

Remissvar



Finansdepartementet
fi.remissvar@regeringskansliet.se

Finansinspektionen
Box 7821
103 97 Stockholm
Tel +46 8 408 980 00
finansinspektionen@fi.se
www.fi.se

2025-09-21

FI dnr 25-17980
(Anges alltid vid svar)

Remissvar – Promemorian Nya regler för att underlätta noteringar av värdepapper

Ert dnr: Fi2025/01023

Sammanfattning

Finansinspektionen (FI) avstyrker promemorians förslag att höja tröskelvärdet för prospektskyldighet till 12 miljoner euro. FI avstyrker även förslaget att möjliggöra att prospekt som upprättas för erbjudanden av värdepapper till allmänheten eller upptaganden till handel på en reglerad marknad enbart i Sverige ska få upprättas på det språk som allmänt används i internationella finanskretsar. Förslagen innebär enligt FI en omotiverad försämring av investerarskyddet och transparensen på marknaden. De riskerar också att försvaga investeringsviljan. I förlängningen kan detta försvåra kapitalanskaffningen för framför allt små och medelstora företag och förslagen riskerar därmed att motverka själva syftet med regleringen. Inte heller står de förenklingar som förslagen påstås medföra för företagen i rimlig proportion till de försämringar i investerarskyddet som förslagen medför. Därutöver vill FI framhålla att ett högt investerarskydd inte står i motsatsförhållande till en väl fungerande och effektiv marknad.

FI har även vissa synpunkter i övrigt på de bedömningar som görs i promemorian med avseende på ändringarna i prospektförordningen.

FI tillstyrker i huvudsak promemorians förslag till genomförande av ändringarna i Mifid 2¹ (nedan ändringsdirektivet) men anser att vissa delar i ändringsdirektivet inte har genomförts samt att vissa bestämmelser bör utformas mer direktivkonformt. FI avstyrker förslaget i den del som avser genomförandet av artikel 69.2 första stycket x i Mifid 2 och anser att bestämmelsen i stället ska genomföras i enlighet med ändringsdirektivets innebörd. FI anser också att vissa uttalanden i promemorian bör förtydligas.

FI tillstyrker de förslag som lämnas med anledning av ändringarna i marknadsmissbruksförordningen men lämnar vissa synpunkter.

Ändringar i prospektförordningen

Tröskelvärde för prospektskyldighet

FI avstyrker promemorians förslag om att tröskelvärde för prospektskyldighet ska höjas till 12 miljoner euro under en 12-månadersperiod. FI anser i stället att tröskelvärde bör bestämmas till 5 miljoner euro.

En höjning av tröskelvärde till 12 miljoner euro skulle medföra att en stor andel av erbjudandena på den svenska marknaden faller under gränsen för prospektskyldighet. För en väl fungerande marknad där förtroendet för marknadens aktörer är högt, är tillgång till korrekt, relevant och tydlig information avseende emittenter och deras värdepapper av central betydelse. Ett prospekt samlar all relevant information för investerarna på ett och samma ställe. Prospektet fyller en avgörande funktion genom att, på ett enhetligt och strukturerat sätt, skapa transparens i förhållande till potentiella investerare samt motverka risken för informationsasymmetri på marknaden. Denna funktion förstärks av att prospektet granskas och godkänns av en oberoende tillsynsmyndighet.

FI ser mot denna bakgrund en betydande risk att ett tröskelvärde för prospektskyldighet vid 12 miljoner euro kommer att leda till försämrade informationsgivning i samband med erbjudanden av värdepapper, vilket i sin tur riskerar att undergräva investerarskyddet och sänka investerarnas tillit till marknaden. Detta kan leda till minskad investeringsvilja, i synner-

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, i lydelsen enligt Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2024/2811 för att göra offentliga kapitalmarknader i unionen attraktivare för företag och ge små och medelstora företag enklare tillgång till kapital och om upphävande av direktiv 2001/34/EG (Mifid 2).

het bland privatpersoner som är särskilt aktiva på den svenska marknaden för små och medelstora företag (SME-bolag). Det skulle kunna försvåra emittenternas kapitalmarknadsfinansiering och därmed motverka själva syftet med regleringen.

Den svenska marknaden

Den svenska kapitalmarknaden beskrivs ofta som framgångsrik, med ett mycket stort antal noterade bolag. Aspekter som lyfts fram är bland annat god transparens, välutvecklat sparande hos privatpersoner och att en hög andel av de noterade bolagen utgörs av SME-bolag.

Vidare är börsvärden för bolag noterade på svenska handelsplatser i många fall betydligt lägre än för bolag noterade i andra europeiska länder. Även vid en jämförelse mellan noterade SME-bolag är de svenska SME-bolagen ofta mindre än sina utländska motsvarigheter. Inte sällan medför dessa skillnader att transaktionerna som görs på den svenska marknaden är av mindre storlek. Det unika och aktiva deltagandet från privatpersoner gör behovet av ett starkt investerarskydd särskilt betydelsefullt. Det är bland annat mot bakgrund av dessa särdrag som Sverige, även historiskt, har ett lägre tröskelvärde för prospektskyldighet än många andra medlemsstater inom unionen – liksom det lägsta i Norden. Den svenska marknaden är ett tydligt exempel på att ett högt investerarskydd inte motverkar en effektiv marknad. FI anser att det höga investerarskydd som präglar den svenska marknaden har bidragit till att göra den välfungerande och attraktiv, med ett högt förtroende hos allmänheten. Att urholka investerarskyddet riskerar därför att motverka syftet med regleringen.

Tröskelvärdets betydelse på den svenska marknaden

I promemorian görs bedömningen att tröskelvärdet för prospektskyldighet i huvudsak kommer att få betydelse när det gäller aktieerbjudanden som sker i samband med upptagande på MTF-plattform. FI vill dock lyfta fram att den nya regleringen även medför att färre prospekt kommer att upprättas vid erbjudanden av nya typer av värdepapper samt vid erbjudanden av värdepapper som inte är upptagna till handel. Enligt FI är det viktigt att dessa erbjudanden, i största möjliga utsträckning, fortsatt omfattas av prospektskyldighet och det investerarskydd som en sådan skyldighet medför.

Genom noteringsakten har stora regellättnader för redan noterade emittenter gjorts genom att prospektförordningens bestämmelser om undantag från prospektskyldighet har utvidgats. I promemorian dras slutsatsen att tröskel-

värdet har en begränsad betydelse i fall som omfattas av ett direkt tillämpligt undantag (s. 48 i promemorian). FI vill poängtera att det är en betydande skillnad mellan att prospektskyldighet bortfaller på grund av att erbjudandet understiger tröskelvärdet och att prospektskyldighet bortfaller på grund av att en undantagsbestämmelse är tillämplig. De nya undantagsbestämmelserna kräver i de flesta fall att emittenten i stället för prospekt upprättar och offentliggör ett kort informationsdokument som beskriver erbjudandet av värdepapper till allmänheten. FI konstaterar att denna möjlighet har nyttjats i stor omfattning sedan undantagen infördes. Även om informationsdokumentet inte blir föremål för FI:s granskning eller godkännande, utgör det en harmoniserad form för emittenter att ge information om erbjudanden av värdepapper. Om tröskelvärdet för prospektskyldighet sätts till 12 miljoner euro, i stället för 5 miljoner euro, kommer ett stort antal erbjudanden att undgå kravet att registrera sådana informationsdokument.

Investerarskyddet tillgodoses inte i tillräcklig utsträckning genom handelsplatsernas egna informationskrav

Som ytterligare argument för att tröskelvärdet för prospektskyldighet bör höjas till 12 miljoner euro i Sverige lyfts i promemorian bland annat att handelsplatserna ställer upp egna informationskrav för emittenter vars erbjudanden och upptaganden till handel av värdepapper inte är prospektskyldiga. Det anförs att handelsplatsernas informationskrav har tydliga likheter med informationskraven i prospektregelverket. I promemorian benämns detta ”självreglering” (s. 50).

FI anser att självreglering i många fall är ett robust och välfungerande komplement till lagstiftning. Den näringsrättsliga lagstiftningen som förpliktigar handelsplatserna att ha egna informationskrav bär emellertid få likheter med självreglering i ordets rätta bemärkelse. Det rör sig således inte om några branschgemensamma informationskrav som handelsplatserna kollektivt tillämpar på eget initiativ i syfte att skapa en tryggare och mer välfungerande marknad på det sätt som kännetecknar en självreglering.

FI vill alltså framhålla att handelsplatsernas egna informationskrav inte är harmoniserade vare sig mellan de olika handelsplatserna i Sverige eller mellan olika medlemsstater. I praktiken utformas och tillämpas de ensidigt av respektive handelsplats. Detta kan leda till betydande variationer i innehåll, struktur och granskningsnivå, beroende på handelsplatsernas regelverk och interna processer. Sådana diskrepanser kan göra det svårare för investerarna att jämföra emittenter som är noterade (eller ska noteras) på

olika handelsplatser. Det finns även en risk att det uppstår en konkurrenssituation mellan olika handelsplatser om vilka krav som ställs vid erbjudanden av värdepapper eller upptaganden till handel, vilket kan leda till att informationskraven urholkas. Handelsplatsernas informationskrav kan alltså inte jämföras med det investerarskydd som följer av prospektförordningen.

Prospektförordningen innehåller även investerarskyddsregler som inte förekommer i den näringsrättsliga lagstiftningen som handelsplatserna baserar sina egna informationskrav på. Prospektförordningen ställer upp krav på att medlemsstaterna genom anpassning av lagar och andra författningar om civilrättsligt ansvar ska säkerställa att relevanta personer bär ansvar för informationen som ges i ett prospekt. För svensk del har prospektansvaret reglerats i aktiebolagslagens bestämmelser om skadestånd. Sådan speciell skadeståndslagstiftning ger investerare en tydlig rättslig grund att åberopa i rättsliga processer om de har lidit skada som ett resultat av felaktig eller missvisande information i ett prospekt.

Ytterligare regler i prospektförordningen som erbjuder starkt investerarskydd är emittenternas skyldighet att i vissa fall upprätta tillägg till prospekt. Den skyldigheten syftar till att investerarna ska få nödvändiga förtydliganden av information i prospektet som av något skäl inte längre ger en rättvisande bild. De investerare som redan före offentliggörande av tilläggsprospektet hade samtyckt till att köpa eller teckna sig för värdepapperen ges då en möjlighet återkalla sitt samtycke om de, efter händelsens inträffande, inte längre vill göra investeringen.

FI anser sammanfattningsvis att promemorian inte i tillräcklig utsträckning tar hänsyn till hur dessa centrala investerarskyddsaspekter tillgodoses vid tillämpning av handelsplatsernas egna informationskrav.

Handelsplatsernas egna informationskrav täcker inte alla erbjudanden

Som konstateras i promemorian är handelsplatsernas egna informationskrav enbart tillämpliga på erbjudna värdepapper som ska tas upp till handel på handelsplatsen. Erbjudanden till allmänheten av icke-noterade värdepapper som understiger tröskelvärdet för prospektskyldighet kommer inte att vara föremål för motsvarande regler om informationsgivning. Det är förvisso korrekt att sådana prospektskyldiga erbjudanden av värdepapper, enligt dagens regler, endast förekommer i några enstaka fall varje år. Icke-noterade

aktiers egenskaper, såsom att de är svåra att prissätta, illikvida och att de inte handlas fritt på en handelsplats, gör emellertid att de inte är lämpliga för vem som helst att investera i. FI anser därför att det finns särskilt starka skäl för att sådana erbjudanden bör vara prospektskyldiga.

Språket i prospekt och andra dokument

FI avstyrker promemorians förslag att möjliggöra för inhemska prospekt (det vill säga prospekt som upprättas för erbjudanden av värdepapper till allmänheten eller upptaganden till handel på reglerad marknad enbart i Sverige) ska få upprättas på det språk som allmänt används i internationella finanskretsar. I stället anser FI att Sverige ska utnyttja möjligheten att endast tillåta att inhemska prospekt upprättas på ett språk som godtas av den behöriga myndigheten.

FI anser att det unikt höga deltagandet bland privatpersoner på den svenska marknaden innebär att det finns skäl att vara särskilt aktsam med att införa regler som riskerar att utesluta just sådana investerare. För att de fortsatt ska kunna ta till sig informationen i inhemska prospekt bör möjligheten att kräva prospekt på svenska behållas. Det är osäkert i vilken utsträckning svenska privatpersoner (och särskilt den grupp som är äldre än 65 år, som äger 57 procent av hushållens aktieförmögenhet²) kan ta till sig den förhållandevis svårtillgängliga materian i ett prospekt på engelska.

För att bibehålla konkurrenskraften på den svenska marknaden är det alltså centralt att värna det stora inslaget av privatpersoner. Det ligger givetvis i emittentens intresse att nå så god teckning och bred investerarbas som möjligt. Samtidigt finns en risk att engelska blir norm även för inhemska prospekt, vilket skulle kunna verka exkluderande för de investerare som har svårt att ta till sig engelska. En ytterligare aspekt är att skillnader riskerar att uppstå mellan prospektets språk och det språk som används i emittentens löpande informationsgivning, vilket kan skapa otydlighet för investerare.

FI anser alltså att en ordning där det godtagna språket för inhemska prospekt som huvudregel är svenska är mest lämplig för att tillgodose investerarskyddet. I likhet med hur FI:s föreskrifter är utformade skulle även engelska vara ett godtaget språk i vissa situationer. En sådan ordning skulle inte innebära en nämnvärt större börda för emittenterna eftersom de emittenter som berörs verkar i en svensk miljö och har krav på sig i andra

²https://www.statistikdatabasen.scb.se/pxweb/sv/ssd/START_FM_FM0201_FM0201B/HushallAktieAgarMNKR/

sammanhang, exempelvis i den löpande informationsgivningen, att ha en förmåga att upprätta dokument och kommunicera på svenska. I vart fall står den förenkling som promemorians förslag möjligen skulle kunna innebära inte i rimlig proportion till den försämring den innebär för investerarskyddet.

Genomförande av ändringarna i Mifid 2

FI tillstyrker i huvudsak förslaget, men anser att vissa delar i ändringsdirektivet inte har genomförts samt att vissa bestämmelser bör ges ett mer direktivkonformt genomförande. FI avstyrker förslaget i den del som avser genomförandet av artikel 69.2 första stycket x i Mifid 2³ och anser att bestämmelsen i stället ska genomföras i enlighet med ändringsdirektivets innebörd. FI anser också att vissa uttalanden i promemorian bör förtydligas.

Enligt artikel 69.2 första stycket x i Mifid 2 ska tillsynsmyndigheten ha befogenhet att utfärda varningar för att informera om att en analys som är märkt *emittentsponsrad analys* inte har tagits fram i överensstämmelse med EU:s uppförandekod för emittentsponsrad analys. Förslaget till genomförande i 23 kap. 3 e § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (LV) anger att FI får offentliggöra korrekta uppgifter, om information som värdepappersinstitut tillhandahållit kunder är bristfällig, felaktig eller vilseledande.⁴ Förslaget till genomförande ställer alltså – till skillnad från Mifid 2 – krav på att FI, för att kunna varna allmänheten, först ska ta fram korrekta uppgifter. FI anser att kravet på att offentliggöra korrekta uppgifter skulle utgöra en ny och mycket resurskrävande uppgift för FI som snarare bedöms avsevärt försvåra möjligheten att över huvud taget kunna utfärda en varning till allmänheten. FI anser därför att den primära skyldigheten för FI ska vara att kunna utfärda en varning om att en analys som är märkt som emittentsponsrad inte uppfyller uppförandekoden. FI förespråkar alltså ett genomförande som är i enlighet med ändringsdirektivets utformning. FI har i och för sig inga invändningar mot att myndigheten ges möjlighet att offentliggöra korrekta uppgifter avseende emittentsponsrad analys men detta ska i så fall utgöra en möjlighet utöver befogenheten att utfärda en varning.

³ 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, i lydelsen enligt Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2024/2811.

⁴ I promemorian på sidan 70 anges att FI, när myndigheten offentliggör korrekta uppgifter, även har möjligheten att till exempel varna allmänheten om att analysen som betecknas som emittentsponsrad analys inte har tagits fram i överensstämmelse med EU:s uppförandekod.

Artikel 24.3 e i Mifid 2 innehåller ett krav på att det på framsidan av analyser som är märkta som emittentsponsrad analys tydligt och väl synligt ska anges att analysen har tagits fram i enlighet med EU:s uppförandekod för emittentsponsrad analys. Detta krav saknas i förslaget till genomförande i 9 kap. 17 b § LV, men bör enligt FI finnas med.

FI delar inte bedömningen i promemorian att det inte behöver ske en lagändring med anledning av tillägget i artikel 24.3 a i Mifid 2. Tillägget innebär att en *analys* som har tagits fram av tredje part och som används eller distribueras av ett värdepappersinstitut ska vara opartisk, tydlig och inte vilseledande. 9 kap. 14 § LV ställer krav på att *information* som lämnas till värdepappersinstitutets kunder ska vara rättvisande, tydlig och inte vara vilseledande. FI anser att systematiken i LV bör följa systematiken i Mifid 2 och att de krav som ställs på att analyser ska vara opartiska, tydliga och inte vilseledande ska framgå av 9 kap. 17 b § LV.

Vidare anser FI att det inte framgår av den föreslagna lydelsen av 9 kap. 17 b § första stycket LV att en analys endast får benämnas analys eller ges en liknande benämning om den uppfyller kraven i den delegerade förordningen till Mifid 2 (den delegerade förordningen)⁵, på det sätt som föreskrivs i artikel 24.3 a i Mifid 2. FI efterfrågar därför ett förtydligande av vad som avses med analys i 9 kap. 17 b § första stycket LV, samt hur bestämmelsen förhåller sig till reglerna om investeringsanalys och marknadsföringsmaterial i artikel 36 och 37 i den delegerade förordningen.

Av artikel 24.3 c sjunde stycket i Mifid 2 framgår att medlemsstaterna ska föreskriva att värdepappersföretag som tar fram eller distribuerar emittentsponsrade analyser ska inrätta organisatoriska arrangemang för att säkerställa att sådana analyser tas fram i överensstämmelse med EU:s uppförandekod för emittentsponsrad analys. I promemorian görs bedömningen att kravet på ett värdepappersinstitut att ha organisatoriska arrangemang får anses följa av skyldigheten för värdepappersinstitut att följa uppförandekoden. FI efterfrågar ett förtydligande av hur den skyldighet som ändringsdirektivet uppställer på att inrätta organisatoriska arrangemang följer av bolagets skyldighet att följa uppförandekoden samt om den skyldigheten omfattas av 8 kap. 9 § LV.

⁵ Kommissionens delegerade förordning (EU) 2017/565 av den 25 april 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU vad gäller organisatoriska krav och villkor i värdepappersföretag, och definitioner för tillämpning av det direktivet.

Ändringar i marknadsmissbruksförordningen

FI tillstyrker förslagen men har följande synpunkter.

Ändringsförordningen medför ett höjt tröskelvärde för när personer i ledande ställning och till dem närstående personer ska rapportera transaktioner i emittenten. Samtidigt får behöriga myndigheter möjlighet att antingen höja eller sänka tröskeln för rapportering. Eftersom marknadsmissbruksförordningen är en direkt tillämplig EU-förordning ges alltså FI, genom förordningen, en befogenhet att fatta beslut om ett ändrat tröskelvärde.

En svensk förvaltningsmyndighet fattar bindande och generellt tillämpliga normbeslut genom att meddela föreskrifter. För att få meddela föreskrifter krävs enligt regeringsformen (RF) ett bemyndigande i lag eller förordning. Den rättsliga grunden för en myndighet att få meddela föreskrifter finns alltså i RF.⁶

Samma utgångspunkt återfinns också i SOU 2013:65, *Förstärkta kapitaltäckningskrav*, (sidan 166) som visserligen rör ett annat regelverk men där förutsättningarna är likartade. Där tydliggörs skillnaden mellan behörig myndighets möjlighet att fatta enskilda beslut respektive normbeslut med stöd av direkt tillämplig EU-rätt.

Medlemsstaten är skyldig att se till att en EU-förordning får fullt genomslag i nationell rätt. Av det följer att bestämmelser som kompletterar en EU-förordning kan behöva genomföras i nationell rätt. I förevarande fall krävs att en bestämmelse införs i lag som ger regeringen möjlighet att meddela ett bemyndigande för FI att meddela föreskrifter i fråga om tröskelvärdet. Om så inte sker får förordningens bestämmelse om att behöriga myndigheters befogenhet att höja eller sänka tröskelvärdet inte effektivt genomslag i Sverige.

Ett bemyndigande är alltså nödvändigt för att Sverige ska anses ha genomfört bestämmelserna i marknadsmissbruksförordningen på ett tillräckligt sätt.

Vidare framför Finansinspektionen i sitt remissvar på promemorian *Nya regler om aktier på multilaterala handelsplattformar (Ds 2025:15)* att en ändring bör göras i 4 kap 19 § lagen (1994:980) om handel med finansiella

⁶ Statsrådsberedningens promemoria *Myndigheternas föreskrifter*, SB PM 2025:4 (s. 21).

instrument med anledning av de ändringar som genom noteringsakten gjorts i artikel 5.3 i marknadsmissbruksförordningen, ändringar som inte berörs i denna promemoria. Detta föranleder även ett behov av att ändra i Finansinspektionens bemyndigande att meddela föreskrifter enligt 7 kap. 1 § 5 i samma lag och 4 § 11 förordning (2007:375) om handel med finansiella instrument, vilket också framförs i remissvaret.

Av ändringsförordningen framgår att sanktionsavgifter för juridiska personer för överträdelser av artikel 17–19 i marknadsmissbruksförordningen i första ska beräknas till max 2 (artikel 17) respektive 0,8 (artikel 18 och 19) procent av dess totala årsomsättning. Bara i de fall behörig myndighet vid en sådan beräkning anser att sanktionsavgiften blir oproportionerligt låg bör avgiften i stället fastställas i absoluta belopp. FI noterar att denna nya utgångspunkt för beräkningen av sanktionsavgifter inte framgår av förslagen i promemorian.

Konsekvensanalysen – effekter för företag

Med anledning av vad som framgår på sidan 58 i promemorian vill FI göra följande påpekanden. Av de företag som driver en MTF-plattform är det endast Spotlight Stock Market AB som är ett värdepappersbolag eftersom Nasdaq Stockholm Aktiebolag och Nordic Growth Market NGM Aktiebolag har tillstånd enligt 12 kap. 1 § LV att som börs driva en reglerad marknad. Två av MTF-plattformarna (Nordic SME samt First North Sweden) har redan ett segment registrerat som tillväxtmarknad för små och medelstora företag.

FINANSINSPEKTIONEN

Malin Alpen
Vikarierande generaldirektör

Charlotte Eliasson
Jurist

I detta ärende har vikarierande generaldirektör Malin Alpen beslutat. Juristen Charlotte Eliasson har varit föredragande. I den slutliga

handläggningen har också seniora juristen Claudia Terao och juristen Oscar Mofors Frid deltagit.

Kopia till fi.fma.v@regeringskansliet.se