

Finansdepartementet
fi.remissvar@regeringskansliet.se

Promemorian Nya regler för att underlätta notering av värdepapper

Fi2025/01023

Utgångspunkter

Konkurrensverket har i uppdrag att verka för en effektiv konkurrens i privat och offentlig verksamhet samt en effektiv offentlig upphandling till nytta för det allmänna. Yttrandet avgränsas till sådana aspekter som följer av Konkurrensverkets ansvarsområden. Yttrandet följer den struktur och de rubriker som används i promemorian.

4.2 En utökad rätt att invända om finansiella instrument tas upp på en annan handelsplats

I promemorian föreslås, till följd av ändringsdirektivet¹, att lagen om värdepappersmarknaden ändras så, att om en emittents finansiella instrument tas upp till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag ska handel med det instrumentet få bedrivas på en annan *handelsplats* endast när emittenten har informerats och inte motsatt sig det.

Enligt promemorian är möjligheten till invändning inför sekundärnotering enligt Mifid II, i dess nu gällande lydelse, begränsad till situationer när den andra handelsplatsen är en tillväxtmarknad för små och medelstora företag. Det har fått till konsekvens att ett finansiellt instrument har kunnat handlas på andra typer av handelsplatser² än där emittenten tagit upp dem till handel, trots emittentens invändningar. Genom promemorians förslag utvidgas emittenters rätt att invända till att även gälla när den andra handelsplatsen inte är en tillväxtmarknad för små

¹ Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2024/2811 av den 23 oktober 2024 om ändring av direktiv 2014/65/EU 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.

² Exempelvis på ett segment av en MTF-plattform som inte är registrerad som tillväxtmarknad.



och medelstora företag. På så sätt kan det ursprungliga syftet med bestämmelsen i Mifid II uppnås, dvs. att minska risken för fragmentering av likviditeten.

Konkurrensverket tillstyrker förslaget i sin helhet. Konkurrensverket har i en tidigare skrivelse³ till regeringen informerat om just denna konsekvens och föreslagit en justering av artikel 33.7 i Mifid II. Utifrån Konkurrensverkets förståelse har ändringarna i artikel 33.7 i Mifid II delvis härstammat från verkets skrivelse. Skrivelsen utgick från de erfarenheter myndigheten drog i samband med ett tillsynsärende⁴. Ärendet handlade om Nasdaqs aviserade avsikt att ta upp aktier i bolag primärnoterade på en konkurrens tillväxtmarknad till handel utan att informera och bereda emittenterna möjlighet att motsätta sig detta.

Konkurrensverkets huvudsakliga synpunkt i skrivelsen var att möjligheten till sekundärnotering av ett finansiellt instrument mot emittentens vilja kan leda till en negativ utveckling för noteringssidan av marknaden. Det inkräktar på emittentens möjlighet att välja handelsplats och innebär att det blir svårare för små handelsplatser att konkurrera med dominerande handelsplatser. Minskad konkurrens mellan handelsplatser om vart emittenter ska lista sig riskerar att leda till färre valmöjligheter och att villkoren för emittenter försämrats.

Konkurrensverket anser att förslaget i promemorian löser denna problematik i sin helhet. Tillväxtmarknaden i Sverige är unik i ett europeiskt perspektiv i termer av att det finns tre konkurrerande aktörer som alla erbjuder handelsplatser registrerade som tillväxtmarknader.⁵ I resterande medlemsstater finns som mest en handelsplats registrerad som tillväxtmarknad. Det är viktigt att vi värnar om den redan existerande konkurrensen som finns i Sverige. Det finns ett högt intresse från små och medelstora svenska företag att notera sig, jämfört med de flesta andra medlemsstaterna. Sverige är också ledande i unionen på så sätt att klart flest företag är noterade på tillväxtmarknader här (under 2024 var hela 34 procent av alla företag noterade på en europeisk tillväxtmarknad noterade i Sverige).⁶ Vidare var den stora majoriteten av de företag som var noterade på en svensk tillväxtmarknad inhemska företag.⁷ Det tyder på att den befintliga strukturen med konkurrerande tillväxtmarknader har gynnat svenska företags möjligheter till att ta in kapital.

³ Dnr 810/2022.

⁴ Dnr 366/2022.

⁵ Nasdaqs First North, NGM Nordic SME och Spotlight Stock Market.

⁶ Konkurrensverkets egna beräkningar utifrån data är från Fidessa och ESMA.

⁷ Under 2024 var 89 procent av företagen som var noterade på en svensk tillväxtmarknad ett svenskt företag. För övriga medlemsstater, som har en handelsplats, var motsvarande siffra 96 procent i genomsnitt. Konkurrensverkets egna beräkningar utifrån data är från Fidessa och ESMA.



5.2.1 Tröskelvärde för prospektskyldighet

Enligt ändringsförordningen⁸ ska ett erbjudande av värdepapper till allmänheten som huvudregel kunna undantas från prospektskyldighet. Detta gäller under förutsättning att det sammanlagda aggregerade beloppet för de värdepapper som erbjuds till investerare inom EES är mindre än tolv miljoner euro per emittent eller erbjudare beräknat under en tolv månaders period (artikel 3.2 b). Medlemsstaterna får i stället välja ett tröskelvärde på fem miljoner euro (artikel 3.2a).

I promemorian lämnas förslaget att när värdepapper erbjuds till allmänheten ska prospekt inte behöva upprättas om det sammanlagda vederlaget för de värdepapper som erbjuds till investerare inom EES, under en tid av tolv månader, motsvarar högst tolv miljoner euro. Till förslaget följer bedömningen att möjligheten enligt EU:s prospektförordning att införa informationskrav i lag för erbjudanden som inte överstiger tröskelvärde inte bör utnyttjas.

Förslaget motiveras med att prospektkrav innebär högre kostnader än informationskrav enligt handelsplatsernas självreglering. Det valda alternativet på tolv miljoner euro innebär således en lättnad av den administrativa bördan för berörda företag och samtidigt en harmonisering med de flesta andra länder inom EES, bl.a. med länderna i Norden. Tröskelvärde för prospektskyldighet bedöms i huvudsak få betydelse när det gäller aktieerbjudanden som sker i samband med upptagande på en MTF-plattform. Sådana erbjudanden lämnas i regel av små och medelstora bolag. Därutöver bedöms s.k. unitemissioner⁹ påverkas av tröskelvärde. Det högre tröskelvärde bedöms slutligen bidra till ökad konkurrenskraft för den svenska marknaden.

Konkurrensverket tillstyrker förslaget i sin helhet och instämmer i den ovan anförda motiveringen. Ett högre tröskelvärde bör anses som en regulatorisk lättnad, både i relation till det tidigare tröskelvärde på 2,5 miljoner euro och det alternativa tröskelvärde på fem miljoner euro, vilket i synnerhet underlättar för små och medelstora företag att ta in kapital. Att dessa företag lättare får tillgång till kapital påverkar flera marknader samtidigt. Det innebär att de företag som berörs av förslaget på ett effektivare sätt kommer att kunna investera i sina verksamheter och på så vis utöva ett starkare konkurrenstryck mot övriga aktörer på respektive marknad, jämfört med scenariot där ett tröskelvärde på fem miljoner euro tillämpas. Således förväntas förslaget få positiva konkurrenseffekter på flera marknader.

⁸ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2024/2809 av den 23 oktober 2024 om ändring av förordningarna (EU) 2017/1129, (EU) nr 596/2014 och (EU) nr 600/2014 för att göra offentliga kapitalmarknader i unionen attraktivare för företag och för att underlätta tillgången till kapital för små och medelstora företag.

⁹ En unitemission är en emission i vilken typiskt sett aktier emitteras tillsammans med vidhängande teckningsoptioner.



Förslaget innebär att investerarskyddet i högre grad än tidigare kommer att bero på handelsplatsernas egna informationskrav. I promemorian anges att handelsplattformarna har sina respektive informationskrav som har tydliga likheter med informationskraven i prospektregelverket men att informationskraven granskas av handelsplattformarna själva. Konkurrensverket tolkar detta som att informationskravet kan skilja sig i detalj mellan handelsplattformarna. Handelsplattformarnas informationskrav kan tänkas påverka emittenters val av handelsplats och bör därför betraktas som en konkurrensparameter. Detta torde innebära en stärkt konkurrens mellan handelsplatserna, och då i synnerhet mellan tillväxtmarknaderna. Det kan däremot argumenteras att investerarskyddet riskerar att urholkas om handelsplattformarna får ökat incitament att konkurrera med lägre informationskrav. I promemorian motiveras dock det högre tröskelvärdet med att handelsplattformarna får anses ha incitament att ställa krav på de emittenter som tar upp sina värdepapper till handel på den egna plattformen.

Konkurrensverket anser slutligen att bedömningen i promemorian om att inte införa informationskrav i lag för erbjudanden som inte överstiger tröskelvärdet innebär den lägsta möjliga noteringskostnaden för berörda företag, jämfört med tänkbara alternativ, vilket torde vara positivt utifrån de aspekter Konkurrensverket har att beakta.

Konkurrensverket har inga synpunkter på promemorians övriga förslag.

Detta yttrande har beslutats av generaldirektören. Föredragande har varit ekonomen Carl Klingemann.

Beslutsfattandet har dokumenterats digitalt och yttrandet saknar därför namnunderskrift.

Marie Östman