med bolagsbeskattning (COM(2022) 216 final).

Detta förslag är även förenligt med den nya europeiska agendan för innovation²³, som offentliggjordes 2022.

I förslaget beaktas även de rön som ligger till grund för yttrandet från Fit for Future-plattformen om att göra det lättare för små och medelstora företag att få tillgång till kapital och då främst om att förenkla förfarandena som små och medelstora företag måste gå igenom för att få sina värdepapper upptagna till handel och andra krav vid notering.

Till sist kommer detta förslag att särskilt gynna små och medelstora företag genom att det blir en tydligare och enklare rättslig ordning för tillgång till kapitalmarknader. Det är även förenligt med målet för det stödpaket för små och medelstora företag som kommissionsordförande Ursula von der Leyen tillkännagav i sitt tal om tillståndet i Europeiska unionen den 19 september 2022²⁴.

2. RÄTTSLIG GRUND, SUBSIDIARITETSPRINCIPEN OCH PROPORTIONALITETSPRINCIPEN

• Rättslig grund

Förslaget grundas på artiklarna 50, 53.1 och 114 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt (EUF-fördraget)²⁵.

Enligt artikel 50.1 i EUF-fördraget, och i synnerhet artikel 50.2 g i EUF-fördraget, har EU befogenhet att agera för att förverkliga etableringsfriheten på ett visst verksamhetsområde, framför allt genom att ”i den utsträckning som det är nödvändigt samordna de skyddsåtgärder som krävs i medlemsstaterna av de i artikel 54 andra stycket avsedda bolagen i bolagsmännens och tredje mans intressen, i syfte att göra skyddsåtgärderna likvärdiga inom unionen”. Enligt artikel 50 i EUF-fördraget ska parlamentet och rådet agera genom att utfärda direktiv.

Enligt artikel 114 i EUF-fördraget ska åtgärder vidtas för tillnärmning av sådana bestämmelser i lagar och andra författningar i medlemsstaterna som syftar till att upprätta den inre marknaden och få den att fungera. Unionslagstiftaren kan åberopa artikel 114 i EUF-fördraget, i synnerhet i de fall då skillnader mellan nationella bestämmelser hindrar de grundläggande rättigheterna eller snedvrider konkurrensen och därmed direkt påverkar hur den inre marknaden fungerar.

Den rättsliga grunden för ändringarna av Mifid II är artikel 53.1 i EUF-fördraget. Artikel 53 i EUF-fördraget ger medlagstiftarna befogenhet att utfärda direktiv som syftar till att underlätta för personer att starta och utöva förvärvsverksamhet i hela EU.

• 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

²³ Meddelande från kommissionen till Europaparlamentet, rådet, Europeiska ekonomiska och sociala kommittén samt Regionkommittén, *En ny europeisk agenda för innovation* (COM(2022) 332 final).

²⁴ Uttalande från Europeiska kommissionen, *A “Relief Package” to give our SMEs a lifeline in troubled waters I Blog of Commissioner Thierry Breton*, Bryssel, den 19 september 2022.

²⁵ EUT C 326, 26.10.2012, s. 47.

unionen (*EU-fördraget*). Det måste bedömas om målen med förslaget i) inte kan uppnås av medlemsstaterna själva och ii) bättre kan uppnås på EU-nivå med tanke på målens omfattning och verkningar. Man måste även göra en bedömning av huruvida målen skulle uppnås bättre genom åtgärder på EU-nivå (det så kallade testet av det europeiska mervärdet).

Syftet med den åtgärd som föreslås är att de analyser som görs inom EU ska omfatta fler företag, främst små och medelstora noterade företag. Eftersom åtgärden har att göra med incitamentsreglerna i Mifid II skulle de ändrade reglerna också gälla på EU-nivå.

Eftersom emittentsponsrade analyser kan spridas över gränserna säkerställs det med den föreslagna EU-åtgärden att samma eller liknande krav gäller för all emittentsponsrad analys genom uppförandekoden för emittentsponsrad analys. På så sätt förbättras kvaliteten på emittentsponsrade analyser på ett harmoniserat sätt i EU och därmed även tillgången till finansieringsmöjligheter genom EU:s offentliga marknader.

När det gäller kraven för notering i börsnoteringsdirektivet gör de olika systemen som medlemsstaterna har valt, och deras olika tolkningar av reglerna, att det är svårt att minska fragmenteringen i lagstiftningen i EU. Eftersom Mifid II nu innehåller regler för upptagande av finansiella instrument till handel och målet är att de nationella bestämmelserna ska harmoniseras så långt som möjligt förefaller det lämpligaste sättet att minska den varierande tillämpningen av noteringsreglerna i EU vara att föra in de återstående relevanta bestämmelserna från börsnoteringsdirektivet i Mifid II.

- **Proportionalitetsprincipen**

Vad gäller proportionalitetsprincipen går inte förslaget utöver vad som är nödvändigt för att uppnå målen. Det är förenligt med proportionalitetsprincipen, och hänsyn tas till rätt balans mellan de berörda marknadsaktörernas intressen och åtgärdens kostnadseffektivitet.

När det gäller investeringsanalys minskar den föreslagna lagändringen arbetsbördan för värdepappersföretag, samtidigt som fler små och medelstora noterade företag kommer att ingå i analyserna och gynnas av att bli mer synliga på marknaden.

Generellt avseende börsnoteringsdirektivet är förslaget om att upphäva det och föra över de relevanta bestämmelserna till Mifid II ett tecken på att lagstiftningen utvecklas.

- **Val av instrument**

Genom detta förslag ändras ett av Europaparlamentets och rådets direktiv som antagits på grundval av artikel 53.1 i EUF-fördraget. För att ändra ovan nämnda direktiv krävs därför ett förslag till direktiv.

Börsnoteringsdirektivet grundar sig på artiklarna 50 och 114 i EUF-fördraget. Börsnoteringsdirektivet upphävs, och relevanta bestämmelser om notering förs över till Mifid II. På så sätt kan medlemsstaterna ändra nu gällande lagstiftning så mycket som behövs för att följa bestämmelserna i Mifid II.

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

- **Efterhandsutvärderingar/kontroller av ändamålsenligheten med befintlig lagstiftning**

Initiativet handlar främst om att minska regelbördan för emittenter under noteringsförfarandet och efteråt när de är noterade. Det berör därför endast de aspekter i EU-lagstiftningen som berörda parter anser hindra företag från att få tillgång till offentliga marknader och deras möjligheter att stanna kvar på offentliga marknaderna.

Som underlag till initiativet samlade kommissionens avdelningar in en betydande mängd uppgifter direkt från handelsplatser och emittenter (bland annat intresseorganisationer för små och medelstora företag). Den tekniska expertgruppen med berörda parter (som arbetade mellan oktober 2020 och maj 2021) bidrog med vissa underlag utöver de åsikter som inkom från marknadsaktörerna. Kommissionen beställde även en studie om marknaderna för första- och andrahandshandel med aktier i EU av Oxera i november 2020, som innehåller en mycket utförlig översikt över kapitalmarknaderna i EU. Dessutom användes omfattande vetenskaplig litteratur och forskning som källor.

Mer information om de problem som tas upp i förslaget ges i den konsekvensbedömning av noteringslagen som bifogas detta förslag. Bilaga 7 innehåller en översikt över hur börsnoteringsdirektivet har genomförts i medlemsstaterna, och möjliga vägar framåt beskrivs. I bilaga 9 analyseras reglerna gällande investeringsanalys och de ändringar som har gjorts i EU:s lagstiftning fram till i dag. Även här beskrivs möjliga vägar framåt.

- **Samråd med berörda parter**

Den 19 november 2021 inledde kommissionen ett 14 veckor långt offentligt och riktat samråd, där man ville få in åsikter från berörda parter om hur man generellt kan göra notering på offentliga marknader mer attraktivt i EU, bland annat om eventuella brister i regelverket som avskräcker företag från att söka finansiering via kapitalmarknader. Samrådet innehöll särskilda frågor om förordning (EU) 2017/1129 och förordning (EU) nr 596/2014, liksom direktiven 2001/34/EG och 2014/65/EU och områden som allmänt sett behöver förbättras.

Sammanlagt inkom 108 svar från berörda parter i 22 medlemsstater, Förenta staterna, Förenade kungariket och Schweiz.

Majoriteten av de som svarade (60 %) såg fördelar med att på nivå 1 införa villkor för när operatörer av MTF-plattformar får registrera en del av sina plattformar som en tillväxtmarknad för små och medelstora företag. De påpekade att det skulle öka klarheten angående rättsläget. De menade även att en sådan ändring skulle kunna locka fler MTF-plattformar att registrera delar som tillväxtmarknader för små och medelstora företag.

En knapp majoritet (51 %) ansåg att den nya analysordningen som infördes genom covidåterhämtningsdirektivet hade positiv inverkan på små och medelstora företags tillgång till kapitalmarknaderna. De flesta av dessa påpekade dock att covidåterhämtningsdirektivet har begränsad verkan. Vissa menade att analys av små och medelstora företag ansågs olönsamt av kapitalförvaltare och analysleverantörer och att det verkar vara en ihållande trend. Nationella behöriga myndigheter och i synnerhet näringslivsorganisationer påpekade emellertid att det fortfarande är för tidigt att säga vilka de övergripande effekterna av den nya ordningen kommer att bli. En överväldigande majoritet (72,9 %) ser fördelar med att ytterligare lätta på ordningen vad gäller analys i Mifid II. Vissa föreslog att undantagsgränsen skulle höjas ytterligare så att alla små och medelstora noterade företag kan ingå i analyser, medan flera näringslivsorganisationer ansåg att den enda möjliga lösningen för att öka

analysen av små och medelstora företag (som nästan har försvunnit helt) var att gå tillbaka till ordningen då utförandetjänster och företagsanalys kunde erbjudas till ett enda sammantaget pris utan begränsningar. Vissa menade även att analysordningen i Mifid II var fel utformad för företag i alla storlekar. De hävdade att Mifid II-ordningen indirekt hade lett till att en större andel av analystjänsterna hade koncentrerats till ett fåtal större aktörer (att det alltså lett till konsolidering i branschen).

En majoritet rekommenderade att analys av produkter med fast avkastning helt skulle undantas från uppdelningsregeln eftersom reformen inte har haft någon effekt på prisspridningen eller lett till att mer analys utförs av oberoende leverantörer. Det fanns dock även ett antal deltagare som var starkt emot att tjänsterna skulle kunna säljas till ett sammantaget pris igen eftersom de menade att det skulle leda till oacceptabelt ojämlika konkurrensvillkor mellan värdepappersföretag som utför analys och andra analysutförare. Analysen måste vara oberoende oavsett om den aktör som utför den även bedriver annan verksamhet eller ingår i en koncern. Flera deltagare föreslog att man skulle uppmuntra analys sponsrad av emittenter och menade att det var det enda sättet att få till stånd analys av små och medelstora företag (både för aktier och produkter med fast avkastning). De föreslog dock skyddsåtgärder för att göra denna typ av analys mer godtagbar för investerare, som att den måste utföras enligt regler i en uppförandekod och att sådan analys tydligt ska vara märkt som emittentsponsrad analys (och inte som marknadsföringsmaterial). En stor majoritet (58,5 %) ansåg att börsnoteringsdirektivet i sin nuvarande form måste ändras. Det rörde delade meningar om huruvida börsnoteringsdirektivet borde infogas i en annan rättsakt, ändras som ett direktiv eller ändras och göras om till en förordning eller upphävas. Över 33 % av deltagarna ansåg att definitionerna i artikel 1 i börsnoteringsdirektivet är föråldrade. Nästan 47 % kunde inte svara på den frågan. Våldigt få (20 %) ansåg att definitionerna inte var föråldrade. De flesta (54 %) ansåg att de omfattande möjligheter som börsnoteringsdirektivet ger medlemsstaterna och de nationella behöriga myndigheterna att själva välja hur de vill tillämpa reglerna om upptagande av aktier och skuldebrev till officiell notering är lämpliga med tanke på att marknadsförhållandena ser olika ut. Flertalet av deltagarna som uppgav en åsikt ansåg att det förväntade börsvärdet (artikel 43.1 i börsnoteringsdirektivet), kravet på offentliggörande före notering (artikel 44 i börsnoteringsdirektivet) och kravet på tillgänglighet för handel (artikel 48.5 i börsnoteringsdirektivet) är mycket eller ganska relevanta (67, 68 respektive 72 %). Vissa hävdade att det behövs flexibilitet så att kraven kan anpassas efter storleken på marknaden eller emittenten (så att det finns möjlighet att sänka gränsen för hur stor andel av aktierna som måste vara tillgängliga för handel), medan andra hävdade att det inte behövdes något utrymme för att låta medlemsstaterna bestämma själva om det har satts en lämplig lägsta gräns på EU-nivå.

- **Insamling och användning av sakkunnigutlåtanden**

Under de senaste åren har företags, särskilt små och medelstora företags, tillgång till offentliga marknader varit föremål för kommissionens fortlöpande utvärderingar. Frågor om den regelbörda som läggs på företag som vill notera sig på offentliga marknader har tagits upp i den tekniska expertgruppen med berörda parter och i 2020 års handlingsplan för kapitalmarknadsunionen. Kommissionen har även beaktat omfattande forskning på området som utförts inom ramen för Oxeras studie.

Kommissionen anordnade även två tekniska möten/workshoppar med berörda branschparter i april 2022 för att utifrån det ytterligare finslipa de olika politiska alternativ som övervägdes.

Därutöver har kommissionen redogjort för syftena med förslaget inför europeiska värdepapperskommitténs expertgrupp och samordnarna i Europaparlamentets utskott för ekonomi och valutafrågor.

Rekommendationer från expertgruppen

I oktober 2020 inrättade kommissionen en teknisk expertgrupp med berörda parter. Gruppen fick i uppgift att undersöka hur tillväxtmarknaderna för små och medelstora företag fungerade samt att tillhandahålla sakkunskaper och eventuella synpunkter på andra områden med relevans för små och medelstora företags tillgång till offentliga marknader. Den tekniska expertgruppen med berörda parter bekräftade de berörda parternas åsikter om att det behövs ytterligare lagstiftningsåtgärder för att få fler företag, särskilt små och medelstora, att notera sig. I sin slutrapport från maj 2021 gav den tekniska expertgruppen med berörda parter tolv rekommendationer, bland annat att medlemsstaterna skulle uppmuntras att vidta åtgärder för att se till att alla små och medelstora noterade företag blir föremål för aktieanalys.

Möten med berörda parter

Kommissionens avdelningar anordnade även två tekniska möten/workshoppar med berörda branschparter i april 2022 för att utifrån dessa ytterligare finslipa de olika politiska alternativ som kommissionen övervägde. Ett möte med börser genomfördes den 5 april 2022. De flesta börser ställde sig positiva till att börsnoteringsdirektivet skulle upphävas så länge vissa delar (andelen aktier som måste vara tillgängliga för handel och det lägsta förväntade börsvärdet) överfördes till Mifid II. En del ansåg även att det skulle vara bra att sänka kravet på andelen aktier som måste vara tillgängliga för handel till 10 %. En börs ansåg att begreppet *upptagande till officiell notering* var viktigt och borde behållas och ville därför inte att direktivet skulle upphävas. Den 8 april 2022 genomfördes ett möte med emittenter och investerare. När det gällde börsnoteringsdirektivet ansåg deltagarna i detta möte att bestämmelserna om andelen aktier som måste vara tillgängliga för handel gärna kunde tas bort.

Möten med experter från medlemsstaterna

Kommissionen redogjorde även för syftena med förslaget inför den europeiska värdepapperskommitténs expertgrupp den 15 oktober 2021, liksom den 17 och den 30 maj 2022. De delegationer som deltog i diskussionen stödde kommissionens mål att göra EU:s offentliga marknader mer attraktiva samtidigt som investerarskydd och marknadsintegritet säkerställs.

Möten med samordnarna för Europaparlamentets utskott för ekonomi och valutafrågor

De samordnare för parlamentsledamöterna som deltog i diskussionen välkomnade kommissionens förslag på vad som bör göras med noteringslagen och höll med om att det finns problem med de offentliga marknaderna i EU. De betonade att kommissionen måste hitta rätt balans så att alla företag, särskilt små och medelstora, får tillgång till offentliga marknader för finansiering samtidigt som man säkerställer tillräckligt skydd för investerarna.

• Konsekvensbedömning

Konsekvensbedömningen lämnades in till nämnden för lagstiftningskontroll den 10 juni 2022 och godkändes med reservationer av denna nämnd den 8 juli 2022. Nämnden begärde att förslaget till konsekvensbedömning skulle ändras för klargörande av i) hur initiativet till en noteringslag förhåller sig till, och överensstämmer med, andra initiativ kopplade till kapitalmarknaden, ii) riskerna och analysens begränsningar och iii) de olika åsikter som olika kategorier av berörda parter hade uttryckt om problemformuleringen, alternativen och deras konsekvenser. Nämndens åsikter beaktades och integrerades i den slutliga versionen av konsekvensbedömningen.

I konsekvensbedömningen har man tittat på vilka regelverksrelaterade hinder som finns i varje enskilt steg i noteringsförfarandet. Bolagsrättsliga hinder före börsintroduktionen diskuteras, främst de hinder som beror på att det i vissa medlemsstater inte är möjligt att notera sig med aktier med utvidgad rösträtt. Därefter avhandlas hindren i börsintroduktionsfasen som beror på prospektförordningen, framför allt på de höga kostnaderna förknippade med att ta fram prospekt. Till sist avhandlas hindren som uppstår efter en börsintroduktion och som beror på marknadsmissbruksförordningen, framför allt kostnaderna förknippade med den rättsosäkerhet som råder vad gäller emittenternas skyldighet att offentliggöra insiderinformation. I konsekvensbedömningen analyseras de empiriska underlag som finns att tillgå, och berörda parter åsikter beaktas, varpå två politiska alternativ föreslås för var och en av de olika faserna i noteringsförfarandet.

I konsekvensbedömningen analyseras alternativen utifrån tre mål, närmare bestämt om de i) minskar kostnaderna för regelefterlevnad för de företag som vill notera sig eller för de som redan är noterade, ii) ger tillräckligt med investerarskydd och marknadsintegritet och iii) ger emittenter större incitament att notera sig. Det rekommenderade alternativet (för de enskilda faserna i noteringsförfarandet) bör alltså vara kostnadseffektivt, avhjälpa de hinder som konstaterats finnas, samtidigt som tillräckligt med investerarskydd och marknadsintegritet säkerställs. När alternativen har formulerats och utvärderats har hänsyn tagits till åtgärdernas proportionalitet för mindre företag.

Regeländringarna i de olika alternativen kan inte på egen hand lösa alla problem med EU:s offentliga marknader, men tillsammans med andra åtgärder, som ingår i en mer omfattande plan för hur företag ska få bättre tillgång till offentliga kapitalmarknader, kan de bidra till att den nu pågående negativa trenden på EU:s offentliga marknader vänds. Utan dessa regelförbättringar skulle EU:s offentliga marknader fortsätta att styras av ett regelverk som inte är optimalt för börsnotering, vilket skulle minska offentliga marknaders attraktionskraft och innebära ekonomiska kostnader för EU:s emittenter, investerare och för hela EU:s ekonomi. Utgångsscenarioet är alltså inga ändringar av de rättsliga ramarna som gäller för notering och redan noterade företag.

När det gäller börsnoteringsdirektivet rekommenderas i konsekvensbedömningen att det direktivet upphävs och att relevanta bestämmelser förs över därifrån till Mifid II, och

när det gäller Mifid rekommenderas att man undersöker om det finns åtgärder som man kan vidta för att åter få fart på marknaden för investeringsanalys, som att till exempel höja gränsen för emittenter/företags börsvärde så att fler omfattas av undantaget och fler små och medelstora företag blir föremål för analys. En annan åtgärd som skulle uppmuntra till mer emittentsponsrad analys skulle vara att upprätta en uppförandekod för sådana analyser.

När det gäller konsekvenserna för samhälle, ekonomi och miljö, liksom klimatkonsekvenskontroll och principen om att inte orsaka betydande skada, bidrar förslaget till agendan för kapitalmarknadsunionen och dess mål att utveckla och ytterligare integrera kapitalmarknaderna i EU. De lagstiftningsåtgärder som föreslås i detta initiativ förväntas påverka alla företag i EU men särskilt små och medelstora företag, som lider mer skada av (den alltför stora) regelbördan än större företag som har lättare att absorbera kostnader. Detta förslag bör även leda till mer öppna kapitalmarknader med mer konkurrens, vilket särskilt skulle gynna snabbt växande företag i innovations- och forskningsintensiva branscher som i allmänhet har större kapitalbehov.

Detta förslag förväntas inte medföra några direkta konsekvenser för samhället. Det kan dock ha en indirekt positiv inverkan på sysselsättningen. De (indirekta) konsekvenserna för samhället kan inte kvantifieras men är sannolikt positiva. Om syftena med förslaget uppfylls,

alltså att göra det enklare för företagen i EU att få tillgång till offentliga marknader, kan dessa företag dra nytta av fler och mer diversifierade finansieringskällor, vilket gör att de får möjligheter att hitta nya lösningar, växa och sysselsätta fler arbetstagare.

Genomförandet av detta förslag förväntas inte leda till några konsekvenser för miljön och inte förorsaka någon betydande skada, varken direkt eller indirekt. Ett betydande antal företag som är noterade på offentliga marknader kan dock tänkas arbeta med att ta fram och utveckla ny miljövänlig teknik. Med bättre tillgång till finansiering kan sådana företag växa snabbare och avsätta mer finansiella resurser till FoU-program som kan bidra till målen för den europeiska gröna given.

Detta förslag är förenligt med FN:s globala mål nr 8²⁶, ”anständiga arbetsvillkor och ekonomisk tillväxt”, i och med att det gör att små och medelstora företag kan växa när de får enklare tillgång till finansiering genom offentliga marknader. Nynoterade företag är en viktig motor för investeringar och jobbskapande. Enklare tillgång till offentliga marknader ger entreprenörer incitament att diversifiera sig i ekonomiskt osäkra tider, vilket leder till en ekonomi som är mer motståndskraftig. Det bidrar dessutom direkt till delmål 8.3 att ”främja utvecklingsinriktad politik som stödjer produktiv verksamhet, skapande av anständiga arbetstillfällen, företagande, kreativitet och innovation samt uppmuntra att mikroföretag liksom små och medelstora företag växer och blir en del av den formella ekonomin, bland annat genom tillgång till finansiella tjänster” och delmål 8.10 att ”stärka de inhemska finansinstituten kapacitet att främja och utöka tillgången till bank- och försäkringstjänster samt finansiella tjänster för alla”, liksom indirekt till delmål 8.2 att ”uppnå högre ekonomisk produktivitet genom diversifiering, teknisk uppgradering och innovation”.

Det går också i linje med det globala målet nr 9 om hållbar industri, innovationer och infrastruktur eftersom enklare tillgång till offentliga marknader skulle ge mindre (industri)företag större tillgång till nya finansieringsmöjligheter. Det skulle ge dem alternativa finansieringskällor som gör att de kan växa och utveckla nya lösningar, till exempel på områden som har stor strategisk betydelse för EU. Förslaget bidrar indirekt till delmål 9.3 att ”öka tillgången för småskaliga industriföretag och andra företag till finansiella tjänster, inklusive överkomliga krediter, samt deras integrering i värdekedjor och marknader”.

Detta förslag förväntas generellt inte ha någon påverkan på digitaliseringen.

• **Lagstiftningens ändamålsenlighet och förenkling**

Sammantaget förväntas noteringslagpaketet innebära cirka 167 miljoner euro per år i lägre administrativa kostnader för emittenter, däribland små och medelstora företag. De nationella behöriga myndigheterna förväntas också kunna sänka sina kostnader eftersom de med enklare och tydligare krav kan utföra sina tillsynsuppgifter mer effektivt. Eftersom börsnoteringsdirektivets relevans och mervärde har minskat på grund av lagstiftning som nyligen antagits föreslås det i noteringslagpaketet att börsnoteringsdirektivet upphävs. Emittenter och nationella behöriga myndigheter förväntas endast få marginella anpassningskostnader om detta förslag genomförs.

²⁶ Det åttonde av FN:s globala mål för hållbar utveckling handlar om ”anständiga arbetsvillkor och ekonomisk tillväxt”. Noteringslagen förväntas bidra till små och medelstora företags tillväxt genom att de enklare får tillgång till finansiering via offentliga marknader. Nynoterade företag är en viktig motor för investeringar och jobbskapande. Enklare tillgång till offentliga marknader ger entreprenörer incitament att diversifiera sig i ekonomiskt osäkra tider, vilket leder till en ekonomi som är mer motståndskraftig.

- **Grundläggande rättigheter**

Detta förslag respekterar de grundläggande rättigheterna och följer principerna i stadgan, i synnerhet om näringsfrihet (artikel 16) och konsumentskydd (artikel 38). Eftersom detta initiativ syftar till att minska den administrativa börda som läggs på emittenter skulle detta initiativ bidra till att förbättra näringsfriheten.

4. BUDGETKONSEKVENSER

Initiativet väntas inte påverka EU-budgeten.

5. ÖVRIGA INSLAG

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

En utvärdering planeras fem år efter åtgärdens genomförande och enligt kommissionens riktlinjer för bättre lagstiftning. Syftet med utvärderingen kommer bland annat att vara att bedöma hur effektiv och ändamålsenlig direktivet har varit när det gäller att uppnå målen samt att besluta om eventuella nya åtgärder eller ändringar.

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

Ändring av direktiv 2014/65/EU

Genom artikel 1 i förslaget ändras direktiv 2014/65/EU så som beskrivs nedan.

- Genom artikel 1.1 i förslaget ändras artikel 4.1.12 i direktiv 2014/65/EU, som innehåller definitionen av tillväxtmarknader för små och medelstora företag så att även delar av MTF-plattformar ingår i definitionen.

- Genom förslagets artikel 1.2 a införs en ny punkt 3a om kvaliteten på investeringsanalyser. Här anges att analyserna som tillhandahålls av tredjeparter måste vara opartiska, tydliga och inte vilseledande.

- Genom artikel 1.2 a i förslaget införs även en ny punkt 3b om villkoren för när analyser får märkas som *emittentsponsrad analys*. Bland annat måste analyserna ha genomförts enligt en uppförandekod, och det finns även krav på innehåll, offentliggörande och granskning av dessa uppförandekoder. I artikeln tydliggörs även att emittenter kan lämna in sina emittentsponsrade analyser till insamlingsorganet enligt förslaget om en europeisk gemensam kontaktpunkt. Till sist förtydligas att allt analysmaterial som emittenter har betalat men som inte tagits fram enligt en sådan uppförandekod ska märkas som marknadsföringsmaterial.

- Genom förslagets artikel 1.2 a införs en ny punkt 3d. På analyser som har märkts som emittentsponsrade måste det tydligt anges på framsidan av analysen att den har tagits fram i enlighet med en uppförandekod.

- Genom artikel 1.2 b i förslaget höjs gränsen för företags börsvärde, under vilken uppdelningsreglerna inte gäller, till 10 miljarder euro.

- I artikel 1.3 a–c förtydligas att en del av en MTF-plattform kan registreras som tillväxtmarknad för små och medelstora företag, och villkoren och kraven för sådan registrering och avregistrering anges.

- Genom förslagets artikel 1.4 införs en ny artikel 51a om de särskilda villkoren för att aktier ska få tas upp till handel på en reglerad marknad. Ett villkor är att företag som vill få

sina aktier upptagna till handel på en reglerad marknad måste ha ett börsvärde på minst en miljon euro och ett annat att minst 10 % av aktierna måste vara tillgängliga för handel. Dessutom ges kommissionen befogenhet att ändra dessa gränser genom delegerade akter om gränserna inverkar menligt på likviditeten på offentliga marknader, varvid den finansiella utvecklingen ska beaktas.

Ändring av direktiv 2001/34/EG

Genom artikel 2 i förslaget upphävs börsnoteringsdirektivet.

I artikel 3 beskrivs kraven och tidsgränserna för införlivandet av detta direktiv i nationell lagstiftning.

I artikel 4 anges när direktivet träder i kraft.

I artikel 5 anges vilka detta direktiv är riktat till.

Förslag till

EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV

om ändring av direktiv 2014/65/EU för att göra de offentliga kapitalmarknaderna i unionen attraktivare för företag och ge små och medelstora företag enklare tillgång till kapital och om upphävande av direktiv 2001/34/EG

(Text av betydelse för EES)

EUROPAPARLAMENTET OCH EUROPEISKA UNIONENS RÅD HAR ANTAGIT
DETTA DIREKTIV

med beaktande av fördraget om Europeiska unionens funktionssätt, särskilt artiklarna 50, 53.1 och 114,

med beaktande av Europeiska kommissionens förslag,

efter översändande av utkastet till lagstiftningsakt till de nationella parlamenten,

med beaktande av Europeiska ekonomiska och sociala kommitténs yttrande²⁷,

i enlighet med det ordinarie lagstiftningsförfarandet, och

av följande skäl:

- (1) Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU²⁸ har ändrats genom Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2019/2115²⁹, där proportionella lättnader infördes som skulle främja användningen av tillväxtmarknader för små och medelstora företag och minska de oproportionerliga lagkraven på emittenter som vill få sina värdepapper upptagna till handel på tillväxtmarknader för små och medelstora företag, samtidigt som tillräckligt med investerarskydd och marknadsintegritet upprätthålls. För att förenkla noteringsförfarandet och göra regelverket för företag mer flexibelt och mer proportionerligt efter företagens storlek behövs dock fler ändringar av direktiv 2014/65/EU göras.
- (2) I direktiv 2014/65/EU och kommissionens delegerade direktiv (EU) 2017/593³⁰ anges villkoren för när investeringsanalys som utförs av tredje man för värdepappersföretag som erbjuder portföljförvaltnings- eller andra investerings- eller sidotjänster inte ska

²⁷ EUT C , , s. .

²⁸ 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).

²⁹ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2019/2115 av den 27 november 2019 om ändring av direktiv 2014/65/EU och förordningarna (EU) nr 596/2014 och (EU) 2017/1129 vad gäller främjande av användning av tillväxtmarknader för små och medelstora företag (EUT L 320, 11.12.2019, s. 1).

³⁰ Kommissionens delegerade direktiv (EU) 2017/593 av den 7 april 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU i fråga om skydd av finansiella instrument och medel som tillhör kunder, produktstyrningskrav och regler för tillhandahållande eller mottagande av avgifter, provisioner eller andra monetära eller icke-monetära förmåner (EUT L 87, 31.3.2017, s. 500).

betraktas som incitament. För att uppmuntra till mer investeringsanalys av företag i EU, särskilt små och medelstora noterade företag, och för att ge dessa företag större synlighet och chanser att dra till sig potentiella investerare måste vissa ändringar göras i det direktivet.

- (3) Enligt bestämmelserna i direktiv 2014/65/EU måste värdepappersföretag dela upp de intäkter som de får i mäklarprovision från den ersättning som de får för att utföra investeringsanalyser (*analysuppdelningsregeln*) eller betala investeringsanalyser med egna medel och bedöma kvaliteten på de analyser de köper på grundval av solida kvalitetskriterier samt hur analysen kan bidra till bättre investeringsbeslut. År 2021 ändrades dessa regler genom Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2021/338³¹ så att det blev tillåtet att göra en sammantagen betalning för utförandetjänster och analys för små och medelstora noterade företag vars börsvärde inte överstiger en miljard euro. Minskningen av utförda investeringsanalyser har dock inte hejats.
- (4) För att åter få fart på marknaden för investeringsanalys och se till att företag, särskilt små och medelstora noterade företag, blir föremål för analys i tillräcklig utsträckning behöver de analysuppdelningsreglerna lättas ytterligare. I och med att gränsen för när uppdelningsreglerna inte gäller höjs från ett börsvärde på en miljard euro till ett börsvärde på 10 miljarder euro kommer fler små och medelstora noterade företag, i synnerhet fler medelstora noterade företag, att ingå i analyser, vilket gör att dessa företag blir mer synliga för potentiella investerare och de får större möjligheter att hitta finansiering på marknaderna.
- (5) För att få små och medelstora noterade företag att i större utsträckning bli föremål för investeringsanalys bör dessutom analysmaterial som helt eller delvis betalas av emittenten märkas som *emittentsponsrad analys*. För att sådant material ska tas fram med tillräcklig objektivitet och oberoende bör framtagandet ske i enlighet med en uppförandekod som utarbetats eller godkänts av en marknadsoperatör som är registrerad i en medlemsstat eller en behörig myndighet. För att emittentsponsrade analyser ska bli mer synliga bör emittenterna ha möjlighet att lämna in sina sponsrade analyser till behörigt insamlingsorgan enligt definitionen³² i [artikel 2.2 i förslaget till förordning³³ om en europeisk gemensam kontaktpunkt].
- (6) I och med direktiv 2014/65/EU infördes kategorin tillväxtmarknader för små och medelstora företag i syfte att göra marknader som är specialiserade på små och medelstora företag mer synliga och stärka deras profil, samt främja utveckling av gemensamma tillsynsstandarder i unionen för dessa marknader. Genom att tillgodose mindre emittenters behov fyller tillväxtmarknader för små och medelstora företag en viktig funktion när det gäller att göra det lättare för sådana emittenter att få tillgång till kapital. För att sådana specialiserade marknader ska uppstå och för att begränsa den organisatoriska bördan för de som driver multilaterala handelsplattformar (MTF-plattformar) måste det vara möjligt att registrera en del av en MTF-plattform som tillväxtmarknad för små och medelstora företag, förutsatt att den delen är tydligt avskild från resten av plattformen.

³¹ Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2021/338 av den 16 februari 2021 om ändring av direktiv 2014/65/EU vad gäller informationskrav, produktstyrning och positionslimiter och direktiven 2013/36/EU och (EU) 2019/878 vad gäller deras tillämpning på värdepappersföretag, för att stödja återhämtningen efter covid-19-krisen (EUT L 68, 26.2.2021, s. 14).

³² Se artikel 2.2 i förslaget till förordning [2021.78.COD].

³³ Förslag till förordning [2021/03.78.COD].

- (7) Europaparlamentets och rådets direktiv 2001/34/EG³⁴ innehåller regler om notering på EU:s marknader. Syftet med direktivet är att ge investerare likformigt skydd i EU genom att samordna reglerna om upptagande av värdepapper till officiell notering och om den information beträffande dessa värdepapper som ska offentliggöras. Direktivet innehåller även regel- och tillsynsramarna för EU:s primärmarknader. Under åren har direktiv 2001/34/EG ändrats betydligt flera gånger. Genom Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG³⁵ och 2004/109/EG³⁶ har de flesta av bestämmelserna som harmoniserar villkoren för hur information ska lämnas i samband med ansökningar om upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs, liksom för informationen beträffande de värdepapper som tas upp till handel, ersatts, vilket har gjort att stora delar av direktiv 2001/34/EG inte längre gäller. Direktiv 2001/34/EG är ett minimiharmoniseringsdirektiv och ger därmed medlemsstaterna ett relativt stort utrymme att avvika från reglerna i direktivet, vilket har lett till marknadsfragmentering inom EU. För att öka harmoniseringen av marknaderna på EU-nivå och skapa ett enhetligt regelverk bör direktiv 2001/34/EG upphävas.
- (8) Direktiv 2014/65/EU reglerar liksom direktiv 2001/34/EG marknaderna för finansiella instrument och stärker skyddet för investerare i EU. I direktiv 2014/65/EU återfinns även regler för upptagande av finansiella instrument till handel. Genom att utöka direktiv 2014/65/EU med vissa bestämmelser från 2001/34/EG behålls alla relevanta bestämmelser från 2001/34/EG. Det finns ett antal bestämmelser i direktiv 2001/34/EG, som kravet på börsvärde och andelen aktier som måste vara tillgängliga för handel, som fortfarande gäller, vilkas efterlevnad kontrolleras av behöriga myndigheter och som marknadsaktörerna anser vara viktiga att företag uppfyller för att få aktier upptagna till handel på reglerade marknader i EU. Dessa bestämmelser måste därför föras över till direktiv 2014/65/EU genom att en ny bestämmelse införs i det direktivet om vilka specifika villkor som måste vara uppfyllda för att få aktier upptagna till handel på reglerade marknader. Denna nya bestämmelse bör komplettera de allmänna bestämmelserna om upptagande av finansiella instrument till handel som redan finns i direktiv 2014/65/EU.
- (9) För att ge emittenterna mer flexibilitet och göra EU:s kapitalmarknader mer konkurrenskraftiga bör kravet på andelen aktier som måste vara tillgängliga för handel sänkas till 10 %, vilket är en gräns som ger tillräckligt med likviditet på marknaden. Kravet i direktiv 2001/34/EG på att ett tillräckligt antal aktier ska vara spridda bland allmänheten i en eller flera medlemsstater omfattar allmänheten i EU och i Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EU/EES). Den geografiska begränsningen till EU/EES som gäller för gränsen för hur stor andel aktier som måste vara tillgänglig för handel bör inte behållas, eftersom direktiv 2014/65/EU inte innehåller några bestämmelser om sådana begränsningar för finansiella instrument som upptas till handel. Kravet på att företag ska ha offentliggjort eller lämnat in bokslut för en viss tid bakåt bör inte överföras till direktiv 2014/65/EU eftersom det redan finns en bestämmelse om det

³⁴ Europaparlamentets och rådets direktiv 2001/34/EG av den 28 maj 2001 om upptagande av värdepapper till officiell notering och om uppgifter som skall offentliggöras beträffande sådana värdepapper (EGT L 184, 6.7.2001, s. 1).

³⁵ Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG (EUT L 345, 31.12.2003, s. 64).

³⁶ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG (EUT L 390, 31.12.2004, s. 38).

i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129³⁷. I direktiv 2014/65/EU finns redan bestämmelser om att behöriga myndigheter ska utses. Bestämmelsen i direktiv 2001/34/EG om att en eller fler behöriga myndigheter ska utses behövs alltså inte längre. Kravet på att lånesumman i skuldebrev inte får understiga 200 000 euro anses inte heller behövas, så som praxis på marknaden ser ut i dag.

- (10) Begreppet *upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörser* i direktiv 2001/34/EG används inte längre i någon större utsträckning så som marknaden utvecklats, eftersom begreppet *upptagande av finansiella instrument till handel på en reglerad marknad* redan finns i direktiv 2014/65/EU. Vissa medlemsstater gör i princip ingen åtskillnad mellan de båda begreppen *upptagande till officiell notering* och *upptagande till handel på en reglerad marknad*. Att det finns en ordning för upptagande till handel och en annan ordning för upptagande till officiell notering kan dock leda till rättsosäkerhet på EU-nivå, särskilt som kraven i Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG, 2004/109/EG och 2014/57/EU³⁸ gäller de instrument som upptas till handel på en reglerad marknad men inte instrument som upptas till officiell notering.
- (11) I syfte att göra noterade företag, särskilt små och medelstora företag, mer synliga och anpassa noteringsvillkoren så att kraven blir bättre för emittenterna bör befogenheten att anta akter i enlighet med artikel 290 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt delegeras till kommissionen med avseende på ändring av direktiv 2014/65/EU. Börsvärdesgränsen för företag, under vilken det åter är möjligt att ta ut en sammantagen avgift för orderutförande och analys, bör anpassas så att små och medelstora noterade företag hamnar under gränsen och så att en ram inrättas för en särskild form av analyser som emittenten betalar för. För att EU:s noteringsregler ska vara ändamålsenliga och främja konkurrens bör de även anpassas efter hur marknadspraxis ser ut. Det är särskilt viktigt att kommissionen genomför lämpliga samråd under sitt förberedande arbete, inklusive på expertnivå, och att dessa samråd genomförs i enlighet med principerna i det interinstitutionella avtalet om bättre lagstiftning av den 13 april 2016³⁹. För att säkerställa lika stor delaktighet i förberedelsen av delegerade akter ska Europaparlamentet och rådet erhålla alla handlingar samtidigt som medlemsstaternas experter, och deras experter ska systematiskt ges tillträde till möten i de av kommissionens expertgrupper som utarbetar delegerade akter.
- (12) Direktiv 2014/65/EU bör därför ändras i enlighet med detta.
- (13) Eftersom målen med denna förordning, nämligen att göra det enklare för små och medelstora noterade företag i EU att få tillgång till kapitalmarknaderna och göra noteringsreglerna i EU mer enhetliga, inte i tillräcklig utsträckning kan uppnås av medlemsstaterna, utan snarare, på grund av de förbättringar och verkningar som eftersträvas, kan uppnås bättre på unionsnivå, kan unionen vidta åtgärder i enlighet med subsidiaritetsprincipen i artikel 5 i fördraget om Europeiska unionen. I enlighet med proportionalitetsprincipen i samma artikel går detta direktiv inte utöver vad som är nödvändigt för att uppnå dessa mål.

³⁷ 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).

³⁸ Europaparlamentets och rådets direktiv nr 2014/57/EU av den 16 april 2014 om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk (marknadsmissbruksdirektivet) (EUT L 173, 12.6.2014, s. 179).

³⁹ EUT L 123, 12.5.2016, s. 1.

HÄRIGENOM FÖRESKRIVS FÖLJANDE.

Artikel 1

Ändring av direktiv 2014/65/EU

Direktiv 2014/65/EU ska ändras på följande sätt:

(1) I artikel 4.1 ska led 12 ersättas med följande:

”12. *tillväxtmarknad för små och medelstora företag*: en MTF-plattform, eller en del av en MTF-plattform, som är registrerad som en tillväxtmarknad för små och medelstora företag i enlighet med artikel 33.”

(2) Artikel 24 ska ändras på följande sätt:

(a) Följande punkter ska införas som punkterna 3a–3d:

”3a. Analyser som av tredjepart utförs för värdepappersföretag som tillhandahåller portföljförvaltning eller andra investerings- eller sidotjänster, och analyser som genomförs och distribueras av sådana företag, ska vara opartiska, tydliga och inte vilseledande. Analyser ska tydligt benämnas som analyser eller med en liknande benämning, förutsatt att alla villkor som gäller analyser är uppfyllda.

3b. Om analys helt eller delvis betalas av emittenten och sprids bland allmänheten eller värdepappersföretag eller bland kunder till värdepappersföretag som tillhandahåller portföljförvaltning eller andra investerings- och sidotjänster ska analysen märkas som *emittentsponsrad analys* förutsatt att den är genomförd i enlighet med en uppförandekod som tagits fram eller godkänts av en marknadsoperatör som är registrerad i en medlemsstat eller av en behörig myndighet.

Uppförandekoden ska innehålla minimikrav på oberoende och objektivitet, som ska uppfyllas av de som tillhandahåller sådan analys. Marknadsoperatören eller den behöriga myndigheten ska offentliggöra uppförandekoden på sin webbplats och se över och godkänna den vartannat år.

3c. Medlemsstaterna ska se till att alla emittenter kan lämna in sådana emittentsponsrade analyser som avses i punkt 3b i denna artikel till aktuellt insamlingsorgan enligt definitionen i [artikel 2.2 i förslaget till förordning om en europeisk gemensam kontaktpunkt⁴⁰].

3d. På framsidan till analyser som är märkta som emittentsponsrade ska det tydligt och väl synligt anges att analysen har genomförts i enlighet med en uppförandekod. Det ska även anges vilken marknadsoperatör eller behörig myndighet som har tagit fram och godkänt den aktuella uppförandekoden. Allt annat analysmaterial som helt eller delvis har betalats av emittenten men som inte har tagits fram i enlighet med en sådan uppförandekod som avses i punkt 3b ska märkas som *marknadsföringsmaterial*.”

(b) I punkt 9a ska led c ersättas med följande:

⁴⁰

Förslag till förordning [2021/0378.COD].

- ”c) investeringsanalysen för vilka de kombinerade avgifterna eller den sammantagna betalningen görs gällar emittenter vilkas börsvärde inte översteg 10 miljarder euro under de 36 månader som föregick tillhandahållandet av investeringsanalysen, uttryckt i årens slutkurser för de år då emittenterna är eller var noterade eller som eget kapital för de räkenskapsår då emittenterna inte är eller var noterade.”

(3) Artikel 33 ska ändras på följande sätt:

(a) Punkterna 1 och 2 ska ersättas med följande:

”1. Medlemsstaterna ska föreskriva att en operatör som driver en MTF-plattform får ansöka hos hemmedlemsstatens behöriga myndighet om att få MTF-plattformen, eller en del av den, registrerad som en tillväxtmarknad för små och medelstora företag.

2. Medlemsstaterna ska föreskriva att hemmedlemsstatens behöriga myndighet får registrera MTF-plattformen, eller en del av den, som en tillväxtmarknad för små och medelstora företag om den behöriga myndigheten mottar en sådan ansökan som avses i punkt 1 och har förvärvat sig om att kraven i punkt 3 är uppfyllda med hänsyn till MTF-plattformen eller att kraven i punkt 3a är uppfyllda med hänsyn till en del av MTF-plattformen.”

(b) Följande punkt ska läggas till som punkt 3a:

”3a. Medlemsstaterna ska säkerställa att den aktuella delen av MTF-plattformen omfattas av effektiva regler, system och förfaranden som säkerställer att de villkor som avses i punkt 3, samt alla följande villkor, är uppfyllda:

- a) Den del av MTF-plattformen som är registrerad som tillväxtmarknad för små och medelstora företag är tydligt avskild från övriga marknadssegment som MTF-operatören driver, bland annat genom att den har ett annat namn, andra regler, en annan marknadsföringsstrategi och annan publicitet, liksom genom att delen som är en tillväxtmarknad för små och medelstora företag har tilldelats en särskild marknadsidentifieringskod.
- b) Transaktionerna som görs på den del som är en tillväxtmarknad för små och medelstora företag kan tydligt urskiljas från annan marknadsverksamhet i andra delar av MTF-plattformen.
- c) På begäran av den behöriga myndigheten i MTF-plattformens hemmedlemsstat ska MTF-plattformen kunna uppvisa en fullständig förteckning över de instrument som är noterade på den del av plattformen som är en tillväxtmarknad för små och medelstora företag, liksom lämna all den information som den behöriga myndigheten begär om hur den del av plattformen som är en tillväxtmarknad för små och medelstora företag fungerar.”

(c) Punkterna 4–6 ska ersättas med följande:

”4. Kriterierna i punkterna 3 och 3a inverkar inte på kravet att det värdepappersföretag eller den marknadsoperatör som driver en MTF-plattform, eller en del av en sådan plattform, ska efterleva andra skyldigheter som följer av detta direktiv och som är relevanta för driften av MTF-plattformar.

5. Medlemsstaterna ska föreskriva att hemmedlemsstatens behöriga myndighet får avregistrera en MTF-plattform, eller en del av en MTF-plattform, från registret över tillväxtmarknader för små och medelstora företag i något av följande fall:

- a) Det värdepappersföretag eller den marknadsoperatör som sköter MTF-plattformen, eller en del av den, ansöker om avregistrering av MTF-plattformen.
- b) Kraven i punkt 3 eller 3a uppfylls inte längre för MTF-plattformen eller en del av den.

6. Medlemsstaterna ska kräva att om en behörig myndighet i hemmedlemsstaten registrerar eller avregistrerar en MTF-plattform, eller en del av en MTF-plattform, som en tillväxtmarknad för små och medelstora företag enligt denna artikel ska denna myndighet snarast möjligt underrätta Esma om registreringen eller avregistreringen. Esma ska på sin webbplats offentliggöra en förteckning över tillväxtmarknader för små och medelstora företag och ska hålla den förteckningen aktuell.”

- (d) Punkt 8 ska ersättas med följande:

”8. Kommissionen ges befogenhet att komplettera detta direktiv genom att anta delegerade akter enligt artikel 89 för att närmare specificera de krav som föreskrivs i punkterna 3 och 3a i denna artikel. I dessa krav ska hänsyn tas till behovet av att upprätthålla ett gott investerarskydd så att investerare har förtroende för dessa marknader samtidigt som den administrativa bördan för emittenterna på marknaden minskas. I kraven ska hänsyn även tas till att avregistrering inte får ske endast för att kravet i punkt 3 a i denna artikel tillfälligt inte uppfylls, inte heller får registrering nekas av denna anledning.”

- (4) Följande artikel ska införas som artikel 51a:

”Artikel 51a

Särskilda villkor för upptagande av aktier till handel

1. Medlemsstaterna ska kräva att det förväntade börsvärdet på de aktier som är föremål för ansökan om upptagande till handel, eller, om detta värde inte kan beräknas, bolagets egna kapital och reserver, däribland resultat, från det senaste räkenskapsåret, uppgår till minst en miljon euro eller motsvarande belopp i annan nationell valuta.

2. Punkt 1 ska dock inte gälla vid upptagande till handel av aktier som är utbytbara mot aktier som redan är upptagna till handel.

3. I de fall då börsvärdet uttryckt i nationell valuta, till följd av att motvärdet i nationell valuta till euron har ändrats, under en period av ett år ligger minst 10 % över eller under en miljon euro, ska medlemsstaten inom tolv månader efter utgången av denna period anpassa sina lagar och andra författningar till vad som anges i punkt 1.

4. Medlemsstaterna ska kräva att de reglerade marknaderna ser till att minst 10 % av det tecknade kapital, som motsvarar det aktieslag som ansökan om upptagande till handel gäller, vid varje given tidpunkt innehas av allmänheten.

5. I de fall då andelen aktier som innehas av allmänheten faller under 10 % av det tecknade kapitalet ska medlemsstaterna se till att de reglerade marknaderna kräver att

ett så stort antal aktier sprids till allmänheten som behövs för att kravet i punkt fyra ska uppfyllas.

6. Då ansökan om upptagande till handel gäller aktier som är utbytbara mot aktier som redan är upptagna till handel ska de reglerade marknaderna för att uppfylla kravet i punkt 4 bedöma om ett tillräckligt stort antal aktier har spritts bland allmänheten i förhållande till samtliga aktier som har emitterats och inte enbart i förhållande till de aktier som är utbytbara mot aktier som redan är upptagna till handel.

7. Kommissionen ges befogenhet att, genom att anta delegerade akter i enlighet med artikel 89, ändra de gränser som anges i punkterna 1 och 3 eller i punkterna 4 och 5 i detta direktiv, eller både och, om dessa gränser med beaktande av den finansiella utvecklingen inverkar menligt på likviditeten på offentliga marknader.”

(5) Artikel 89 ska ändras på följande sätt:

(a) Punkterna 2 och 3 ska ersättas med följande:

”2. Den befogenhet att anta delegerade akter som avses i artikel 2.3 och 2.4, artikel 4.1.2 andra stycket, artiklarna 4.2, 13.1, 16.12, 23.4, 24.13, 25.8, 27.9, 28.3, 30.5, 31.4, 32.4, 33.8, 51a.7, 52.4, 54.4, 58.6, 64.7, 65.7 och 79.8 ges till kommissionen tills vidare.

3. Den delegering av befogenhet som avses i artikel 2.3 och 2.4, artikel 4.1.2 andra stycket, artiklarna 4.2, 13.1, 16.12, 23.4, 24.13, 25.8, 27.9, 28.3, 30.5, 31.4, 32.4, 33.8, 51a.7, 52.4, 54.4, 58.6, 64.7, 65.7 och 79.8 får när som helst återkallas av Europaparlamentet eller rådet. Ett beslut om återkallelse innebär att delegeringen av den befogenhet som anges i beslutet upphör att gälla. Beslutet får verkan dagen efter det att det offentliggörs i *Europeiska unionens officiella tidning*, eller vid ett senare i beslutet angivet datum. Det påverkar inte giltigheten av delegerade akter som redan har trätt i kraft.”

(b) Punkt 5 ska ersättas med följande:

”5. En delegerad akt som antas enligt artikel 2.3 och 2.4, artikel 4.1.2 andra stycket, artiklarna 4.2, 13.1, 16.12, 23.4, 24.13, 25.8, 27.9, 28.3, 30.5, 31.4, 32.4, 33.8, 51a.7, 52.4, 54.4, 58.6, 64.7, 65.7 eller 79.8 ska träda i kraft endast om varken Europaparlamentet eller rådet har gjort invändningar mot den delegerade akten inom en period av tre månader från den dag då akten delgavs Europaparlamentet och rådet, eller om både Europaparlamentet och rådet, före utgången av den perioden, har underrättat kommissionen om att de inte kommer att invända. Denna period ska förlängas med tre månader på Europaparlamentets eller rådets initiativ.”

Artikel 2

Upphävande av direktiv 2001/34/EG

Direktiv 2001/34/EG upphör att gälla från och med ... [Publikationsbyrån: infoga det datum som infaller 24 månader efter detta direktivs ikraftträdande].

Artikel 3

Införlivande

1. Medlemsstaterna ska senast den [Publikationsbyrån: infoga det datum som infaller 12 månader efter detta direktivs ikraftträdande] anta och offentliggöra de lagar och andra

författningar som är nödvändiga för att följa detta direktiv. De ska genast överlämna texten till dessa bestämmelser till kommissionen.

De ska tillämpa dessa bestämmelser från och med den [Publikationsbyrå: infoga det konkreta datum som infaller 18 månader efter detta direktivs ikraftträdande].

När en medlemsstat antar dessa bestämmelser ska de innehålla en hänvisning till detta direktiv eller åtföljas av en sådan hänvisning när de offentliggörs. Närmare föreskrifter om hur hänvisningen ska göras ska varje medlemsstat själv utfärda.

2. Medlemsstaterna ska till kommissionen överlämna texten till de centrala bestämmelser i nationell rätt som de antar inom det område som omfattas av detta direktiv.

Artikel 4

Ikraftträdande

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

Artikel 5

Adressater

Detta direktiv riktar sig till medlemsstaterna.

Utfärdat i Bryssel den

På Europaparlamentets vägnar
Ordförande

På rådets vägnar
Ordförande