

ANSÖKNINGSTIDPUNKTEN ENLIGT MARKNADSMISSBRUKSFÖRORDNINGEN

Från vilken tidpunkt ska MAR börja tillämpas
vid en nyintroduktion av aktier?



MÅNS HELLBERG

Göteborgs universitet
Juridiska institutionen
Juristprogrammet HT 2022
Examensarbete 30 HP
Handledare: Erik Lidman

Innehållsförteckning

Sammanfattning	1
Del I – Utgångspunkter	3
1. <i>Bakgrund</i>	3
2. <i>Syfte</i>	4
3. <i>Frågeställning</i>	4
4. <i>Metod och teori</i>	4
5. <i>Avgränsningar</i>	6
6. <i>Disposition</i>	6
Del II – Undersökning	8
7. <i>Kammarrättens domar</i>	8
8. <i>Finansinspektionens rättsfallskommentar</i>	9
9. <i>Motiv för reglering</i>	10
9.1. Marknadseffektivitet.....	10
10. <i>Marknadsmissbruksförordningen</i>	12
10.1. Syfte.....	12
10.2. Tillämpningsområde	13
10.2.1. Finansiellt instrument.....	13
10.2.2. Reglerad marknad och MTF-plattform	14
10.2.3. Ansökan om upptagande till handel.....	14
10.3. Förbuden mot marknadsmissbruk	15
10.3.1. Insiderhandel och olagligt röjande av insiderinformation	15
10.3.2. Marknadsmanipulation.....	16
10.4. Öppenhet.....	17
10.4.1. Handelsplatsens anmälningsplikt.....	18
10.4.2. Insynsrapportering	18
10.4.3. Offentliggörande av insiderinformation.....	19
10.4.4. Den behöriga myndighetens tillsyn.....	20
10.4.5. Förandet av insiderförteckning	20
11. <i>Noteringsprocessen</i>	21
11.1. EU-rättsliga noteringskrav	21
11.2. Handelsplatsernas regelverk	22
11.3. Prospekt och bolagsbeskrivning	24
11.4. Book building och aktieteckning.....	26
12. <i>Särskilt om OTC-handel</i>	26
Del III – Analys	28
13. <i>Kammarrättens domar</i>	28
14. <i>Finansinspektionens rättsfallskommentar</i>	29
15. <i>Handelsplatsernas förfaranden</i>	30
16. <i>Hur handelsplatser inom EU och EFTA tolkar ansökningsstidpunkten</i>	31
16.1. Vad som utgör en ansökan.....	31
16.2. Tidpunkten för ansökans inlämnande.....	32
16.3. Analys av svaren.....	33
17. <i>Utgångspunkter för den fortsatta analysen</i>	33

18.	<i>Ansökningstidpunkten enligt MAR</i>	34
18.1.	Ordalydelse och systematik	34
18.2.	Syftesorienterad analys	36
18.2.1.	Insiderinformation	36
18.2.2.	Marknadsmanipulation	37
18.2.3.	Insynsrapportering	38
18.2.4.	Handelsplatsens anmälningsplikt och den behöriga myndighetens tillsyn	39
18.2.5.	Allmänhetens förtroende	40
18.2.6.	Förutsebarhet	40
19.	<i>Slutsats och diskussion</i>	41
	Källförteckning	43
	Bilaga I	49

Sammanfattning

Syftet med denna uppsats är att utreda från vilken tidpunkt som emittenter och handelsplatser måste efterleva regleringen i MAR under en noteringsprocess. Svaret är avhängigt hur formuleringen ”ansökan om upptagande till handel [...] har lämnats in” i artikel 2.1 punkt a)–b) ska förstås. Det är nämligen den formuleringen som utgör den tidsmässigt första tillämplighetsgrunden av MAR vid en nyintroduktion på en reglerad marknad eller en MTF-plattform. När aktierna sedan tas upp till handel är MAR tillämplig på grundval av formuleringen ”upptagna till handel” i samma artikel.

Frågan om när aktier ska anses ”upptagna till handel” besvaras, för svenskt vidkommande, av VPML. Effekten av den regleringen är att aktier anses upptagna på en reglerad marknad när börsen fattar ett beslut om upptagande. Någon motsvarande reglering finns inte i frågan om vad som konstituerar en ”ansökan om upptagande”. I MiFID II regleras däremot de minimikrav som handelsplatserna, genom noteringskraven i deras emittentregler, måste ställa på emittenter vars aktier är föremål för en ansökan. Beslutskompetensen ligger även hos handelsplatserna i frågan om aktierna ska tas upp till handel. Fram tills nyligen förefaller det ha varit de svenska handelsplatsernas uppfattning att även frågan om vad som konstituerar en ansökan i viss mån kunde styras av handelsplatsernas dokumentationskrav. I två domar från kammarrätten och en rättsfallskommentar från Finansinspektionen underkänns emellertid den uppfattningen.

Kammarrätten fäster i båda domar vikt vid inlämnandet av ett formellt ansökningsformulär – trots att handelsplatserna vid tidpunkten föreskrev ytterligare dokumentationskrav i emittentreglerna. Finansinspektionen anser i sin tur att en ansökan om upptagande anses inlämnad när handelsplatsen har den dokumentation som krävs för att påbörja en materiell prövning av om noteringskraven är uppfyllda. I stället för att fästa avgörande vikt vid ansökningsformuläret öppnar alltså Finansinspektionen för en mer fri bedömning av om en ansökan ska anses inlämnad. Finansinspektionen anger däremot inte hur en sådan bedömning ska göras.

Eftersom ordalydelsen i artikel 2.1 punkt a)–b) inte anger vad som konstituerar en ansökan, bör en sådan bedömning göras med beaktande av MARs syfte, systematik och sammanhang. Inom ramen för den syftesorienterade analysen i denna uppsats, utreds därför från vilken tidpunkt under noteringsprocessen som reglerna i MAR fyller ett syfte. Min bedömning är att MAR som tidigast fyller ett syfte när ett prospekt eller en bolagsbeskrivning har offentliggjorts. Det är nämligen först då som det finns en risk för marknadsmissbruk om noteringen avser en emittent som noterar sina aktier för första gången.

Som kommer att framgå i det följande kan noteringsprocessen delas upp i ett konfidentiellt och ett publikt stadie. Under det konfidentiella stadiet genomförs en granskning och emittenten inför processer och rutiner för att verka i noterad miljö. Det publika stadiet inleds med att emittenten publicerar ett prospekt och exponeras mot primärmarknaden och avslutas med att handeln på sekundärmarknaden inleds.

Inom ramen för uppsatsen har jag frågat marknadsoperatörer inom EU och EFTA hur de tolkar ansökningstidpunkten. Av undersökningen framgår att ansökan aldrig lämnas in senare än strax innan noteringsprocessen övergår i det publika stadiet och utgörs i samtliga fall av ett ansökningsformulär eller en annan, ur bevissäkringssynpunkt, godtagbar avsiktsförklaring. En av de tillfrågade handelsplatserna använder sig av ett förfarande som innebär att ansökan lämnas in omedelbart innan prospektet publiceras. Min bedömning är att handelsplatsernas olika tillvägagångssätt varken äventyrar investerarskyddet eller något annat syfte som MAR vilar på. Handelsplatsernas förfaranden innebär nämligen att MAR blir tillämplig strax innan reglerna i MAR fyller ett syfte. Ansökningstidpunkten infaller därför när en ur bevissäkringssynpunkt godtagbar avsiktsförklaring lämnas in eller som senast strax innan prospektet eller bolagsbeskrivningen offentliggörs.

Eftersom en formell ansökan skickas in i enlighet med handelsplatsernas respektive förfaranden innebär det sagda att en viss variation kan uppstå i fråga om MARs tidsmässiga tillämpningsområde. Denna variation förekommer emellertid inom ett tidsintervall av noteringsprocessen under vilken MAR inte fyller något syfte. Mot denna bakgrund utgör variationen inte ett problem.

Del I – Utgångspunkter

1. Bakgrund

I EUs marknadsmissbruksförordning (MAR)¹ regleras bland annat förbuden mot marknadsmissbruk och kraven på informationsgivning. Enligt artikel 2.1 punkt a)–b) ska förordningen tillämpas på finansiella instrument som är upptagna till handel och finansiella instrument för vilka det lämnats in en ansökan om upptagande till handel. Denna ordning gäller för reglerade marknader och multilaterala handelsplattformar (MTF-plattformar). MAR blir alltså tillämplig redan när en ansökan har lämnats in till handelsplatsen², och inte först senare när aktierna väl tas upp eller handeln inleds. Om MAR är tillämplig, har marknadsaktörerna att förhålla sig till de förpliktelser som följer av förordningens övriga artiklar.

Vad som konstituerar en ansökan, och vid vilken tidpunkt den ska anses inlämnad i den mening som avses i artikel 2.1 punkt a)–b) har varken EU-domstolen eller ESMA³ uttalat sig om. Vid åtminstone två tillfällen har däremot kammarrätten behandlat frågan.⁴ I båda målen avslög kammarrätten klagandenas framställningar om att begära ett förhandsavgörande från EU-domstolen. Högsta förvaltningsdomstolen valde i sin tur att inte meddela prövningstillstånd i någon av de överklagade kammarrättsdomarna. Finansinspektionen har även publicerat en rättsfallskommentar på ena kammarrättsdomen.⁵ Rättsfallskommentaren och kammarrättsdomar ger dock inget entydigt svar på hur lokutionen ”ansökan om upptagande till handel [...] har lämnats in” ska förstås.

Frågan är sparsamt behandlad i litteraturen. Broneus och Stattin har skrivit att ansökandetidpunkten, som tillämplighetsgrund för aktier i MAR, kan ifrågasättas eftersom marknadsmissbruk inte kan begås innan aktierna har tagits upp till handel.⁶ Schmauch skriver i sin tur att informella kontakter mellan emittent och handelsplats inte borde konstituera en ansökan i MARs mening. Han menar att den avgörande tidpunkten är inlämnandet av den formella ansökan – oavsett om den är ofullständig och senare behöver kompletteras. Det senare är emellertid endast ett konstaterande av vad kammarrätten skriver i sina domar. Vidare skriver Schmauch att det finns ett intresse av att kunna ingripa mot marknadsmanipulation och insiderhandel under noteringsprocessen och den inledande ”gråhandeln” och ”förhandeln”.⁷

¹ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 om marknadsmissbruk av den 16 april 2014.

² När begreppet handelsplatser används i denna uppsats avses reglerade marknader och/eller MTF-plattformar.

³ The European Securities and Markets Authority.

⁴ Kammarrätten i Stockholm, dom av den 20 november 2020, mål nr 4468-19 och Kammarrätten Stockholm, dom av den 1 juli 2022, mål nr 4207-21.

⁵ Finansinspektionen (18 februari 2022), Ansökningstidpunkten enligt Mar [[länk](#)] (hämtat den 16 september 2022).

⁶ Sandra Broneus och Daniel Stattin (2022), s. 42.

⁷ Magnus Schmauch (22 juni 2022) kommentaren till artikel 2 MAR.

2. Syfte

Hur ansökningstidpunkten enligt MAR ska tolkas påverkar emittenter, marknadsoperatörer, värdepappersföretag, behöriga myndigheter och investerare på värdepappersmarknaden.⁸ Tolkningen avgör nämligen från vilken tidpunkt dessa aktörer förväntas efterleva respektive övervaka efterlevnaden av reglerna i MAR.

Oklarheter i hur MAR ska tolkas har betydelse för det praktiska rättslivet. Om ansökningstidpunkten, i förhållande till syftet med MAR, förläggs för tidigt innebär det onödiga kostnader för regelefterlevnad för emittenter som ansöker om upptagande till handel. Om marknadsaktörerna tolkar ansökningstidpunkten på ett sätt som innebär att den förläggs för sent i processen kan det i stället äventyra de syften som MAR vilar på. Regelöverträdelser som beror på att det saknas tydlig vägledning i centrala tolkningsfrågor kan även leda till kostsamma och onödiga sanktionsavgifter för inblandade parter. Bristande förutsebarhet riskerar alltså medföra effektivitetsförluster.

3. Frågeställning

När anses en ansökan om upptagande till handel inlämnad enligt artikel 2.1 punkt a)–b) MAR?

4. Metod och teori

Eftersom frågan handlar om tolkningen av en EU-rättsakt är materialurvalet huvudsakligen styrt av EU-rättsliga tolkningsmetoder. Utgångspunkten vid tolkningen av en EU-rättsakt är ordalydelsen.⁹ De gånger ordalydelsen inte ger något entydigt besked i tolkningsfrågan, ska rättsakten tolkas utifrån syftet, sammanhanget och den övergripande systematiken.¹⁰ Den systematiska tolkningsmetoden bygger på idén om rättsordningen som koherent och fullständig.¹¹ Metoden går ut på att tolka reglerna på ett sätt som innebär att motsättningar eller omotiverade överlappningar mellan reglerna inte uppstår och att reglerna får den effekt och genomslagskraft som lagstiftaren har avsett. Den systematiska metoden överlappar med den syftesorienterade metoden eftersom det inte går att säga något om koherens och fullständighet

⁸ När begreppet värdepappersmarknad används avses marknaden för handel i finansiella instrument.

⁹ Se bland annat Marshall I, mål nr 152/84, dom av den 26 februari 1986 punkt 48 och Faccini Dori, mål nr C-91/92, dom av den 14 juli 1994 punkt 22.

¹⁰ Se bland annat CILFIT, mål nr 283/81, dom av den 6 oktober 1982 punkt 5–6; Lindqvist, mål nr C-101/01, dom av den 3 november 2003 punkt 50; Costa mot ENEL, mål nr 6/64, dom av den 15 juli 1965; VEBIC, mål nr C-439/08, dom av den 7 december 2010 punkt 64.

¹¹ Fördraget om Europeiska Unionens Funktionssätt (FEUF) artikel 7.

om inte rättsaktens syfte beaktas.¹² Det är alltså dessa tolkningsmetoder som EU-domstolen tenderar att använda sig av i tolkningen av MAR.¹³ Metoden är alltså rättsdogmatisk.¹⁴

Den EU-rättsliga regleringen av värdepappersmarknaden syftar till att skapa en effektiv och integrerad inre värdepappersmarknad. Det går därför inte att uttala sig om ändamålsenligheten i en viss tolkning av MAR utan en förståelse för marknadseffektivitet. Utsagor om vad som gynnar marknadseffektiviteten är emellertid en ekonomisk fråga. I viss mån krävs det därför ett interdisciplinärt förhållningssätt till tolkningen av MAR. Syftet med MAR är, mer specifikt, att fastställa ett gemensamt regelverk mot marknadsmissbruk för att säkerställa marknadernas integritet, förbättra investerarnas skydd och öka förtroendet för marknaden inom EU.¹⁵ Ekonomisk teori kan även användas för att beskriva den rationalitet som dessa syften vilar på. MAR är emellertid, precis som andra rättsakter, en produkt av flera politiska viljor. Avvägningen som har gjorts mellan marknadseffektivitet och investerarskydd i MAR bygger alltså även på en politiskt färgad rationalitet. Med en rättsdogmatisk ansats kan alltså ekonomisk teori endast användas för att beskriva den ekonomiskt mest effektiva lösningen inom ramen för det befintliga regelverket.

Noteringskraven regleras dels i direktivet om marknader för finansiella instrument (MiFID II)¹⁶, dels på delegation av handelsplatserna själva. I handelsplatsernas respektive regelverk redogörs även för de olika stadierna av noteringsförfarandet. Därutöver aktualiseras även förordningen om prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad (prospektförordningen).¹⁷ Slutligen har även förordningen om marknader för finansiella instrument (MiFIR)¹⁸ betydelse för bedömningen. Redogörelsen för dessa regler syftar till att åskådliggöra de olika stadierna av noteringsprocessen i syfte att identifiera den mest ändamålsenliga ansökningstidpunkten.

Eftersom de frågor som aktualiseras i uppsatsen borde aktualiseras i alla medlemsstater i tillämpningen av MAR, kan det vara intressant att undersöka hur operatörer av handelsplatser i andra medlemsstater tolkar begreppet ansökan i den mening som avses i artikel 2.1 punkt a)–b). Inom ramen för uppsatsen har jag därför frågat dem vad de anser utgör en ansökan i den nu avsedda meningen. Undersökningen skickades ut till 29 marknadsoperatörer i 22 stater. Totalt inkom tolv marknadsoperatörer i tio olika stater med svar. Frågan och svaren på undersökningen är presenterade i Bilaga I. Det ska förstås noteras att resultatet inte har något

¹² Keon Lenaerts och José A. Gutiérrez-Fons (2013) EUI Working Papers, AEL 2013/9, To Say What the Law of the EU Is: Methods of Interpretation and The European Court of Justice, s. 13–16.

¹³ A mot Autorité des marchés financiers, mål nr C-302/20, dom av den 15 mars 2022 punkt 43; Lafonta, mål nr C-628/13, dom av den 11 mars 2015 punkt 32–33.

¹⁴ För en mer ingående genomgång, se Jörgen Hettne och Ida Otken Eriksson (2011), EU-rättslig metod, Version 2 (JUNO), avsnitt 3.

¹⁵ MAR artikel 1.

¹⁶ Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument.

¹⁷ 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.

¹⁸ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 600/2014 av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument.

rättskällevärde i tolkningen av MAR, utan är tänkt att betraktas som ett värdefullt underlag för den diskussion som förs i uppsatsen.

5. Avgränsningar

MAR blir tillämplig när en ansökan är inlämnad. Det gäller emellertid endast för reglerade marknader och MTF-plattformar.¹⁹ Frågan om ansökningstidpunkten har alltså ingen betydelse för organiserade handelsplattformar (OTF-plattformar) i tillämpningen av artikel 2.1 a)–b).

Frågan har även en begränsad betydelse för emittenter som planerar att sekundärnotera finansiella instrument eller lämna in en ansökan för att ta upp ytterligare finansiella instrument till handel. Det senare kan vara fallet om emittentens aktier är upptagna till handel och en ansökan lämnas in för att ta upp teckningsrätter eller optioner till handel. Denna avgränsning beror dels på att emittenten redan följer MAR, dels på att priset och värdet på teckningsrätterna eller optionerna omfattas av MAR redan innan en ansökan skickas in.²⁰

I MARs definition av finansiella instrument ingår elva olika typer av finansiella instrument.²¹ Inom ramen för denna uppsats ligger emellertid fokuset på finansiella instrument som är aktier. Detta görs av utrymmesskäl, men med förhoppningen att slutsatserna går att generalisera och läggas till grund för en fortsatt analys om vad som gäller finansiella instrument i en bredare bemärkelse. Någon analys om vad som gäller finansiella instrument i en bredare bemärkelse kommer alltså inte göras i denna uppsats.

MAR står för det administrativa stävjandet av marknadsmissbruk. Den terminologi som används i förordningen förekommer även inom straffrätten. I vissa medlemsstater kan ett misslyckande att följa MAR även utgöra grund för en skadeståndstalan. Beroende på om man angriper frågan från ett administrativt, ett civilrättsligt eller ett straffrättsligt perspektiv, kan utfallen i tolkningarna skilja sig åt.²² Inom ramen för denna uppsats kommer endast den administrativa sidan att hanteras varför exempelvis legalitetsprincipen inte får en lika framträdande roll som den annars hade fått om ansatsen hade varit straffrättslig.

6. Disposition

Eftersom frågan om ansökningstidpunkten inte har behandlats av EU-domstolen har marknadsaktörerna i Sverige att förhålla sig till kammarrättens domar och Finansinspektionens rättsfallskommentar. Av denna anledning redogörs för dessa domar och för Finansinspektionens kommentar i avsnitt 7–8. I avsnitt 9 redogörs för värdepappersmarknadens funktion och marknadseffektivitet. Det är nämligen en förutsättning för att förstå de effektivitetsresonemang som underbygger MAR. I avsnitt 10 beskrivs regleringen i MAR.

¹⁹ MAR artikel 2.1 punkt a)–b).

²⁰ MAR artikel 2.1 punkt d).

²¹ MAR artikel 3.1 samt MiFID II artikel 4.1.15 jämte bilaga I avsnitt C.

²² Marco Ventoruzzo och Sebastian Mock (2022), s. 9 avsnitt A.1.14 och s. 75 ff.

Beskrivningen är uppdelad i syftet, tillämpningsområdet, förbuden mot marknadsmissbruk och reglerna kring öppenhet och information. I avsnitt 11 behandlas de EU-rättsliga noteringskraven, de svenska handelsplatsernas reglering av noteringsprocessen, de informationsskyldigheter som aktualiseras i samband med en notering och hur förekommande primärmarknadstransaktioner går till. Den redogörelsen syftar till att åskådliggöra de olika stadierna av noteringsprocessen. I avsnitt 12 behandlas OTC-handel som kan ske innan och under noteringsprocessen.

I uppsatsens sista del analyseras det presenterade materialet i syfte att besvara frågan om ansökningstidpunkten. I avsnitt 13 behandlas kammarrättens domar och i avsnitt 14 Finansinspektionens rättsfallskommentar. I avsnitt 15 analyseras de olika stadierna av de svenska handelsplatsernas noteringsprocesser och hur dessa förhåller sig till Finansinspektionens och kammarrättens uttalanden. I avsnitt 16 sammanfattas och analyseras resultatet av undersökningen som presenteras i Bilaga I. I avsnitt 17 beskrivs några grundläggande utgångspunkter för den fortsatta analysen. I avsnitt 18 behandlas regleringen i MAR. Analysen i avsnitt 18 är inriktad på MARs ordalydelse, systematik och syfte. Slutsatserna presenteras i avsnitt 19.

Del II – Undersökning

7. Kammarrättens domar

I skrivande stund har kammarrätten i Stockholm meddelat två domar som berör frågan om ansökningstidpunkten enligt MAR. I det första målet var frågan om en styrelseledamot hade brutit mot reglerna om insynsrapportering i artikel 19 i MAR.²³ Bolaget som styrelseledamoten var verksam i avsåg att notera sin B-aktie. Styrelseledamoten hade drygt en vecka innan den första handelsdagen ökat sitt innehav i B-aktien utan att rapportera det till Finansinspektionen. Avgörande för frågan om styrelseledamoten hade brutit mot artikel 19 var om en ansökan om upptagande till handel ansågs inlämnad till handelsplatsen vid tidpunkten för ökningen.

Vid tidpunkten för ökningen hade emittenten skickat in formuläret ”Application Form B – Application for Admission to Trading of Shares on Nasdaq Stockholm Regulated Equity Market” till handelsplatsen.²⁴ Vid denna tidpunkt bestod Nasdaqs noteringsprocess av två steg. Det första steget utgjordes av inlämnandet av formuläret ”Application Form A – Issuer Application” och det andra steget utgjordes av B-formuläret.²⁵ Nasdaq och emittenten ansåg att en ansökan inte var inlämnad i den mening som avses i MAR.²⁶ Nasdaqs regelverk föreskrev nämligen att en ansökan ansågs fullständig, och därmed inlämnad enligt MAR, när handelsplatsen mottagit viss ytterligare dokumentation. Detta dokumentationskrav avsåg bland annat ett godkänt prospekt och ett spridningsintyg.²⁷

Omständigheterna och frågan i det andra målet var liknande. Nämligen om en ansökan enligt MAR hade lämnats in och om en skyldighet att insynsrapportera förelåg. En person i ledande ställning hade nämligen lånat ut sina aktier i emittenten utan att rapportera det till Finansinspektionen. Utlåningen genomfördes som en administrativ förberedelseåtgärd inför den stundande noteringen. Vid tidpunkten för utlåningen hade emittenten skickat in formuläret ”Listing Application for Companies Seeking to List on First North Growth Market” till handelsplatsen. Emittenten och personen i ledande ställning ansåg inte att en ansökan var inlämnad vid tidpunkten för ökningen. De menade att en ansökan skulle anses inlämnad först när ett pressmeddelande var publicerat om att emittenten har ansökt och erhållit ett villkorad godkännande från handelsplatsen.²⁸

Kammarrättens motivering är nästintill likalydande i båda avgörandena. Den konstaterar att MAR blir tillämplig när en ansökan om upptagande till handel har lämnats in, och att det inte finns något undantag för ansökningar som inte är kompletta. För att uppnå ökad öppenhet och

²³ Kammarrätten i Stockholm, dom av den 20 november 2020, mål nr 4468-19.

²⁴ Numera heter ansökningsformuläret något annat, se avsnitt 11.2.

²⁵ Se underrättsavgörandet till domen, förvaltningsrätten i Stockholm, dom av den 15 maj 2019, mål 13650-18, aktbilaga 14, s. 2.

²⁶ Kammarrätten i Stockholm, dom av den 20 november 2020, mål nr 4468-19, s. 2.

²⁷ Se Nasdaqs gamla emittentregler (3 juli 2016) avsnitt 2.2.14 [[länk](#)] (hämtat den 14 december 2022).

²⁸ Kammarrätten i Stockholm, dom av den 1 juli 2022, mål nr 4207-21, s. 3 och underrättsavgörandet till domen förvaltningsrätten i Stockholm, dom av den 26 maj 2021, mål nr 6092-21, s. 8.

förtroende för marknaden betonar domstolen vikten av förutsebarhet i tillämpningen. Vidare konstaterar den att en tillämpning av MAR under ansökningsförfarandet ökar möjligheterna till insyn och minskar risken för marknadsmissbruk. Om det vore upp till handelsplatserna att avgöra när en ansökan ansågs inlämnad skulle det riskera att leda till olika bedömningar och ge upphov till osäkerhet för marknadsaktörerna. Det riskerar att transaktioner med finansiella instrument som genomförs under ansökningsförfarandet faller utanför Finansinspektionens kontroll. Kammarrätten konstaterar därför att MAR ska tillämpas under den tid som en ansökan behandlas.

Varken i den första eller den andra domen redogör kammarrätten för vad som, generellt sett, konstituerar en ansökan. I båda målen fäster kammarrätten däremot vikt vid tidpunkten för inlämnandet av det formella ansökningsformuläret. Kammarrätten anser därför, i båda fallen, att ansökningstidpunkten inträffade när det formella ansökningsformuläret lämnades in – trots att ansökan inte var komplett vid den tidpunkten.

8. Finansinspektionens rättsfallscommentar

I en rättsfallscommentar på den första domen har Finansinspektionen uttalat sig om ansökningstidpunkten.²⁹ Finansinspektionen inleder med att konstatera att ansökningstidpunkten är avgörande för när handelsplatser ska anmäla att en ansökan om upptagande till handel har lämnats in.³⁰ Vidare konstaterar den att ansökningstidpunkten även har betydelse för när personer i ledande ställning och deras närstående måste insynsrapportera vissa transaktioner.³¹ Finansinspektionen skriver även att handelsplatserna bör se över sina regelverk så att bestämmelser om vad som utgör en ansökan överensstämmer med gällande rätt. Vidare konstaterar Finansinspektionen att handelsplatserna måste ha processer och rutiner som är förenliga med MAR. Finansinspektionen sammanfattar sedan kammarrättens domskäl och nämner i princip samma sak som framgår av min sammanställning i föregående avsnitts näst sista stycke. Finansinspektionen avslutar det hela med att redogöra för de slutsatser som den drar av den första domen.

”Utifrån domen anser Finansinspektionen att det står klart att en ansökan har lämnats in om en emittent har skickat in de handlingar till handelsplatsen som krävs för att denna ska kunna påbörja sin materiella prövning av om noteringskraven är uppfyllda. Vidare är det enligt Finansinspektionen uppenbart att tidpunkten för när en ansökan ska anses ha lämnats in infaller betydligt tidigare än i direkt anslutning till att aktierna tas upp till handel.”

²⁹ Finansinspektionen (18 februari 2022), Ansökningstidpunkten enligt Mar [[länk](#)] (hämtat den 16 september 2022).

³⁰ MAR artikel 4.1.

³¹ MAR artikel 19.4.

9. Motiv för reglering

För att samhällsekonomin och välbefindandet ska växa måste företag och privatpersoner ha tillgång till kapital. Finansiering av näringsverksamhet bidrar nämligen till sysselsättning, och sysselsättning stärker den sysselsattes konsumtions- och investeringsförmåga.³² Valfungerande värdepappersmarknader fyller således en viktig funktion för skapandet av arbetstillfällen, den ekonomiska tillväxten och den samhälleliga välfärden i stort - nämligen att tillgodose stora delar av samhällets kapitalbehov.³³ Kapitalförsörjningen på värdepappersmarknaden sker genom investeringar och handel i finansiella instrument.

Värdepappersmarknadens existensberättigande förutsätter att den tillgodoser detta kapitalbehov med en viss grad av effektivitet. Som utgångspunkt fungerar marknaden som mest effektivt om valen mellan olika handlingsalternativ primärt styrs av affärsmässiga skäl snarare än omotiverade regelbördor.³⁴ En utgångspunkt för att överhuvudtaget reglera värdepappersmarknaden är därför att regleringen motiveras av legitima ändamål.³⁵

Vad som utgör ett legitimt ändamål knyter an till värdepappersmarknadens funktion. Om marknaden av någon anledning misslyckas med att effektivt allokera kapital kan det vara motiverat att införa handlingsdirigerande regler.³⁶ Under vilka förutsättningar marknaden tillgodoser detta kapitalbehov som mest effektivt är i grunden en ekonomisk fråga. Ekonomiska teorier om marknadseffektivitet bygger i regel på faktorer såsom informationstillgänglighet, transaktionskostnader och likviditet.³⁷ I det följande behandlas dessa tre aspekter av marknadseffektivitet ur ett investerare- och ett emittentperspektiv.

9.1. Marknadseffektivitet

Investeringar i finansiella instrument görs för att få avkastning. Om det rör sig om aktier ska prissättningen på varje aktie återspegla en viss andel av emittentens förväntade framtida kassaflöden. Priset måste även anpassas för en riskjusterad diskonteringsränta.³⁸ För att priset ska bli korrekt måste alltså marknaden ha tillgång till information.

Om information inte finns allmänt tillgänglig, eller investerarna misstänker att de är felinformerade, kommer investerarna att ha kostnader för att skaffa eller verifiera information.³⁹ Alternativt kommer investerarna att ta betalt för sin ovisshet genom en högre riskpremie. Om investerare inte kan placera kapital på grundval av vare sig kvalitet eller risknivå försvinner även

³² Ester Herlin-Karnell, Gerard Conway och Aravind Ganesh (2021), s. 71.

³³ Europeiska Kommissionen (den 11 maj 1999) Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan, COM(1999)323 Final, s. 1 och MAR skäl 1.

³⁴ SOU 2006:50, En ny lag om värdepappersmarknaden, s. 140.

³⁵ Erik Lidman och Rolf Skog (3 september 2021) avsnitt 3.1 fotnot 30.

³⁶ SOU 2006:50, s. 140; Niamh Moloney (2014), s. 322 och Andri F. Bergþórsson (2018), s. 10.

³⁷ Rüdiger Veil (2017), s. 266–269 och SOU 2006:50, s. 151–155.

³⁸ Aswath Damodaran (2012), s. 12.

³⁹ Rüdiger Veil (2017), s. 269, p. 13–14 och SOU 2006:50, s. 154

incitamentet att söka kapital för annat än lågkvalitativa och riskfyllda projekt.⁴⁰ En hög marknadseffektivitet förutsätter därför att informationskostnaderna är låga.⁴¹

Ett sätt som marknaden förses med information på, är via marknadsoperatörernas och värdepappersföretagens offentliggörande av uppgifter om volym och pris på lagda ordrar och genomförda transaktioner.⁴² Mängden ordrar, volymen på handeln och det senaste betalda priset säger nämligen något om efterfrågan och värdet på det finansiella instrumentet.⁴³ Ju högre handelsfrekvensen är i ett visst finansiellt instrument, desto högre informationsvärde har det senaste betalda priset.⁴⁴ En hög likviditet gör det även lättare för investerare att kliva in och ur olika positioner på marknaden – omsättningen blir med andra ord mer effektiv.⁴⁵

För emittenter kan transaktionskostnader följa av arbetet med att förbereda och genomföra noteringar och nyemissioner. Det kan handla om kostnader för att upprätta prospekt, införa rutiner för att efterleva tillämpliga regelverk och betala noteringsavgifter.⁴⁶ I syfte att ge investerarna likvärdiga förutsättningar och bidra till att prissättningen blir korrekt, behöver emittenter även offentliggöra priskänslig information. Det innebär att informationskostnaderna överförs från investerarna till emittenterna.⁴⁷ En sådan förflyttning motiveras av att priskänslig information ofta uppstår hos emittenterna och således är mer lättillgänglig för dem. Emittenterna är i detta avseende ”the cheapest cost avoider”. Ur kapitalallokerings-perspektiv finns det således ett legitimt ändamål bakom emittentens informationsgivningsplikt.⁴⁸

Omfattningen av emittentens informationsgivningsplikt kan analyseras ur ett marknadseffektivitetsperspektiv. För investerare finns det ett incitament i att analysera tillgänglig information i syfte att hitta under- eller övervärderade finansiella instrument. En anledning till att investerare handlar, är nämligen att de anser sig vara bättre informerade än sina motparter om de finansiella instrumentens framtida avkastning. En god konkurrens förutsätter att investerarna gynnas för sådana ansträngningar.⁴⁹ I de flesta rättsordningar anses därför informationsövertag som följer av privilegierade positioner som otillbörliga, eftersom det innebär att investerarna inte handlar på lika villkor.

Huruvida handel på lika villkor är en förutsättning för marknadseffektivitet, är emellertid en omtvistad fråga inom ekonomisk forskning.⁵⁰ Om informationsgivningsplikten likväl syftar till att åstadkomma en handel på lika villkor, är det ur ett effektivitetsperspektiv gynnsamt om den inte omfattar information som är överflödigt för investeringsbedömningen.⁵¹ En sådan

⁴⁰ George Arthur Akerlöf (1970).

⁴¹ Niamh Moloney (2014), s. 55-56 och Christian Dahlman, Marcus Glader och David Reidhav (2002), s 83.

⁴² MiFIR artikel 3, 6, 14 och 20 samt Niamh Moloney (2014), s. 430–431.

⁴³ Niamh Moloney (2002), s. 643.

⁴⁴ Rüdiger Veil (2017), s. 268, p. 11 och SOU 2006:50, s. 136 och 152.

⁴⁵ Rüdiger Veil (2017), s. 25, p. 4.

⁴⁶ Rüdiger Veil (2017), s. 25, p. 5 och s. 269, p. 13–14, se även MAR skäl 56.

⁴⁷ MiFIR skäl 23 och Rüdiger Veil (2017), s. 269, p. 13–14

⁴⁸ Rüdiger Veil (2017), s. 273 p. 23.

⁴⁹ Marco Ventoruzzo, Sebastian Mock (2022), s. 20 fotnot 23 och Jesper Lau Hansen (2012), s. 3–4.

⁵⁰ Eugene Francis Fama (1970), s. 413 ff. och Niamh Moloney (2002), s. 700–701.

⁵¹ Även kallat ”noise”, om detta se Jesper Lau Hansen (2012), s. 3–4

gränsdragning beror på vem som gör investeringsbedömningen; information som är överflödigt för en institutionell investerare är inte nödvändigtvis det för en småsparare. Mot denna bakgrund måste en avvägning göras mellan en god konkurrens, investerarnas intresse av att handla på lika villkor och omfattningen av informationsgivningsplikten.⁵² Som kommer att framgå i det följande har en sådan avvägning gjorts inom ramen för MAR.

10. Marknadsmisbruksförordningen

10.1. Syfte

I det föregående avsnittet behandlades motiven för att reglera värdepappersmarknaden. Det faktum att denna reglering huvudsakligen är EU-rättslig, förklaras av ambitionen att skapa en inre, konkurrenskraftig, öppen och effektiv värdepappersmarknad.⁵³ EU ska nämligen verka för en fri rörlighet av kapital och vidta åtgärder för att tillnärma medlemsstaternas rättsordningar varandra.⁵⁴ För det ändamålet krävs ett gemensamt regelverk.⁵⁵

MAR trädde i kraft 2016 och står för det administrativa strävandet av marknadsmisbruk. Förordningen infördes huvudsakligen på grund av att finansmarknaden blivit alltmer globaliserad och att det dåvarande regelverket var ineffektivt och fragmenterat i flera avseenden.⁵⁶ MAR åtgärdar denna fragmentering genom att harmonisera regleringen och undanröja skillnader i medlemsstaternas nationella implementeringar. I skälen till MAR anges även att en harmonisering är avgörande för sysselsättning och ekonomisk tillväxt inom unionen.⁵⁷

I förhållande till tidigare reglering syftar även MAR till att, tillsammans med MiFID II, åstadkomma ökad förutsebarhet, stärkt rättssäkerhet, minska små och medelstora företags administrativa bördor och förenkla deras tillgång till finansiering.⁵⁸ En följd av att regleringen är harmoniserad, är även att gränsöverskridande företags kostnader för regelefterlevnad i olika medlemsstater har minskat.⁵⁹

MAR bygger på uppfattningen att värdepappersmarknaden måste åtnjuta allmänhetens förtroende för att vara integrerad, öppen och effektiv.⁶⁰ För att åstadkomma ett högt förtroende

⁵² Jesper Lau Hansen, (2012), s. 3 och Andri F. Bergþórsson (2018), s. 18–19.

⁵³ MAR skäl 2, MAD II skäl 1, MiFID II skäl 3, MiFIR skäl 1, prospektförordningen skäl 7, 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 (öppenhetsdirektivet) skäl 1 och FEUF artikel 114.

⁵⁴ FEUF artikel 26 och 114 samt fördraget om europeiska unionen (EUF) artikel 3.3.

⁵⁵ SOU 2006:50, s. 155.

⁵⁶ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Larosière-report, (2009), s. 23, p. 83–84 och s. 27, p. 101.

⁵⁷ MAR skäl 1.

⁵⁸ MAR skäl 4 och 6 och MiFID II skäl 133.

⁵⁹ MAR skäl 5.

⁶⁰ MAR skäl 2 och The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Larosière-report, (2009), s. 13, p. 40.

syftar MAR till att tillförsäkra den investering allmänheten en handel på lika villkor.⁶¹ Allmänhetens förtroende utgör en förutsättning för att handeln och prisbildningsprocessen ska vara effektiv.⁶² Detta likabehandlingsresonemang vilar alltså på ett effektivitetsintresse.⁶³

Inom ramen för MAR åstadkoms en handel på lika villkor genom att förbjuda marknadsmissbruk och tillförsäkra den investering allmänheten en jämlik informationstillgång.⁶⁴ Marknadsmanipulation, insiderhandel och olagligt röjande av insiderinformation skadar den investering allmänhetens förtroende och förhindrar fullständig öppenhet.⁶⁵

I det nästföljande avsnittet redogörs för MARs tillämpningsområde. Därefter behandlas förbuden mot marknadsmissbruk och reglerna kring öppenhet och informationsgivning.

10.2. Tillämpningsområde

Artikel 2 avgör MARs tillämpningsområde. Artikel 2.1 punkt a)–b) har följande lydelse.⁶⁶

”Denna förordning ska tillämpas på

- a) finansiella instrument som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller för vilka en ansökan om upptagande till handel har lämnats in,
- b) finansiella instrument med vilka handel bedrivs på en MTF-plattform, som är upptagna till handel på en MTF-plattform eller för vilka en ansökan om upptagande till handel på en MTF-plattform har lämnats in”

I det följande behandlas tre grundförutsättningar för att artikel 2.1 punkt a)–b) ska vara tillämplig. Nämligen att det ska vara tal om ett finansiellt instrument, en MTF-plattform eller en reglerad marknad och en ansökan om upptagande till handel.

10.2.1. *Finansiellt instrument*

I artikeln görs ingen åtskillnad mellan olika former av finansiella instrument. MAR ska nämligen tillämpas från tidpunkten för ansökans inlämnande oavsett vilket finansiellt instrument det är tal om. Finansiella instrument är ett paraplybegrepp som omfattar elva legaldefinitioner.⁶⁷ Dessa är utsläppsrätter⁶⁸, överlåtbara värdepapper⁶⁹,

⁶¹ Spector, mål nr C-45/08, dom av den 23 december 2009 punkt 47.

⁶² Se avsnitt 9.1.

⁶³ Luca Enriques och Sergio Gilotta (2015), avsnitt V.17.II.1.a. och Niamh Moloney (2014), s. 701.

⁶⁴ MAR artikel 1 och skäl 2 och 24.

⁶⁵ MAR skäl 7 och öppenhetsdirektivet skäl 1.

⁶⁶ MAR artikel 2.1 punkt a)–d).

⁶⁷ MAR artikel 3.1.1 jämte MiFID II artikel 4.1.15 jämte avsnitt C i bilaga I.

⁶⁸ MiFID II bilaga I avsnitt C punkt 11.

⁶⁹ MiFID II bilaga I avsnitt C punkt 1.

penningmarknadsinstrument⁷⁰, andelar i företag för kollektiva investeringar⁷¹ och derivatinstrument av sju olika slag⁷².

Ett överlåtbart värdepapper definieras vidare som ett ”värdepapper, utom betalningsmedel, som kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden”. Överlåtbart värdepapper är vidare exemplifierat som ”aktier och andra värdepapper som motsvarar andelar i aktiebolag, bolag med personligt ansvar eller andra enheter samt depåbevis för aktier” och ”obligationer eller andra typer av värdepapperiserade skuldförbindelser, inklusive depåbevis för sådana värdepapper” och ”alla andra värdepapper som ger rätt att förvärva eller sälja sådana överlåtbara värdepapper eller som resulterar i en kontantavveckling som beräknas utifrån noteringar för överlåtbara värdepapper, valutor, räntor eller avkastningar, råvaror eller andra index eller mått”.⁷³

10.2.2. Reglerad marknad och MTF-plattform

För att MAR ska bli tillämplig på en ansökan ska ansökan avse en reglerad marknad eller en MTF-plattform. Båda dessa former av handelsplatser är multilaterala system som sammanför eller underlättar sammanförandet av flera tredjeparters köp- och säljintressen i finansiella instrument. Sammanförandet leder i sin tur till ett kontrakt som sluts enligt icke-skönsmässiga regler.⁷⁴ Skillnaden mellan handelsplatserna består i att en reglerad marknad endast kan drivas av en marknadsoperatör medan en MTF-plattform även kan drivas av ett värdepappersföretag. Därutöver är regelkraven strängare både för emittenter vars finansiella instrument handlas på en reglerad marknad och för marknadsoperatörer av reglerade marknader.⁷⁵

10.2.3. Ansökan om upptagande till handel

Lokutionen ”ansökan om upptagande till handel” definieras inte i MAR eller någon annan EU-rättsakt på området. EU-domstolen har inte heller uttalat hur rekvisiten ska tolkas. Föregångaren till MAR var tillämplig på finansiella instrument som ”är godkända för handel” eller för vilka det lämnats in ”en ansökan om godkännande för handel”. Den svenska formuleringen skiljer sig alltså något från den nuvarande i MAR. I de engelska språkversionerna är formuleringarna däremot identiska.

Den gamla regleringen omfattade endast reglerade marknader och inte MTF-plattformar.⁷⁶ I förhållande till sin föregångare utvidgades alltså tillämpningsområdet genom MAR, på så sätt att regleringen även blev tillämplig på bland annat ansökningar till MTF-plattformar. Handel

⁷⁰ MiFID II bilaga I avsnitt C punkt 2.

⁷¹ MiFID II bilaga I avsnitt C punkt 3.

⁷² MiFID II bilaga I avsnitt C punkt 4–10.

⁷³ MiFID II artikel 4.1.44

⁷⁴ MAR artikel 3.1.6–7 jämte MiFID II artikel 4.1.21–22.

⁷⁵ Niamh Moloney (2014), s. 173–176.

⁷⁶ Direktiv 2003/6/EG av den 3 december 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan artikel 9 (upphävt).

på MTF-plattformar hade nämligen blivit vanligare varför en utvidgning av tillämpningsområdet var nödvändigt för att förbättra investerarskyddet, marknadens integritet och entydigt förbjuda marknadsmissbruk.⁷⁷ En anledning tycks även ha varit att utjämna konkurrensen mellan handelsplatserna.⁷⁸

Formuleringen ”ansökan om upptagande till handel” och andra snarlika formuleringar förekommer även i andra artiklar i MAR. Formuleringarna tar sikte på det tidsmässiga tillämpningsområdet för artiklar som handlar om handelsplatsers anmälningsskyldighet av ansökningar, emittenters offentliggörande av insiderinformation, emittenters förande av insiderförteckning, ledande befattningshavares insynsrapportering och behöriga myndigheters tillsynsarbete.⁷⁹

10.3. Förbuden mot marknadsmissbruk

I MAR är marknadsmissbruk ett begrepp som omfattar insiderhandel, olagligt röjande av insiderinformation och marknadsmanipulation.⁸⁰ I det följande redogörs för huvuddragen i de tre förbuden. Insiderhandel och olagligt röjande av insiderinformation förutsätter en förekomst av insiderinformation – av den anledningen behandlas dessa missbruksformer gemensamt.

10.3.1. Insiderhandel och olagligt röjande av insiderinformation

Den som ”förfogar över insiderinformation och utnyttjar denna genom att för egen eller annans räkning, direkt eller indirekt, förvärva eller avyttra finansiella instrument som den informationen rör” eller genom att rekommendera andra att göra det, gör sig skyldig till insiderhandel. Förbudet mot insiderhandel omfattar även att ”återkalla eller att ändra en handelsorder” som har lagts innan insiderinformation sedermera kom till insiders förfogande.⁸¹

Olagligt röjande av insiderinformation föreligger när ”en person förfogar över insiderinformation och röjer den informationen till en annan person, utom i fall då röjandet sker som ett normalt led i fullgörande av tjänst, verksamhet eller åligganden”.⁸² Det ska föreligga ett nära samband mellan röjandet och utövandet av tjänsten, verksamheten eller åliggandet för att röjandet inte ska träffas av förbudet.⁸³

⁷⁷ MAR skäl 8 och Europeiska Kommissionen (den 25 februari 2009) Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) 2011/0295 (COD), s. 4, 6 och 15.

⁷⁸ Europeiska Kommissionen (den 25 februari 2009) Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) 2011/0295 (COD), s. 9.

⁷⁹ MAR artikel 4.1, 17.1 tredje stycket, 18.7, 19.4 punkt a) och 22.

⁸⁰ MAR skäl 7 och artikel 14 och 15.

⁸¹ MAR artikel 8 och 14 punkt a)–b).

⁸² MAR artikel 10.1.

⁸³ Grøngaard/Bang, mål nr C-384/02, dom av den 22 november 2005 punkt 31.

Båda förbuden förutsätter alltså en förekomst av insiderinformation. Med insiderinformation avses.⁸⁴

”information av specifik natur som inte har offentliggjorts, som direkt eller indirekt rör en eller flera emittenter eller ett eller flera finansiella instrument och som, om den offentliggjordes, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade finansiella derivatinstrument”.

Längre ner i samma artikel specificeras rekvisitet ”specifik natur” som ”tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt” på det finansiella instrumentet.⁸⁵ Information som sannolikt skulle ha en ”väsentlig inverkan på priset” avser i sin tur ”information som en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut”.⁸⁶

Av skälen till MAR framgår att en förnuftig investerare baserar sina investeringsbeslut på redan tillgänglig förhandsinformation. Frågan huruvida en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja information som en del av grunden för sitt investeringsbeslut ska därför utvärderas mot den tillgängliga förhandsinformationen. Bedömningen ska göras med beaktande av emittentens verksamhet, informationskällans tillförlitlighet och andra marknadsvariabler som kan ha en inverkan på investeringsbedömningen.⁸⁷ Det förnuftiga investerare-testet innebär i princip att en bedömning ska göras av huruvida informationen innebär en fördel gentemot marknaden.⁸⁸

Av det indragna citatet ovan framgår även att informationen ska röra minst en emittent eller ett finansiellt instrument. Rekvisitet finansiellt instrument har elva olika definitioner som behandlas mer utförligt ovan.⁸⁹ En emittent är i sin tur en ”privaträttslig eller en offentligrättslig juridisk person som emitterar eller föreslår en emission av ett finansiellt instrument”.⁹⁰

Fyra förutsättningar måste alltså vara uppfyllda för att information ska klassificeras som insiderinformation. För det första ska informationen vara precis. För det andra ska den inte vara offentliggjord. För det tredje måste det vara tal om information som direkt eller indirekt rör en emittenten eller ett finansiellt instrument. För det fjärde ska informationen ha en sannolik prispåverkan.⁹¹

10.3.2. Marknadsmanipulation

Förbudet mot manipulation i MAR är uppbyggt kring fem legaldefinitioner av marknadsmanipulation.⁹² Definitionerna har en hög abstraktionsnivå eftersom de syftar till att

⁸⁴ MAR artikel 7.

⁸⁵ MAR artikel 7.2.

⁸⁶ MAR artikel 7.4.

⁸⁷ MAR skäl 14.

⁸⁸ MAR skäl 23.

⁸⁹ Se avsnitt 10.2.1.

⁹⁰ MAR artikel 3.1.21.

⁹¹ Se Lafonta, mål nr C-628/13, dom av den 11 mars 2015 punkt 24 och där angiven praxis.

⁹² MAR artikel 12.1.

fånga in otaliga och föränderliga ageranden på värdepappersmarknaden. I samma artikel anges även åtta exempel på marknadsmanipulation.⁹³ I en bilaga till MAR anges vidare olika omständigheter som kan indikera att marknadsmanipulation har genomförts.⁹⁴ Dessa indikatorer har specificerats i en genomförandeförordning.⁹⁵

Åtgärderna som enligt definitionerna utgör manipulation kan delas upp i informations- och transaktionsbaserade manipulationsformer.⁹⁶ De informationsbaserade manipulationsformerna består i att manipulatören sprider eller överför information som är falsk eller vilseledande, eller som kan ge falska eller vilseledande signaler till marknaden.⁹⁷ Den transaktionsbaserade manipulationsformen består i att manipulatören genomför en transaktion eller lägger en handelsorder som ger falska eller vilseledande signaler till marknaden.⁹⁸ En sådan desinformation sprids via prisbildningsprocessen. Båda manipulationsformer kännetecknas alltså av att de förser marknaden med desinformation om tillgång, efterfrågan och pris på ett finansiellt instrument.⁹⁹

En informationsbaserad manipulation kan exempelvis bestå i att manipulatören sprider falsk, negativ, information om ett finansiellt instrument som manipulatören intagit en kort position i.¹⁰⁰ En transaktionsbaserad manipulation kan exempelvis bestå i att manipulatören, genom en bulvan, köper och säljer finansiella instrument med sig själv till ett upptrissat pris i syfte att få aktiekursen att stiga.¹⁰¹ Även fast det inte är ett rekvisit i någon av definitionerna av marknadsmanipulation, intar alltså manipulatören i regel en positionering som sedermera gynnas av effekten som den manipulativa åtgärden har på marknaden.¹⁰²

Precis som förbuden mot insiderhandel och olagligt röjande av insiderinformation, motiveras förbudet mot marknadsmanipulation av att manipulation hindrar fullständig öppenhet på marknaden och skadar allmänhetens förtroende.¹⁰³ Manipulation får nämligen den investerande allmänheten att basera sina investeringsbeslut på oriktig och snedvriden information.¹⁰⁴

10.4. Öppenhet

Reglerna som syftar till att förhindra och minska riskerna för marknadsmissbruk genom att öka öppenheten är tillämpliga redan innan något missbruk är för handen. Till denna kategori av regler kan i princip hänföras alla artiklar i MAR förutom förbuden mot marknadsmissbruk. De

⁹³ MAR artikel 12.2.

⁹⁴ MAR bilaga I, punkt A–B.

⁹⁵ MAR artikel 12.5 och 35 jämte Kommissionens delegerade förordning (EU) 2016/522 av den 17 december 2015 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014.

⁹⁶ Rüdiger Veil (2017), s. 226, p. 1.

⁹⁷ MAR artikel 12.1 punkt c) och d).

⁹⁸ MAR artikel 12.1 punkt a) och b).

⁹⁹ Andri F. Bergbörsson (2018), s. 82 ff. samt s. 164 ff.

¹⁰⁰ MAR artikel 12.2 punkt d).

¹⁰¹ MAR artikel 12.2 punkt c) strecksats iii.

¹⁰² Rüdiger Veil (2017), s. 226, p. 1.

¹⁰³ MAR skäl 7.

¹⁰⁴ MAR skäl 47.

mest centrala reglerna på detta område är emellertid handelsplatsernas skyldighet att anmäla inkomna ansökningar om upptagande till handel,¹⁰⁵ skyldigheten att offentliggöra insiderinformation¹⁰⁶, upprätta insiderförteckningar¹⁰⁷, skyldigheten att insynsrapportera¹⁰⁸ och den behöriga myndighetens tillsynsarbete¹⁰⁹. I det följande behandlas dessa regler.

10.4.1. Handelsplatsens anmälningsplikt

Enligt artikel 4.1. ska de som driver en reglerad marknad, en MTF-plattform eller en OTF-plattform anmäla inkomna ansökningar om upptagande till handel. Anmälan ska göras till den behöriga myndigheten. Anmälan ska innehålla datum och klockslag för ansökan samt det finansiella instrumentets benämning och identitetsbeteckning.¹¹⁰ Den behöriga myndighet som tar emot anmälan ska vidarebefordra den till ESMA. ESMA offentliggör i sin tur informationen i en förteckning på sin hemsida. Huruvida en ansökan har tagits upp i förteckningen eller inte påverkar inte MARs tillämplighet.¹¹¹ Anmälningskyldigheten och förteckningen syftar till att öka öppenheten på värdepappersmarknaden.¹¹²

10.4.2. Insynsrapportering

Enligt artikel 19 har personer i ledande ställning och personer som är närstående till sådana personer en skyldighet att rapportera vissa transaktioner så att allmänheten och den behöriga myndigheten får kännedom om dem.¹¹³ Denna rapporteringsskyldighet gör att personer, som vanligtvis har tillgång till insiderinformation, får svårare att utnyttja den för insiderhandel. Rapporteringsskyldigheten syftar alltså till att minska riskerna för marknadsmissbruk och öka öppenheten på marknaden. När personer i ledande ställning anmäler genomförda transaktioner kan det även ha ett informationsvärde för investerarna.¹¹⁴

En ”person i ledande ställning” är en person som har en viss position hos en emittent. Denna position är antingen i emittentens ”administrations-, lednings- eller kontrollorgan” eller en annan position som innebär ”regelbunden tillgång till insiderinformation” och en ”befogenhet att fatta beslut på ledningsnivå som påverkar det företags framtida utveckling och affärsutsikter”.¹¹⁵ Rekvisitet ”närstående” omfattar, något förenklat, både fysiska och juridiska personer som personen i ledande ställning har en nära familjär eller professionell koppling till.¹¹⁶

¹⁰⁵ MAR artikel 4.

¹⁰⁶ MAR artikel 17.

¹⁰⁷ MAR artikel 18.

¹⁰⁸ MAR artikel 19.

¹⁰⁹ MAR artikel 22.

¹¹⁰ MAR artikel 4.1.

¹¹¹ MAR artikel 4.2.

¹¹² MAR skäl 9.

¹¹³ MAR artikel 19.1.

¹¹⁴ MAR skäl 58–59.

¹¹⁵ MAR artikel 3.1.25.

¹¹⁶ MAR artikel 3.1.26.

Rapporteringskyldigheten är avgränsad till att endast gälla transaktioner som, brutto, uppgår till 5000 euro under ett kalenderår. Ett köp om 2500 euro, som följer ett tidigare köp eller en tidigare försäljning om 2500 euro, utlöser alltså rapporteringskyldigheten.¹¹⁷ Rapporteringskyldigheten omfattar transaktioner i emittentens aktier och skuldinstrument samt finansiella instrument som är kopplade till sådana finansiella instrument. Sådana kopplade instrument kan vara derivatinstrument av olika slag.¹¹⁸ Rapporteringen ska göras till den behöriga myndigheten och emittenten.¹¹⁹ Informationen offentliggörs sedan av emittenten eller den behöriga myndigheten.¹²⁰

Rekvisitet ”transaktion” är inte definierat i vare sig MAR eller någon annan rättsakt på området. I artikel 19 anges endast att varje transaktion i finansiella instrument, innefattande pantsättning och utlåning, omfattas av rapporteringskyldigheten.¹²¹ I en delegerad förordning har kommissionen upprättat en icke uttömmande exemplifiering av anmälningsskyldiga transaktioner.¹²² Förutom de mer självklara transaktionsformerna förvärv och avyttring omfattas teckning, gåvor, arv, konvertering av obligationer till aktier och villkorade transaktioner när de faktiskt genomförs.¹²³ Skyldigheten att följa reglerna om insynsrapportering aktualiseras redan när emittenten har ansökt om upptagande till handel på en reglerad marknad eller en MTF-plattform.¹²⁴

10.4.3. Offentliggörande av insiderinformation

En emittent ska så snart som möjligt informera allmänheten om insiderinformation som direkt berör emittenten.¹²⁵ Denna skyldighet gäller redan när emittenten har ansökt om upptagande till handel på en reglerad marknad eller en MTF-plattform.¹²⁶ Om insiderinformation offentliggörs på ett ordentligt, rättvist och icke-diskriminerande sätt försvinner informationsasymmetrin som insiderinformationen utgjorde och risken för insiderhandel elimineras.¹²⁷ Det ökar även öppenheten på marknaden genom att investerarna handlar utifrån jämställda villkor och inte vilseleds.¹²⁸

¹¹⁷ MAR artikel 19.8.

¹¹⁸ MAR artikel 19.1 punkt a).

¹¹⁹ MAR artikel 19.1.

¹²⁰ MAR artikel 19.3.

¹²¹ MAR artikel 19.1 och 19.7.

¹²² Kommissionens delegerade förordning (EU) 2016/522 av den 17 december 2015 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller undantag för vissa tredjeländers offentliga myndigheter och centralbanker, indikatorer på marknadsmanipulation, tröskelvärden för offentliggörande, den behöriga myndigheten för anmälningar av uppskjutna offentliggöranden, tillstånd att handla under stängda perioder och typer av anmälningsskyldiga transaktioner för personer i ledande ställning (MAR genomförandeförordning) skäl 28–29.

¹²³ MAR genomförandeförordning artikel 10.2.

¹²⁴ MAR artikel 19.4.

¹²⁵ MAR artikel 17.1 första stycket.

¹²⁶ MAR artikel 17.1 tredje stycket.

¹²⁷ MAR skäl 21 och artikel 17.

¹²⁸ MAR skäl 49 och Daimler/Geltl, mål nr C-19/11, dom av den 28 juni 2012 punkt 33.

Offentliggörandet får skjutas upp om det annars, sannolikt, hade skadat legitima intressen, det inte är sannolikt att allmänheten vilseleds och det går att säkerställa att informationen förblir konfidentiell.¹²⁹ Möjligheten att skjuta upp offentliggöranden av insiderinformation motiveras av att offentliggöranden ibland kan ha vissa, beaktansvärda, negativa effekter. Om insiderinformationen rör läget i en avtalsförhandling kan ett offentliggörande av den informationen försvåra eller underminera avtalsförhandlingarna.¹³⁰ Ett offentliggörande kan även tänkas försvåra en produktutveckling eller ett framtagande av en uppfinning eller planer på att köpa eller sälja en stor post i ett intressebolag.¹³¹

10.4.4. Den behöriga myndighetens tillsyn

Inom varje stat som MAR är tillämplig ska en behörig myndighet utses för att övervaka marknadsaktörernas efterlevnad av MAR.¹³² Den behöriga myndigheten ska bland annat se till att MAR tillämpas på alla handlingar som berör instrument för vilka en ansökan om upptagande till handel har lämnats in till en reglerad marknad eller en MTF-plattform.¹³³ Syftet med bestämmelsen är att säkerställa en effektiv övervakning av regelefterlevnaden.¹³⁴ Om risken för att bli påkommen är hög minskar risken för att marknadsmissbruk genomförs.¹³⁵ I Sverige är den behöriga myndigheten Finansinspektionen.¹³⁶

10.4.5. Förändret av insiderförteckning

Insiderförteckningen är ett verktyg som den behöriga myndigheten använder sig av i sin övervakning och utredning av marknadsmissbruk.¹³⁷ Den gör det nämligen möjligt att följa hur insiderinformation har spridit sig. Skyldigheten att föra insiderförteckning åvilar ”emittenter och personer som agerar på deras vägnar eller för deras räkning”. I förteckningen ska den förpliktigade bland annat registrera vilka som har tillgång till insiderinformation och när sådan tillgång uppstod.¹³⁸ Skyldigheten att föra insiderförteckning uppstår när emittenten har ansökt om upptagande till handel på en reglerad marknad eller en MTF-plattform.¹³⁹

¹²⁹ MAR artikel 17.4.

¹³⁰ MAR skäl 50.

¹³¹ ESMA, 13 juli 2016, ESMA/2016/1130, bilaga V, punkt 94

¹³² MAR artikel 22.

¹³³ MAR artikel 22.

¹³⁴ MAR skäl 63.

¹³⁵ Niamh Moloney (2014), s. 701.

¹³⁶ Lag (2016:1306) med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmissbruksförordning, 1 kap. 2 §.

¹³⁷ MAR skäl 56.

¹³⁸ MAR artikel 18.1 och 18.3.

¹³⁹ MAR 18.7.

11. Noteringsprocessen

För att ett finansiellt instrument ska kunna tas upp till handel måste noteringskraven vara uppfyllda. Noteringskraven regleras dels i MiFID II och dess genomförandeförordning¹⁴⁰, dels i handelsplatsernas egna regelverk. Emittenten ska även upprätta och publicera en bolagsbeskrivning eller ett prospekt som har godkänts av Finansinspektionen. Därefter genomförs i regel en spridningsemission. I det följande behandlas dessa förutsättningar.

11.1. EU-rättsliga noteringskrav

I MiFID II och genomförandeförordningen till MiFID II anges de noteringskrav som måste vara uppfyllda för att ett finansiellt instrument ska få tas upp till handel. MiFID II är införlivad i svensk rätt genom lag om värdepapperscentraler och kontoföring av finansiella instrument (VPML).¹⁴¹ Regleringen förpliktigar handelsplatserna att ha emittentregler som motsvarar den minimistandard som föreskrivs i dessa EU-rättsakter. Det finns inget som hindrar handelsplatserna från att uppställa strängare krav.¹⁴²

För svenskt vidkommande är vissa av noteringskraven införlivade genom nationell lagstiftning. I aktiebolagslagen (ABL) och lag om värdepapperscentraler och kontoföring av finansiella instrument (LKF) föreskrivs till exempel att emitterande aktiebolag måste vara publika avstämningsbolag för att få kontoföra sina aktier hos en värdepapperscentral.¹⁴³ Kravet på kontoföring följer i regel av noteringsavtalet.¹⁴⁴

Noteringskraven syftar bland annat till att skapa en hög skyddsnivå för investerarna, stärka allmänhetens förtroende¹⁴⁵ och skapa förutsättningar för överlåtbarhet, transparens, likviditet och effektiv prissättning.¹⁴⁶ I MiFID II uttalas att en avvägning måste göras mellan ett starkt investerarskydd och emittenters administrativa bördor.¹⁴⁷ En ambition med regleringen är att underlätta noteringsprocessen.¹⁴⁸

Noteringskraven varierar mellan MTF-plattformar och reglerade marknader. MTF-plattformar ska ha transparenta regler för vilka finansiella instrument som får omsättas i deras system.¹⁴⁹ Dessa regler ska bland annat uppställa krav på att emittenter förser allmänheten med

¹⁴⁰ Kommissionens delegerade förordning (EU) 2017/568 av den 24 maj 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU avseende tekniska standarder för tillsyn för upptagande av finansiella instrument till handel på reglerade marknader (MiFID II genomförandeförordning).

¹⁴¹ VPML (2007:528) 11 kap 4 § och 15 kap. 1–5 §§.

¹⁴² MiFID II skäl 122.

¹⁴³ ABL (2005:551) 1 kap. 7 och 10 §§ och 26 kap. 1 och 6 §§ samt LKF (1998:1479) 4 kap. 2 §.

¹⁴⁴ Prop. 1997/98:160, s. 107.

¹⁴⁵ MiFID II skäl 3.

¹⁴⁶ Niamh Moloney (2014), s. 176.

¹⁴⁷ MiFID II skäl 133.

¹⁴⁸ Meddelande från Kommissionen, Handlingsplan för en kapitalmarknadsunion, 30 september 2015, COM(2015) 468 final, avsnitt 2.

¹⁴⁹ MiFID II artikel 18.2; VPML (2007:528) 11 kap. 4 § 3 p.

information i en sådan omfattning att en investeringsbedömning kan göras.¹⁵⁰ Regleringen ska även säkerställa att handeln är välordnad och sker på lika villkor. I fråga om reglerade marknader ska de ha tydliga och transparenta regler för upptagande till handel. Dessa regler ska säkerställa att handeln kan bedrivas på ett rättvist, välordnat och effektivt sätt.¹⁵¹

Hur kraven på en rättvis, välordnad och effektiv handel realiserar, varierar beroende på vilken typ av finansiellt instrument det är tal om. I fråga om aktier måste de vara fritt överlåtbara och ha en tillräckligt distribution¹⁵² hos allmänheten.¹⁵³ Reglerna ska även säkerställa att allmänt tillgänglig information och aktiens villkor möjliggör en värdering.¹⁵⁴ Den reglerade marknaden ska även beakta information om emittenten, historisk finansiell information och information om emittentens verksamhet.¹⁵⁵

När handelsplatsen har prövat om förutsättningar för en rättvis, välordnad och effektiv handel föreligger, och när det är fråga om överlåtbara värdepapper, de är fritt överlåtbara, fattar handelsplatsen ett beslut om upptagande till handel. I fråga om reglerade marknader framgår för svenskt vidkommande av VPML att aktier anses upptagna när handelsplatsen fattar ett sådant beslut om upptagande.¹⁵⁶ Det bör dock erinras om att denna reglering är en införlivning av MiFID II, och inte MAR. Någon motsvarande regler i VPML för MTF-plattformar finns inte.

Handelsplatserna ska kontinuerligt övervaka att emittenterna efterlever noteringskraven och EU-rätten.¹⁵⁷ Det innefattar bland annat en förmåga att kontinuerligt följa informationsgivningsreglerna.¹⁵⁸ Annars kan handelsplatserna besluta att avföra de finansiella instrumenten från handel.¹⁵⁹

11.2. Handelsplatsernas regelverk

I Sverige finns det två reglerade marknader och tre MTF-plattformar för aktier. Dessa är Nasdaq Stockholms reglerade marknad¹⁶⁰ och MTF-plattform¹⁶¹, Nordic Growth Markets reglerade

¹⁵⁰ MiFID II artikel 18.2.

¹⁵¹ MiFID II artikel 51.1 andra stycket.

¹⁵² På Nasdaqs reglerade marknad och MTF-plattform måste minst 25 respektive 10% av aktierna vara i allmän ägo. Därutöver måste det finnas 500 respektive 300 aktieägare med ett innehav på minst 500 euro vardera. På NGMs båda handelsplatser är kravet minst 10% och 300 aktieägare med ett innehav på minst 5000 SEK vardera.

¹⁵³ MiFID II artikel 51.1 andra stycket; MiFID II genomförandeförordning artikel 1.1–2 och 2.2.

¹⁵⁴ MiFID II genomförandeförordning artikel 2.3 punkt a)–c).

¹⁵⁵ MiFID II genomförandeförordning artikel 2.1 punkt a)–b).

¹⁵⁶ VPML (2007:528) 13 kap. 3 §.

¹⁵⁷ MiFID artikel 31 och 51.4; VPML (2007:528) 8 kap. 21 § och 13 kap. 7 §; MiFID II genomförandeförordning artikel 7 jämte skäl 7-8; MAR artikel 16.

¹⁵⁸ Niamh Moloney (2014), s. 176.

¹⁵⁹ MiFID II artikel 32.1 och 52.1; VPML (2007:528) 11 kap. 12 § och 15 kap. 11 §.

¹⁶⁰ Stockholmsbörsen/OMX.

¹⁶¹ First North Sweden.

marknad¹⁶² och MTF-plattform¹⁶³ samt Spotlight Stock Markets MTF-plattform¹⁶⁴. För att avgränsa framställningen något redogörs i det följande endast för Nasdaqs och Nordic Growth Markets regelverk. Framställningen tar sikte på deras reglerade marknader och MTF-plattformar.

Noteringsprocessens första steg består i att emittenten kontaktar handelsplatsen, berättar om sina noteringsplaner och framställer en begäran om att initiera en granskning. En sådan begäran ska vara skriftlig. Om begäran beviljas genomförs en granskning av emittentens legala och finansiella situation i syfte att utreda om emittenten har kapacitet att efterleva noteringskraven. Denna ordning gäller på samtliga fyra handelsplatser. På Nasdaqs MTF-plattform och reglerade marknad ska en certifierad rådgivare respektive en noteringsrevisor bedöma om emittenten lever upp till noteringskraven innan en sådan skriftlig granskningsbegäran framställs.¹⁶⁵

På Nasdaqs MTF-plattform består noteringsprocessens andra steg av att emittenten lämnar in en formell ansökan. Den består av formuläret ”Application for Admission to Trading on First North Growth Market Sweden”. Formuläret ska skickas in tillsammans med ett godkänt prospekt eller en bolagsbeskrivning senast en dag innan första dagen för handel. När formuläret är inlämnat fattar handelsplatsen ett beslut om upptagande.¹⁶⁶

På Nasdaqs reglerade marknad består noteringsprocessens andra steg av att emittenten lämnar in formuläret ”Admission Form B – Request for Admission Assessment”. En särskild kommitté hos Nasdaq gör därefter en bedömning av om emittenten uppfyller noteringskraven. B-formuläret ska lämnas in senast fem dagar innan kommitténs sammanträde. Efter kommitténs bedömning ska emittenten lämna in formuläret ”Admission Form C – Application for Admission to Trading” tillsammans med ett godkänt prospekt eller en bolagsbeskrivning. C-formuläret ska lämnas in senast en arbetsdag innan den första handelsdagen. Handelsplatsen fattar sedan ett beslut om upptagande på grundval av kommitténs bedömning och övrig dokumentation.¹⁶⁷ Om spridningskravet uppfylls genom en spridningsemission i samband med upptagandet, ska spridningsintyget vara inlämnat senast en timme innan handeln inleds.¹⁶⁸

¹⁶² Nordic Growth Market Main Regulated.

¹⁶³ Nordic SME MTF.

¹⁶⁴ Spotlight Stock Market.

¹⁶⁵ Nasdaq Main Market (den 1 februari 2021) Rulebook for Issuers of Shares [[länk](#)] (hämtat 20 oktober 2022) avsnitt 2.3.1 samt Supplement D, Part B.2 och B.5. jämte formulär för granskningsbegäran [[länk](#)] (hämtat 18 november 2022); Nasdaq First North Growth Market (den 1 augusti 2022) Rulebook for Issuers of Shares [[länk](#)] (hämtat 20 oktober 2022) avsnitt 2.2.1–2, 2.3.3 och 5.4 punkt b) jämte formulär för granskningsbegäran [[länk](#)] (hämtat 20 oktober 2022); Nordic Growth Market (den 1 januari 2021) Vägledning för notering på Nordic SME [[länk](#)] (hämtat 20 oktober 2022) avsnitt 2.6. Nordic Growth Market (den 1 januari 2021) Vägledning för notering av finansiella instrument på Main Regulated [[länk](#)] (hämtat 20 oktober 2022) avsnitt 10.8.

¹⁶⁶ Nasdaq First North Growth Market, Rulebook for Issuers of Shares (1 augusti 2022), Supplement B, avsnitt 2.2.4 jämte ansökningsformulär, [[länk](#)] (hämtat 20 oktober 2022).

¹⁶⁷ Formulär för bedömningsbegäran, [[länk](#)] (hämtat 18 november 2022); Ansökningsformulär, [[länk](#)] (hämtat 18 november 2022); Nasdaq Main Market, Rulebook for Issuers of Shares (1 februari 2021), avsnitt 3.1 och Supplement D, Part B.4.i–ii och B.5.i

¹⁶⁸ Se ansökningsformulär, s. 6 n. 5, [[länk](#)] (hämtat 18 november 2022).

Det kan noteras att Nasdaqs reglerade marknad har ändrat sina förfaranderegler sedan kammarrätten meddelade sin första dom. Det dåvarande B-formuläret heter numera "Request for Admission Assessment" i stället för "Application for Admission". Den formella ansökan sker numera via C-formuläret, och kan skickas in senare under processen. Ansökningstidpunkten har alltså förskjutits enligt handelsplatsens egna regelverk.

På NGMs MTF-plattform och reglerade marknad består noteringsprocessens andra steg av följande. När granskningen är genomförd, gör en noteringskommitté en preliminär bedömning av om noteringskraven är uppfyllda. Samtliga noteringshandlingar ska vara inskickade senast sju dagar innan kommitténs sammanträde. Efter noteringskommitténs bedömning ska en skriftlig ansökan om upptagande till handel skickas in om handelsplatsen begär det. Därefter fattar handelsplatsen ett beslut om upptagande.¹⁶⁹

Gemensamt för de fyra handelsplatsernas regelverk är att emittenten ska följa emittentreglerna vid tidpunkten för inlämnandet av ansökan. I regelverket för NGMs MTF-plattform anges emellertid att reglerna ska följas när en "fullständig ansökan" har lämnats in.¹⁷⁰ Avslutningsvis kan det noteras att processen präglas av sekretess mellan parterna.¹⁷¹

11.3. Prospekt och bolagsbeskrivning

Innan en ansökan om upptagande till handel lämnas in, brukar emittenten publicera ett pressmeddelande om att en ansökan är nära förestående.¹⁷² Ett pressmeddelande brukar även publiceras när ansökan har blivit godkänd. Innan aktierna tas upp till handel ska även ett prospekt som har godkänts av finansinspektionen publiceras. Prospektet ska offentliggöras i skälig tid innan aktierna tas upp till handel eller teckningserbudandet börjar gälla. Om erbjudandet avser aktier som för första gången tas upp på en reglerad marknad, ska prospektet publiceras minst sex arbetsdagar innan erbjudandet löper ut.¹⁷³ Om någon prospektskyldighet inte föreligger, ska emittenten publicera en bolagsbeskrivning.¹⁷⁴ På Nasdaqs och NGMs respektive MTF-plattform ska bolagsbeskrivningen publiceras senast två dagar innan första handelsdagen.¹⁷⁵ Om noteringen förenas med en nyemission ska bolagsbeskrivningen i stället publiceras i rimlig tid innan, eller samtidigt som, erbjudandet.¹⁷⁶

¹⁶⁹ NGM, Vägledning för notering av finansiella instrument på Main Regulated (1 januari 2021), avsnitt 10.8.3 och NGM, Vägledning för notering på Nordic SME (1 januari 2021), avsnitt 2.6.3.

¹⁷⁰ Nasdaq Main Market, Rulebook for Issuers of Shares (1 februari 2021), avsnitt 1.3.1; Nasdaq First North Growth Market, Rulebook for Issuers of Shares (1 augusti 2022), avsnitt 2.2.1; NGM, Regler för Nordic SME (3 februari 2020), avsnitt 1.2.; NGM, Börsregler Main Regulated (4 maj 2020), avsnitt 1.2.

¹⁷¹ Nasdaq Main Market, Rulebook for Issuers of Shares (1 februari 2021), avsnitt 1.3.1; Nasdaq First North Growth Market, Rulebook for Issuers of Shares (1 augusti 2022), avsnitt 2.2.1; NGM, Regler för Nordic SME (3 februari 2020), avsnitt 2.1.3; NGM, Börsregler Main Regulated (4 maj 2020), avsnitt 2.1.3.

¹⁷² Ett sådant, så kallat, ITF–pressmeddelande brukar publiceras en till två veckor innan prospektet.

¹⁷³ Prospektförordningen artikel 21.1.

¹⁷⁴ Se bland annat Nasdaq First North Growth Market, Rulebook for Issuers of Shares (1 augusti 2022), avsnitt 2.3.4, 3.1 och NGM, Regler för Nordic SME (3 februari 2020), avsnitt 6.

¹⁷⁵ Nasdaq First North Growth Market, Rulebook for Issuers of Shares (1 augusti 2022), avsnitt 3.4.1 och NGM, Regler för Nordic SME (3 februari 2020), avsnitt 6.2

¹⁷⁶ Nasdaq First North Growth Market, Rulebook for Issuers of Shares (1 augusti 2022), avsnitt 3.4.2.

I vilka fall ett prospekt ska upprättas anges i prospektförordningen. Prospektskyldighet föreligger oavsett om upptagandet förenas med ett teckningserbjudande eller inte.¹⁷⁷ Prospektet ska innehålla ”den nödvändiga information som är väsentlig för att investeraren ska kunna göra en välgrundad bedömning av emittentens och en eventuell garants tillgångar och skulder, vinster och förluster, finansiella ställning och framtidsutsikter, de rättigheter som är förenade med värdepapperen, skälen till emissionen och emissionens effekt på emittenten”.¹⁷⁸ Om det är tal om aktier ska bland annat ledande befattningshavares innehav i emittentens aktier och optioner avseende sådana aktier anges i prospektet.¹⁷⁹ En bolagsbeskrivning ska innehålla information i en sådan omfattning att en investeringsbedömning kan göras.¹⁸⁰ En bolagsbeskrivning innehåller i regel information om personer i ledande ställnings innehav i emittenten.¹⁸¹

Mellan tidpunkten för Finansinspektionens godkännande av prospektet, och utgången av erbjudandeperioden, eller tidpunkten då handel på en reglerad marknad påbörjas, kan det uppdagas att prospektet saknar information som kan påverka investeringsbedömningen. Av denna anledning ska varje sådan ”ny omständighet av betydelse, sakfel eller väsentlig felaktighet” uppges i ett tillägg till prospektet utan onödigt dröjsmål.¹⁸² Isåfall kan redan lämnade teckningsåtaganden återkallas under vissa omständigheter.¹⁸³ Om informationen som lämnas i prospektet är vilseledande, eller information som lämnas muntligen eller skriftligen genom annonsering är vilseledande eller inte överensstämmer med informationen i prospektet, kan Finansinspektionen besluta om förelägganden och sanktioner.¹⁸⁴

Prospektskyldigheten syftar till att undanröja informationsasymmetrier mellan emittenterna och investerarna.¹⁸⁵ Prospektförordningen syftar alltså till att säkerställa investerarskyddet och marknadseffektiviteten. Prospektet bidrar även till ett ökat förtroende för värdepappersmarknaden.¹⁸⁶ Bolagsbeskrivningen fyller ett liknande syfte.¹⁸⁷

¹⁷⁷ Prospektförordningen artikel 1.1, 3.1 och 3.3.

¹⁷⁸ Prospektförordningen artikel 6.

¹⁷⁹ Kommissionens delegerade förordning (EU) 2019/980 av den 14 mars 2019 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 vad gäller formatet på, innehållet i och granskningen och godkännandet av de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad, och om upphävande av kommissionens förordning (EG) nr 809/2004 (genomförandeförordning till prospektförordningen), bilaga 1, punkt 15.2 jämte punkt 12.1.

¹⁸⁰ Se avsnitt 11.1.

¹⁸¹ Se bland annat NGM, Vägledning för notering på Nordic SME (1 januari 2021), avsnitt 3.2 punkt xvi och Nasdaq First North Growth Market, Rulebook for Issuers of Shares (1 augusti 2022), avsnitt 3.2 punkt k.

¹⁸² Prospektförordningen artikel 23.1.

¹⁸³ Prospektförordningen artikel 23.2.

¹⁸⁴ Prospektförordningen artikel 7.2, 22.3–4 jämte 38.1 punkt a) och lag (2019:414) med kompletterande bestämmelser till EU:s prospektförordning 5 kap. 1–2 §§ jämte 5 kap. 4–5 §§.

¹⁸⁵ Prospektförordningen skäl 3.

¹⁸⁶ Prospektförordningen skäl 7.

¹⁸⁷ Se avsnitt 11.1.

11.4. Book building och aktieteckning

För att sätta en teckningskurs i samband med förekommande spridningsemission uppdras i regel ett värdepappersföretag att undersöka potentiella investerares värdering av emittenten och erhålla intresseanmälningar för teckning. Processen kallas för ”book-building” och innebär att intressenterna lämnar anbud på en viss volym inom ett förbestämt prisintervall. Anbudsförfarandet är hemligt varför anbudsgivarna inte kan se varandras anbud. I det publicerade prospektet eller i bolagsbeskrivningen ska prisintervallen anges och att ansökans godkännande är villkorad att spridningskravet uppfylls. När anmälningsperioder är stängd, beslutar emittenten hur tilldelningen ska se ut och vad det slutgiltiga teckningspriset blir. Om emissionen är till fast pris genomförs inget anbudsförfarande utan tilldelningen sker till de som har lämnat en intresseanmälan om teckning. Om någon spridningsemission inte genomförs kan aktierna tas upp till handel utan att det dessförinnan uppstår någon primärmarknad för teckning.¹⁸⁸

12. Särskilt om OTC-handel

På handelsplatserna interagerar flera tredjeparts köp- och säljintressen som sedan matchas mot varandra. Som redogjort för ovan bygger den handeln på kontrakt som sluts enligt icke-skönsmässiga regler inom ramen för ett multilateralt system.¹⁸⁹ Handel som i stället sker direkt mellan köpare och säljare, utanför handelsplatserna, kallas för handel ”over the counter” (”OTC-handel”). OTC-handel är alltså, till skillnad från handel på handelsplatser, bilateral och decentraliserad.¹⁹⁰

Av MiFIR följer att OTC-handel omfattas av andra transparenskrav än handel på handelsplatser. Information om lagda OTC-order och genomförda OTC-transaktioner i aktier ska offentliggöras av värdepappersföretaget eller marknadsoperatören, endast om aktierna även handlas på en handelsplats och det finns en likvid marknad.¹⁹¹ Dessa transparenskrav beror på att sådan OTC-handel har betydelse för prisbildningen.¹⁹² Transparenskraven syftar även till att hjälpa behöriga myndigheter att upptäcka marknadsmissbruk.¹⁹³ Annan OTC-handel i aktier faller utanför dessa transparenskrav.

I samband med nyintroduktioner förekommer det ibland en villkorad OTC-handel mellan framtida aktieägare. Villkorad OTC-handel innebär att aktietecknarna i förekommande spridningsemission handlar med varandra på grundval av den förväntade tilldelningen. Sådan villkorad OTC-handel äger alltså rum mellan tidpunkten för tilldelningen på primärmarknaden

¹⁸⁸ Se Finansinspektionens rapporter, Processen vid nyintroduktioner och emissioner, 5 juli 2007, Dnr 07-1243-308, 2007:11 [[länk](#)] (hämtat 25 november 2022), s. 16–20 och Emissioner och nyintroduktioner – fungerar skyddet för investerarna?, 5 juli 2007, Dnr 07-1243-308, 2007:12 [[länk](#)] (hämtat 25 november 2022) s. 13–15.

¹⁸⁹ Se avsnitt 10.2.2.

¹⁹⁰ Andri F. Bergbörsson (2018), s. 154.

¹⁹¹ MiFIR artikel 14 och 20.

¹⁹² MiFIR skäl 18, se även avsnitt 9.1.

¹⁹³ MiFIR skäl 32.

och tidpunkten för leveransen och upptagandet av aktierna. Sådan OTC-handel är alltså villkorad att emittenten uppfyller spridningskravet.¹⁹⁴ Ibland kallas OTC-handel inför en notering för ”förhandel” eller ”gråhandel”, beroende på om handeln omfattas av transparenskraven eller inte.¹⁹⁵

OTC-handel i aktier omfattas av MARs tillämpningsområde om aktien är upptagen till handel på en handelsplats eller en ansökan om upptagande till handel har lämnats in.¹⁹⁶ OTC-handel i aktier kan även omfattas av MAR om priset eller värdet på aktien, påverkar priset eller värdet på ett finansiellt instrument som är upptaget till handel eller för vilket en ansökan har lämnats in.¹⁹⁷ I MAR räknas några exempel upp på marknadsmissbruk som kan förekomma i samband med OTC-handel. De flesta exempel tar sikte på onoterade derivat vars underliggande tillgång är ett noterat finansiellt instrument. Ett exempel tar dock sikte på planerade emissioner av nya ”värdepapper som inte i övrigt omfattas av förordningens tillämpningsområde, men där handel med dessa värdepapper skulle kunna påverka priset eller värdet på existerande börsnoterade värdepapper som omfattas av denna förordnings tillämpningsområde”.¹⁹⁸

¹⁹⁴ Se Nasdaq Stockholm, Frågor och Svar, 7 juli 2017, [[länk](#)] (hämtat 28 november 2022), s. 13 avsnitt 9.5.

¹⁹⁵ Se avsnitt 1 fotnot 7.

¹⁹⁶ MAR artikel 2.3.

¹⁹⁷ MAR artikel 2.1 punkt d).

¹⁹⁸ MAR skäl 10.

Del III – Analys

13. Kammarrättens domar

Av det första kammarrättsavgörandet framgår att både handelsplatsen och emittenten var av uppfattningen att en ansökan inte var inlämnad eftersom annan nödvändig dokumentation inte hade bilagts den formella ansökan.¹⁹⁹ Emittentreglerna föreskrev nämligen att en ansökan måste vara fullständig för att utgöra en ansökan i MARs mening.²⁰⁰ Kammarrätten avvek alltså från parternas uppfattning när den konstaterade att formuläret utgjorde en ansökan i MARs mening. I den andra domen var omständigheterna liknande. Frågan är vilka principiella slutsatser man kan dra av dessa domar.

Eftersom kammarrätten uttalade att frågan om ansökningstidpunkten inte kan överlämnas till handelsplatserna är det svårt att förstå domarna på annat sätt än att handelsplatserna inte kan bestämma vad som materiellt sett konstituerar en ansökan – varken genom emittentreglerna eller på annat sätt. Kammarrätten uttalar vidare att öppenhet och allmänhetens förtroende förutsätter en förutsebarhet i tillämpningen. Mot denna bakgrund kan kammarrättens ställningstagande sannolikt förklaras av att det är fördelaktigt ur bevissäkringssynpunkt att knyta ansökningstidpunkten till inlämnandet av ett formellt ansökningsformulär. Om man bortser från att handelsplatsens regelverk föreskrev en annan ordning, gestaltar även ansökningsformuläret, utifrån sett, en tydlig avsikt om att ansöka om upptagande till handel.

Denna tolkning ger upphov till andra svårigheter i tolkningen av artikel 2.1 punkt a)–b). Nämligen frågan om när en sådan, ur bevissäkringssynpunkt godtagbar och tydlig avsiktsförklaring, ska lämnas in. Den formella ansökan lämnas ju in i enlighet med handelsplatsernas respektive regelverk.²⁰¹ Det innebär att handelsplatserna i viss mån kan förfoga över MARs tillämplighet genom utformningen av noteringsförfarandet. Förfarandet kan ju i princip utformas på ett sätt som innebär att ansökningshandlingen endast utgör en formaliahandling och skickas in i slutskedet av processen. Därutöver varierar den exakta tidpunkten för inlämnandet av den formella ansökan mellan handelsplatserna.²⁰² Det är en ordning som går emot kammarrättens uttalande om att transaktioner i finansiella instrument riskerar falla utanför Finansinspektionens kontroll om handelsplatserna gör olika bedömningar. Frågan om när en formell ansökan ska lämnas in är ingen fråga som kammarrätten uttryckligen adresserar i sina domskäl.

Kammarrätten uttalar däremot att en tillämpning av MAR under ansökningsförfarandet leder till ökad insyn och minskade risker för marknadsmissbruk. En möjlig tolkning är därför att en ansökan ska anses inlämnad senast vid den tidpunkt som en risk för marknadsmissbruk, enligt definitionerna i MAR, faktiskt kan uppkomma. Eftersom kammarrätten inte redogör för vilka

¹⁹⁹ Kammarrätten i Stockholm, dom av den 20 november 2020, mål nr 4468-19, s. 2.

²⁰⁰ Se Nasdaqs gamla emittentregler (3 juli 2016) avsnitt 2.2.14.

²⁰¹ Se avsnitt 11.2.

²⁰² Se avsnitt 11.2.

former av marknadsmissbruk som den aktuella tolkningen förebygger, är det svårt att avgöra från vilken tidpunkt marknadsaktörerna, som senast, ska börja tillämpa MAR.

Sammanfattningsvis kan man konstatera att kammarrätten anser att ett inlämnat ansökningsformulär utgör en ansökan i MARs mening. En mer oklar fråga är vad som gäller om en ansökan endast utgör en formaliahandling och skickas in i slutskedet av processen. Om kammarrätten menar att en tillämpning av MAR under ansökningsförfarandet minskar riskerna för marknadsmissbruk, framstår det som motsägelsefullt att fästa principiell vikt vid en formell ansökan. Kammarrätten behandlar inte denna principfråga, vilket sannolikt kan förklaras av att den hade ett formellt, datumstäplat, ansökningsformulär att avgöra målet på. Det kan även vara en förklaring till varför Högsta förvaltningsdomstolen inte meddelade prövningstillstånd.

14. Finansinspektionens rättsfallscommentar

I sin rättsfallscommentar presenterar Finansinspektionen en möjlig tolkning av kammarrättens uttalanden. I stället för att fästa vikt vid tidpunkten för inlämnandet av det formella ansökningsformuläret, skriver Finansinspektionen, att ansökningstidpunkten inträffar när handelsplatserna mottagit de handlingar som krävs för att kunna påbörja en materiell prövning av om noteringskraven är uppfyllda.²⁰³

En möjlig tolkning av Finansinspektionens rättsfallscommentar är att en sådan materiell prövning kan påbörjas när den formella ansökan har skickats in – trots att annan nödvändig dokumentation inte har bilagts ansökan. En sådan tolkning löser emellertid inte den problematik som skulle kunna följa av att handelsplatserna och emittenterna kan vänta med att skicka in den formella ansökan.

En annan möjlig tolkning är att handelsplatsen kan påbörja sin materiella prövning när den till exempel har fått in historisk finansiell information om emittenten – men inte någon formell ansökan. En materiell prövning kan ju påbörjas i ett tidigare skede om den formella ansökan endast utgör en formaliahandling i slutskedet av processen. För att slippa kostnader för regelefterlevnad skulle det kunna innebära att ansökan lämnas in i omedelbar anslutning till upptagandet – vilket är en ordning Finansinspektionen uttryckligen avvisar i sin rättsfallscommentar. En sådan tolkning löser den potentiella kringgåendeproblematik som skulle följa av att en MARs tillämplighet alltid knyts till en formell ansökan.

Sammanfattningsvis framstår det som att kammarrätten fäster större vikt vid formulärens beteckning än att resonera kring ändamålsenligheten i sitt ställningstagande. Med utgångspunkten att bedömningen inte kan överlämnas till handelsplatserna, framstår det som motsägelsefullt att fästa principiell vikt vid tidpunkten för en formaliahandling. Mot denna bakgrund får Finansinspektionens rättsfallscommentar nästan förstås som en ventil; ansökningstidpunkten kan förläggas i ett tidigare skede, trots att någon formell ansökan inte har

²⁰³ Se avsnitt 8.

lämnats in, förutsatt att handelsplatsen kan påbörja sin materiella prövning. Eftersom Finansinspektionen uppmanade handelsplatserna att införa rutiner som är förenliga med gällande rätt, kan man anta att en ur bevissäkringssynpunkt godtagbar ansökan, som lämnas in i enlighet med handelsplatsernas regelverk, utgör en ansökan om den inte lämnas in för ”sent”. Vad som är en för ”sen” ansökan får i sin tur bedömas utifrån Finansinspektionens uttalande om den materiella prövningen. Eftersom Finansinspektionen inte anger när en sådan prövning kan påbörjas, är det dock svårt att dra några säkra slutsatser i frågan om när MAR, som senast, ska börja tillämpas. Både kammarrättens och Finansinspektionens uttalanden öppnar alltså för praktiska tillämpningssvårigheter.

Möjligtvis är detta en långtgående tolkning av Finansinspektionens uttalanden. Tolkningen innebär nämligen att en ansökan kan anses inlämnad i ett tidigare skede än när den formella ansökan lämnas in. En sådan mer fri bedömning öppnar för osäkerhet. Eftersom en för sen tillämpning av MAR kan leda till sanktionsavgifter och dålig renommé, är det emellertid en tolkning som är påkallad av försiktighetshänsyn. Eftersom Finansinspektionen uttalar att handelsplatserna ska utforma sina förfaranden så de överensstämmer med gällande rätt, kan inspektionens uttalanden möjligtvis förklaras av att den försöker få emittenter att lämna in det formella ansökningsformuläret i ett så tidigt skede som möjligt.

15. Handelsplatsernas förfaranden

Noteringsprocessen går ut på att undersöka huruvida emittenten har kapacitet att efterleva tillämpliga regelverk.²⁰⁴ På Nasdaqs reglerade marknad och MTF-plattform görs en första bedömning av en börsrevisor respektive en certifierad rådgivare redan innan den initiala granskningsbegäran skickas in. Bedömningen bifogas sedan granskningsbegäran och utgör en del av respektive handelsplats beslutsunderlag. Det går alltså att argumentera för att handelsplatserna kan påbörja sin materiella prövning när en granskningsbegäran har skickats in. Det innebär emellertid att ansökningstidpunkten förläggs till en tidpunkt som infaller innan inlämnandet av den formella ansökan. I fråga om NGMs reglerade marknad och MTF-plattform kan liknande resonemang föras. Nämligen att en prövning kan påbörjas i ett tidigare skede än inlämnandet av den formella ansökan.

Detta resonemang är dock svårförenligt med kammarrättsdomarna. I båda fall fäste nämligen kammarrätten vikt vid de formella ansökningsformulären och inte den inledande granskningsbegäran.²⁰⁵ Eftersom Nasdaq tycks ha förskjutit ansökningstidpunkten genom namnbytet på B-formuläret och införandet av C-formuläret, kan man dock fråga sig huruvida kammarrätten och Finansinspektionen skulle betrakta C-formuläret som en ansökan i MARs mening – trots att det numera är C-formuläret som heter ”Request for Admission”. Om detta skulle betraktas som ett kringgående är svårt att säga eftersom varken kammarrätten eller Finansinspektionen har redogjort för när, under noteringsprocessen, som det uppstår en risk för marknadsmissbruk eller öppenheten och insynen fyller en funktion.

²⁰⁴ Se avsnitt 11.1.

²⁰⁵ Se avsnitt 7.

En följd av att handelsplatsernas förfaranden skiljer sig åt, är att det är svårt att peka på en enhetlig tidpunkt då handelsplatserna kan påbörja sin materiella prövning av om noteringskraven är uppfyllda. Det innebär att Finansinspektionens tolkning måste tillämpas på en rad olika förfaranden. Finansinspektionens tolkning löser alltså inte den bristande förutsebarheten som skulle följa av att handelsplatserna har olika uppfattning i fråga om ansökningstidpunkten.

Som ovan nämnts går noteringsprocessen ut på att undersöka huruvida emittenten har kapacitet att efterleva tillämpliga regelverk.²⁰⁶ På samtliga handelsplatser görs en preliminär bedömning av om emittenten är börsfärdig innan ansökan lämnas in. Emittentreglerna tycks alltså vara utformade med hänsyn till att ansökan inte ska lämnas in innan en sådan kapacitet konstaterats föreligga, eller det i vart fall står klart emittenten har förutsättningar för att bli börsfärdig. Eftersom handelsplatserna kan ha strängare krav än vad som följer av MiFID II och informationsgivningsreglerna i MAR, kan sådan kapacitet inträda tidigt eller sent under noteringsprocessen – beroende på vilken handelsplats det är tal om. I vissa fall avbryts även processen eftersom emittenten inte bedöms kunna bli börsfärdig. Detta talar för att ansökningstidpunkten inte bör förläggas till en tidpunkt som infaller innan man har konstaterat att en kapacitet till regelefterlevnad föreligger. Eftersom ett sådant konstaterande rent tidsmässigt måste infalla efter en materiell prövning har påbörjats, strider detta resonemang mot Finansinspektionens uttalande. Resonemanget gör dock att man kan ifrågasätta lämpligheten i Finansinspektionens ställningstagande.

16. Hur handelsplatser inom EU och EFTA tolkar ansökningstidpunkten

I detta avsnitt sammanfattas och analyseras svaren som presenteras i Bilaga I. I relevanta delar har jag gjort hänvisningar till handelsplatsernas regelverk och ansökningsformulär.

16.1. Vad som utgör en ansökan

Sammantaget angav nio av tolv marknadsoperatörer att de använder sig av ett formellt ansökningsformulär. Dessa marknadsoperatörer betraktar ett sådant ansökningsformulär som en inkommen ansökan i den mening som avses i artikel 2.1 punkt a)–b). Dessa är operatörerna av Berlin Stock Exchange²⁰⁷, München Stock Exchange²⁰⁸, Vienna Stock Exchange²⁰⁹,

²⁰⁶ Se avsnitt 11.1.

²⁰⁷ Se Berlin Stock Exchange, Exchange Rules of Börse Berlin, (8 april 2022) article 50 (2) [[länk](#)] (hämtat 18 oktober 2022) samt ansökningsformulär [[länk](#)] (hämtat 18 oktober 2022).

²⁰⁸ Se Exchange Rules for the Munich Stock Exchange, (9 december 2021), § 35 (1) och § 38 (2) [[länk](#)] (hämtat 15 november 2022).

²⁰⁹ Se ansökningsformulär [[länk](#)] (hämtat 19 oktober 2022).

Ljubljana Stock Exchange²¹⁰, Nasdaq Copenhagen²¹¹, Nasdaq Riga²¹², Euronext Brussels²¹³, Euronext Oslo²¹⁴ samt Valencia Stock Exchange²¹⁵. Det rör sig alltså om handelsplatser i åtta stater där MAR är tillämplig. Valencia Stock Exchange angav även att Bilbao-, Barcelona- och Madrid Stock Exchange (BME Group) använder sig av samma ansökningsformulär. Nasdaq Copenhagen använder sig av ett ansökningsformulär om ansökan avser deras MTF-plattform men inte om den avser deras reglerade marknad.

Resterande tre av tolv marknadsoperatörer angav inte om de använder sig att ett formellt ansökningsformulär. Av dessa tre angav operatörerna av Nasdaq Helsinki och Prague Stock Exchange däremot att de kräver en skriftlig ansökan. Flera av operatörerna som använder sig av ansökningsformulär angav att de även accepterar egenupprättade ansökningar som innehåller en tydlig avsiktsförklaring med information som motsvarar den information som efterfrågas i ansökningsformuläret.²¹⁶ Så var till exempel fallet med Nasdaq Copenhagens reglerade marknad.

Stuttgart Stock Exchange hänvisade, som svar på frågan, endast till ESMA:s riktlinjer rörande innehållskraven i handelsplatsernas anmälan av ansökningar enligt artikel 4.1 i MAR.²¹⁷ Ljubljana Stock Exchange, som använder sig av ett ansökningsformulär, tog även upp dessa innehållskrav och angav att den rapporterar en inkommen men ofullständig ansökan som en ansökan så snart den har den information som ska anmälas enligt artikel 4.1 i MAR. Det kunde till exempel vara fallet om ansökningsformuläret var inskickat men behövde kompletteras.

16.2. Tidpunkten för ansökans inlämnande

Till Euronext Brussels²¹⁸ och Euronext Oslo skickas ansökningsformuläret in när ett prospekt har skickats in för godkännande till den behöriga myndigheten. På Euronext Oslo skickar emittenten in en introduktionsrapport innan ansökningsformuläret. Ansökningsformuläret utgörs av en uppdaterad version av den introduktionsrapporten.

Valencia Stock Exchange, Ljubljana Stock Exchange och Nasdaq Helsinki tar emot ansökningsformuläret när den behöriga myndigheten har godkänt prospektet. På Nasdaq Copenhagen skickas ansökningsformuläret in i direkt anslutning till att det godkända prospektet

²¹⁰ Se ansökningsformulär [[länk](#)] (hämtat 19 oktober 2022).

²¹¹ Se Nasdaq Copenhagen, Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares (1 februari 2021), Supplement A (4 januari 2021), Part A.2–5 [[länk](#)] (hämtat 19 oktober 2022).

²¹² Se Nasdaq Riga Rules on Listing and Trading of Financial Instruments on the Markets Regulated by the Exchange, Section 3.2.1 och 9.2.1–2. [[länk](#)] (hämtat 19 oktober 2022).

²¹³ Se ansökningsformulär [[länk](#)] (hämtat 18 oktober 2022).

²¹⁴ Se ansökningsformulär [[länk](#)] (hämtat 15 november 2022).

²¹⁵ Se ansökningsformulär [[länk](#)] (hämtat 18 oktober 2022).

²¹⁶ Bland annat Berlin Stock Exchange, München Stock Exchange, Vienna Stock Exchange, Nasdaq Copenhagen,

²¹⁷ Se avsnitt 10.4.1.

²¹⁸ Samma ordning gäller för övrigt på Euronext i Paris, Lissabon och Amsterdam, det framgår emellertid av ansökningsformuläret och inte den genomförda enkäten, se sida 3 i ansökningsformulär [[länk](#)] (hämtat 18 oktober 2022).

publiceras av emittenten. När det gäller München Stock Exchange är det mer flexibelt, men i praktiken skickas det in när den behöriga myndigheten har godkänt prospektet.

Resterande handelsplatser angav ingen specifik tidpunkt för när ansökan skickas in under noteringsprocessen. Vienna Stock Exchange angav däremot att noteringsprocessen pågår på ett informellt plan en tid innan ansökan skickas in. Den informella delen består då av möten, koordinering och av utarbetande av nödvändig dokumentation.

16.3. Analys av svaren

Marknadsoperatörerna använder sig av olika ansökningsförfaranden. Vissa använder ansökningsformulär och andra nöjer sig med tydliga avsiktsförklaringar i skrift. Gemensamt för de olika förfarandena är dock att de möjliggör en bevissäkring. Tidpunkten för när en ansökan skickas in varierar, men det sker i enlighet med handelsplatsernas olika förfaranden. Antingen lämnas den in när prospektet skickas in till den behöriga myndigheten för godkännande, eller när prospektet har blivit godkänt. Nasdaq Copenhagen använder sig av ett förfarande där ansökan lämnas in i omedelbar anslutning till att det godkända prospektet offentliggörs av emittenten.

Enligt Nasdaq Copenhagens tolkning har formuleringen ”ansökan om upptagande” således bara en kort tidsmässig tillämplighet innan MARs tillämplighet övergår till att baseras på formuleringen ”upptagna till handel”. Möjligtvis skulle Finansinspektionen, i en svensk kontext, betrakta en sådan ordning som ett kringgående av MAR. Om man analyserar Euronext Oslos förfarande i ljuset av Finansinspektionens uttalande, kan det även argumenteras för att en materiell prövning kan påbörjas i samband med att introduktionsrapporten lämnas in.

Två av handelsplatserna i undersökningen hänvisade till innehållskraven på den anmälan som handelsplatserna ska göra enligt artikel 4.1.²¹⁹ Frågan är därför om dessa innehållskrav kan ge vägledning i frågan om vad som materiellt sett konstituerar en ansökan. Eftersom den informationen kan komma handelsplatsen tillhanda helt utan att emittenten har framställt en tydlig avsiktsförklaring, är det tveksamt om en sådan vägledning kan sökas i artikel 4.1. På motsvarande sätt kan det argumenteras för att en tydlig avsiktsförklaring ska utgöra en ansökan trots att den inte lever upp till innehållskraven i artikel 4.1. Vidare tar Ljubljana Stock Exchanges uttalande sikte på vad som krävs för att den i praktiken ska kunna fullgöra sin rapporteringsskyldighet, och inte vad som utlöser en skyldighet att tillämpa MAR för emittenten.

17. Utgångspunkter för den fortsatta analysen

En notering kommer till stånd efter en noteringsprocess som i viss mån kan liknas vid en avtalsförhandling. Noteringsprocessen resulterar nämligen i ett beslut om upptagande och ett

²¹⁹ Se avsnitt 16.1.

noteringsavtal mellan emittenten och handelsplatsen. En ansökan i MARs mening kan även liknas vid ett anbud. Regleringsobjekten för artikel 2.1 punkt a)–b) är alltså avtalsrättsliga dispositioner.²²⁰ Frågan är hur dessa dispositioner ska subsumeras in under artikel 2.1 punkt a)–b).

Som redogjorts för ovan ska regleringen av värdepappersmarknaden inte inskränka parternas handlingsfrihet om det inte finns en legitim anledning till det.²²¹ Bedömningen av om en ansökan ska anses inlämnad, med åtföljande rättsverkningar, bör därför ta sin utgångspunkt i parternas avsikter med deras dispositioner. Om marknadsaktörernas uppfattning i frågan riskerar att äventyra investerarskyddet, eller något annat av MARs syften, kan det däremot finnas anledning att göra en annan bedömning. Dessa syften är framför allt investerarskyddet, allmänhetens förtroende och intresset av förutsebarhet. På ett liknande sätt kan marknadsaktörernas uppfattning underkännas om den strider mot MARs systematik.

Som ovan nämnts är regleringen av noteringsprocessen och noteringskraven delvis överlämnad till handelsplatserna genom MiFID II. Det är även handelsplatserna som beslutar om upptagande till handel. Även detta förhållande talar för att marknadsaktörernas uppfattning i frågan om ansökningstidpunkten utgör en lämplig utgångspunkt för bedömningen.

18. Ansökningstidpunkten enligt MAR

18.1. Ordalydelse och systematik

Formuleringen ”finansiella instrument [...] för vilka en ansökan om upptagande till handel har lämnats in” i artikel 2.1 punkt a)–b), och andra liknande formuleringar, förekommer även i artiklarna 4.1, 17.1, 18.7, 19.4 och 22 i MAR.²²² Ordalydelsen talar för att formuleringarna i dessa artiklar blir tillämpliga vid samma tidpunkt. I annat fall skulle de senare artiklarna bli verkningslösa vid ansökans inlämnande. En utgångspunkt för den fortsatta analysen är därför att formuleringen har samma innebörd oavsett var i MAR den förekommer.

Finansiella instrument som är överlåtbara värdepapper, inbegripet aktier, utgör endast finansiella instrument i den mening som avses i artikel 2.1 punkt a)–b), om de ”kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden”.²²³ Frågan är om detta innebär att aktier inte omfattas av MARs tillämpningsområde förrän de är anpassade för handel på kapitalmarknaden. Som redogjorts för ovan förutsätter det att förekommande överlåtelsebegränsningar är borttagna och att erforderlig spridning föreligger.²²⁴ En sådan tolkning skulle innebära att aktier upphör att vara finansiella instrument i MARs mening, om redan upptagna aktier upphör att vara erforderligt distribuerade. Det skulle i sin tur innebära att skyddet i MAR föll bort. Mot denna

²²⁰ Sandra Broneus och Daniel Stattin (2022), s. 43.

²²¹ Se avsnitt 9.1.

²²² Se avsnitt 10.4.

²²³ Se avsnitt 10.2.1.

²²⁴ Se avsnitt 11.1.

bakgrund innebär ”kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden” sannolikt att en framåtsyftande bedömning ska göras. Aktier är alltså finansiella instrument i MARs mening trots att de ännu inte uppfyller samtliga noteringskrav. Rekvisitet ”finansiella instrument” i artikel 2.1 punkt a)–b) hindrar således inte MAR från att bli tillämplig i ett tidigt skede av noteringsprocessen.

Av ordalydelsen artikel 2.1 punkt a)–b) framgår varken vad som konstituerar en ansökan eller vid vilken tidpunkt en ansökan ska skickas in. En tolkning som innebär att parterna förfogar över ansökningstidpunkten genom utformningen av förfarandet ryms således inom bestämmelsens ordalydelse. Rent systematiskt måste ansökningstidpunkten emellertid infalla innan aktierna är ”upptagna till handel”, eftersom det innebär att MAR övergår till att bli tillämplig på grundval av den formuleringen.²²⁵ Eftersom varken ordalydelsen eller systematiken i artikel 2.1 punkt a)–b) hindrar att en ansökan anses inlämnad omedelbart innan aktierna blir ”upptagna till handel”, kan man bestämma det tidsmässigt senaste tillämpningsområdet för formuleringen ”ansökan om upptagande” genom att först avgöra när aktierna anses ”upptagna till handel”.

Som framgått ovan anses aktier upptagna till handel när den reglerade marknaden beslutar om upptagande efter en prövning av om det föreligger förutsättningar för en rättvis, välordnad och effektiv handel.²²⁶ Detta gäller enligt införlivningen av MiFID II i VPML. Systematiska skäl talar för att en liknande tolkning bör göras i förhållande till MTF-plattformar, trots att det saknas en motsvarande reglering i VPML för sådana handelsplatser.²²⁷ Trots att regleringen i VPML tar sikte på MiFID II talar det nära sambandet mellan MiFID II och MAR, för att samma tolkning bör göras av formuleringen ”upptagna till handel” i MAR. Det sagda innebär alltså att ansökningstidpunkten måste infalla innan handelsplatsen fattar sitt beslut om upptagande.²²⁸

Om noteringen förenas med en spridningsemission är handelsplatsens beslut villkorat att emittenten uppfyller spridningskravet.²²⁹ När emittenten sedermera uppfyller spridningskravet fastställs detta beslut och aktierna kan tas upp till handel. Frågan är vilket av dessa två beslut som innebär att aktierna blir upptagna. Den slutgiltiga prövningen av om en rättvis, välordnad och effektiv handel är möjlig, sker i princip efter spridningsemissionen. Det sagda innebär att aktierna anses ”upptagna till handel” när spridningsemissionen är genomförd och handelsplatsen har fattat sitt slutgiltiga beslut om upptagande. Om ansökan kan anses inlämnad omedelbart innan det beslutet, innebär denna tolkning att MAR inte är tillämplig under primärmarknadstransaktionen. Frågan är emellertid hur den tolkningen förhåller sig till MARs syfte.

²²⁵ Se avsnitt 10.2.

²²⁶ Se avsnitt 11.1

²²⁷ Se avsnitt 10.2.3, fotnot 78.

²²⁸ För samma slutsats, se Magnus Schmauch (22 juni 2022), kommentaren till artikel 2 MAR.

²²⁹ Se avsnitt 11.4.

18.2. Syftesorienterad analys

Syftet med MAR är att skapa en effektiv, öppen och integrerad inre värdepappersmarknad som åtnjuter allmänhetens förtroende. Det ämnar den EU-rättsliga lagstiftaren att åstadkomma genom att förbjuda marknadsmissbruk och uppställa förebyggande krav på öppenhet. Intresset av förutsebarhet och rättssäkerhet nämns även i förordningen.²³⁰ Frågan som behandlas i de följande avsnitten är således om dessa syften kan motivera en annan tolkning av ansökningstidpunkten än den som marknadsaktörerna ger uttryck för.

18.2.1. Insiderinformation

Som redogjort ovan bygger förbuden mot insiderhandel och olagligt röjande av insiderinformation, samt reglerna om insiderförteckning och offentliggörande av insiderinformation, på en gemensam definition av insiderinformation.

Definitionen av insiderinformation bygger på det förnuftige-investerar-testet.²³¹ I sitt investeringsbeslut bedömer den förnuftige investeraren nytillkommen information mot bakgrund av tillgänglig förhandsinformation. Innan ett prospekt eller en bolagsbeskrivning har offentliggjorts existerar det ingen förhandsinformation. Enligt detta resonemang utgör alltså ett publicerat prospekt eller en bolagsbeskrivning en förutsättning för att insiderinformation ska kunna uppstå. Frågan är emellertid om förekomsten av förhandsinformation är tillräckligt för att betrakta förekommande informationsasymmetrier som insiderinformation.

En förutsättning för att det ska föreligga en sannolik prispåverkan är att det existerar ett pris på aktien. Eftersom information om ordrar och transaktioner offentliggörs först när aktierna handlas på handelsplatsen, skapas inget pris enligt den ovan behandlade prisbildningsprocessen förrän handeln faktiskt inleds.²³² OTC-ordrar och -transaktioner offentliggörs inte heller förrän aktierna även handlas på handelsplatsen.²³³ Om någon primärmarknadstransaktion inte genomförs är det alltså först när handeln inleds som insiderinformation kan uppstå.

När det gäller primärmarknadstransaktioner anges teckningskursen i prospektet eller i bolagsbeskrivningen. Om det uppstår priskänslig information efter ett prospekt eller en bolagsbeskrivning har offentliggjorts, kan sådan information sägas ha en ”sannolik prispåverkan”. Eftersom teckningskursen framgår av prospektet kommer den informationen däremot inte att påverka teckningskursen innan ett tilläggsprospekt har offentliggjorts av emittenten.²³⁴ Mot denna bakgrund kan man fråga sig om informationen kan ha en sådan sannolik prispåverkan under primärmarknadstransaktionen. Det är nämligen inte tillräckligt med ett offentliggörande, utan priset måste justeras manuellt.

²³⁰ Se avsnitt 10.1.

²³¹ Se avsnitt 10.3.1.

²³² Se avsnitt 9.1.

²³³ Se avsnitt 11.4 och 12.

²³⁴ Se avsnitt 11.3.

Om informationsasymmetrin inte offentliggörs genom ett tilläggsprospekt, utan först senare på sekundärmarknaden, kommer informationen däremot ha en sannolik prispåverkan. Det innebär att personer med informationsfördelar kan dra nytta av en underprissatt primärmarknadstransaktion när sådan information sedermera offentliggörs på sekundärmarknaden. I ett sådant sammanhang torde det vara ledande befattningshavare, som är med och beslutar om tilldelningen av aktier i emissionen, som utgör den största risken för att sådana informationsfördelar utnyttjas på emittentens bekostnad. Om MAR inte är tillämplig under primärmarknadstransaktionen kan ett sådant agerande inte angripas. Prospektförordningen tar bara sikte på sanktionering av emittentens underlåtenhet att undanröja informationsasymmetrin, och inte på själva utnyttjandet av informationsfördelen. Eftersom sådana utnyttjanden äger rum på primärmarknaden, talar ändamålsskäl för att informationsasymmetrier i samband med en primärmarknadstransaktion betraktas som insiderinformation. Trots att informationsasymmetrin kan undanröjas med stöd i prospektförordningen är det nämligen motiverat att förbuden mot insiderhandel och olagligt röjande av insiderinformation är tillämpliga under detta skede.

Vidare finns det inga garantier för att informationsasymmetrier i förhållande till bolagsbeskrivningar undanröjs om inte MAR är tillämplig när en sådan bolagsbeskrivning offentliggörs. I fråga om bolagsbeskrivningar föreskrivs endast i MiFID II att tillgänglig information ska möjliggöra en värdering.²³⁵ Utöver förekommande sanktioner i handelsplatsernas emittentregler, finns det inga sanktioner kopplade till bristande bolagsbeskrivningar i MiFID II. Sammanfattningsvis är det alltså motiverat att MAR blir tillämplig när ett prospekt eller en bolagsbeskrivning har offentliggjorts. Det förutsätter isåfall att ansökan anses inlämnad vid den tidpunkten. Om någon primärmarknadstransaktion inte genomförs fyller reglerna om insiderinformation ett syfte först när handeln inleds. Isåfall kan ansökan anses inlämnad omedelbart innan aktierna tas upp till handel.

18.2.2. Marknadsmanipulation

Marknadsmanipulation kännetecknas av att manipulatören intar en position som sedermera gynnas av effekten som den manipulativa åtgärden har på marknaden. Härav kan inte förbudet mot marknadsmanipulation motivera en tolkning av ansökningstidpunkten, som innebär att MAR blir tillämplig innan marknaden kan inta en position eller reagera på den manipulativa åtgärden i aktien. Frågan är emellertid när den tidpunkten inträffar.

Som redogjort för ovan omfattas OTC-handel i aktier av MARs tillämpningsområde om en ansökan om upptagande till handel har lämnats in.²³⁶ I fråga om transaktionsbaserad manipulation²³⁷ kan jag inte se någon risk för att OTC-handel skulle kunna påverka prisbildningsprocessen om varken OTC-orderar eller -transaktioner offentliggörs.²³⁸ Sådan

²³⁵ Se avsnitt 11.1.

²³⁶ Se avsnitt 12.

²³⁷ Se avsnitt 10.3.2.

²³⁸ Se avsnitt 12 samt MiFIR skäl 17.

OTC-handel påverkar prisbildningsprocessen först när aktierna handlas på sekundärmarknaden eftersom det först är då som OTC-order och -transaktioner offentliggörs. Exemplet på marknadsmissbruk ovan²³⁹ som tar sikte på emissioner av nya värdepapper som inte i övrigt omfattas av MAR, borde alltså förutsätta en förekomst av order- och transaktionstransparens för att manipulation ska vara möjligt. Risker för transaktionsbaserad marknadsmanipulation kan således inte motivera en tolkning av ansökningstidpunkten som innebär att den infaller innan aktierna handlas på sekundärmarknaden och det existerar en order- och transaktionstransparens.

Informationsbaserad marknadsmanipulation²⁴⁰ innebär att marknaden förses med desinformation på annat sätt än via prisbildningsprocessen. Man kan tänka sig att enskilda deltagare i förekommande OTC-handel kan reagera på falska och vilseledande påståenden som sprids på internet eller i media. Om varken OTC-transaktioner eller -order offentliggörs har jag däremot svårt att se hur en marknadsreaktion skulle kunna genereras. Sannolikt går det bara att manipulera via OTC-handel om handeln sker i derivat vars underliggande tillgång är noterade finansiella instrument, eller om handeln sker i aktier som även handlas på sekundärmarknaden.²⁴¹ Möjligtvis kan man tänka sig att en emittent kan göra vilseledande och falska uttalanden för att påverka intresset för en planerad primärmarknadstransaktion. Sådana uttalanden kan emellertid angripas med stöd i prospektförordningen.²⁴² Innan marknadsmanipulation kan begås i den mening som avses i MAR, kan vilseledande åtgärder även angripas med straffstadgandena i brottsbalkens nionde kapitel.²⁴³

Om en bolagsbeskrivning publiceras i stället för ett prospekt, finns det ingen motsvarande reglering som sanktionerar vilseledande eller falska uttalanden från emittenten. Mot denna bakgrund fyller förbudet mot informationsbaserad marknadsmanipulation ett syfte redan i samband med primärmarknadstransaktionen. Förbudet mot marknadsmanipulation kan således motivera att en ansökan anses inlämnad strax innan bolagsbeskrivningen publiceras.

Sammanfattningsvis fyller förbudet mot marknadsmanipulation ett syfte redan när bolagsbeskrivningen publiceras. Om erbjudandehandlingen i stället består i ett prospekt har jag svårt att se hur förbudet mot marknadsmanipulation kan motivera en tillämpning av MAR innan aktierna har tagits upp till handel på sekundärmarknaden.

18.2.3. Insynsrapportering

Som redogjort för ovan syftar insynsrapporteringen till att öka öppenheten på värdepappersmarknaden och på så sätt minska riskerna för marknadsmissbruk. Rapporteringen kan även ha ett informationsvärde för investerarna.²⁴⁴

²³⁹ Se MAR skäl 10 som behandlas i avsnitt 12.

²⁴⁰ Se avsnitt 10.3.2.

²⁴¹ Se avsnitt 12.

²⁴² Se avsnitt 11.3.

²⁴³ Brottsbalk (1962:700) 9 kap. 1–12 §§.

²⁴⁴ Se avsnitt 10.4.2.

Innan det går att peka på en viss tidpunkt under noteringsprocessen då insynsrapporteringen har ett informationsvärde, måste det först avgöras vilken typ av information som är värdefull. Inom ramen för MAR får omfattningen av informationsgivningsplikten anses bygga på en avvägning som gestaltas i den förnuftige investeraren.²⁴⁵ Om det inte finns någon förhandsinformation, som exempelvis aktiens likviditet eller ett publicerat prospekt, som kan contextualisera insynsrapporteringen är alltså informationsvärdet begränsat. Insynsrapporteringens potentiella informationsvärde kan alltså inte motivera en tolkning av ansökningstidpunkten, som innebär att den infaller innan ett prospekt eller en bolagsbeskrivning har publicerats. Det faktum att prospekt och bolagsbeskrivningar innehåller information om personer i ledande ställnings innehav i emittenten, gör att man även kan ifrågasätta informationsvärdet fram till handeln i aktierna inleds.²⁴⁶ Om en transaktion villkoras med att aktierna tas upp till handel behöver transaktionen inte heller rapporteras förrän aktierna faktiskt har tagits upp.²⁴⁷

Betydelsen av resonemanget i föregående stycke ska dock inte överdrivas. Även om aktierna är upptagna till handel är det nämligen svårt att dra några slutsatser om orsaken till en transaktion som har genomförts av en person i ledande ställning. Om en person i ledande ställning säljer delar av sitt innehav i en emittent kan det till exempel bero på att personen misstänker att emittenten kommer att gå dåligt framöver, likväl som det kan bero på att vederbörande har personliga utgifter och behöver frigöra kapital.

Insynsrapporteringens huvudsakliga syfte är att minska riskerna för marknadsmissbruk. Som redogjort för ovan uppstår en sådan risk i samband med primärmarknadstransaktionen.²⁴⁸ Mot denna bakgrund fyller sannolikt insynsrapporteringen sin främsta funktion i samband med primärmarknadstransaktionen.

Mot bakgrund av att artikel 19 innehåller rekvisitet ”emittent” kan man även fråga sig om artikeln överhuvudtaget kan vara tillämplig innan ett prospekt eller en bolagsbeskrivning har offentliggjorts. En emittent är nämligen en juridisk person som ”föreslår en emission av ett finansiellt instrument”.²⁴⁹ Liknande resonemang kan föras i förhållande till andra artiklar som för sin tillämplighet förutsätter en förekomst av en ”emittent”.²⁵⁰

18.2.4. Handelsplatsens anmälningsplikt och den behöriga myndighetens tillsyn

Handelsplatsernas anmälningsplikt syftar till att främja öppenheten på marknaden.²⁵¹ Anmälningarna ger nämligen den behöriga myndigheten en överblick över de aktier som är

²⁴⁵ Se avsnitt 10.3.1.

²⁴⁶ Se avsnitt 11.3.

²⁴⁷ Se avsnitt 10.4.2.

²⁴⁸ Se avsnitt 18.2.1 och 18.2.2.

²⁴⁹ Se avsnitt 10.3.1.

²⁵⁰ Se bland annat avsnitt 10.3.1, 10.4.3 och 10.4.5.

²⁵¹ Se avsnitt 10.4.1.

föremål för en ansökningsprocess.²⁵² På så sätt ökar den behöriga myndighetens möjlighet att upptäcka marknadsmissbruk med koppling till sådana aktier. Den övervakningen fyller dock ingen funktion förrän ett prospekt eller en bolagsbeskrivning har publicerats. Om någon primärmarknadstransaktion inte genomförs fyller reglerna en funktion först när aktierna blir exponerade mot sekundärmarknaden. Det är nämligen först vid dessa tidpunkter som aktierna kan användas till marknadsmissbruk och öppenheten fyller något syfte. Om reglerna i MAR inte fyller något syfte finns det inte heller någon anledning för den behöriga myndigheten att övervaka regelefterlevnaden.

18.2.5. Allmänhetens förtroende

Som redogjort för ovan kan varken förbudet mot marknadsmissbruk eller informationsgivningsreglerna motivera en tolkning av ansökningstidpunkten, som innebär att MAR blir tillämplig innan ett prospekt eller en bolagsbeskrivning har publicerats. Som framgått ovan syftar MAR även till att säkerställa allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden.²⁵³ Det går således att motivera en viss tolkning av ansökningstidpunkten med att den leder till ett ökat förtroende. En förutsättning för en sådan tolkning är emellertid att allmänheten kan identifiera en koppling mellan emittenten och värdepappersmarknaden. En sådan koppling uppstår när emittenten publicerar ett pressmeddelande om den stundande noteringen. Ett sådant pressmeddelande publiceras i regel innan prospektet eller bolagsbeskrivningen.²⁵⁴

Styrkan i detta resonemang bygger dock på att allmänhetens förtroende är kopplat till något mer än bara en handel på lika villkor och en frånvaro av marknadsmissbruk. När ett sådant pressmeddelande publiceras finns det nämligen ingen risk för marknadsmissbruk eller några förutsättningar för handel i den aktuella aktien. Svårigheten i att mäta allmänhetens förtroende och avgöra vilka faktorer som påverkar detta förtroende, gör alltså att det blir svårmotiverat att knyta ansökningstidpunkten till ett sådant pressmeddelande. Utan en sådan effekt på allmänhetens förtroende innebär argumentet endast att en ansökan ska anses inlämnad eftersom det leder till en tillämpning av MAR.

18.2.6. Förutsebarhet

Precis som kammarrätten nämner i sina domskäl finns det ett intresse av förutsebarhet som kan påverka tolkningen av ansökningstidpunkten. En sådan förutsebarhet förutsätter bland annat att det finns en likformighet i hur handelsplatserna tillämpar artikel 2.1 punkt a)–b). Frågan är dock vad den likformigheten ska bestå i.

Som jag ser det finns det ett värde i att kammarrätten underkände handelsplatsernas självreglering som föreskrev en ordning enligt vilken ansökan skulle anses inlämnad först när

²⁵² Se avsnitt 10.4.4.

²⁵³ Se avsnitt 10.1.

²⁵⁴ Se avsnitt 11.3.

den var komplett. Att knyta ansökningstidpunkten till en formell, skriftlig, ansökan ger nämligen goda förutsättningar för dokumentation och gynnar förutsebarheten – trots att handelsplatsens emittentregler vid tidpunkten för domen föreskrev en annan ordning. Intresset av likformighet i detta avseende motiverar alltså att avsteg görs från marknadsaktörernas uppfattning i frågan om ansökningstidpunkten. På så sätt får den formella ansökan en konstituerande verkan, så länge den inte lämnas in senare än tidpunkten från vilken reglerna i MAR fyller en funktion.

19. Slutsats och diskussion

Som redogjort för ovan finns det inget syfte som motiverar en tolkning som innebär att MAR blir tillämplig innan ett prospekt eller en bolagsbeskrivning har offentliggjorts. Motsatsvis innebär detta att MAR ska börja tillämpas senast när ett prospekt eller en bolagsbeskrivning har offentliggjorts.

Eftersom samtliga handelsplatser har en ordning som innebär att en formell ansökan lämnas in innan ett prospekt eller en bolagsbeskrivning har offentliggjorts, är det tillräckligt om en autonom tolkning av ”ansökan om upptagande till handel [...] har lämnats in” innebär en, utifrån sett, tydlig avsiktsförklaring som säkerställer goda bevissäkringsmöjligheter. Eftersom en sådan ansökan skickas in i enlighet med handelsplatsernas respektive förfaranderegler, innebär det sagda att en viss variation kan uppstå i fråga om MARs tidsmässiga tillämpningsområde. Eftersom denna variation förekommer inom ett tidsintervall då MAR inte fyller något syfte utgör variationen inte ett problem. Det äventyrar nämligen inte MARs syften samtidigt som det tillgodoser intresset av förutsebarhet och skapar goda bevissäkringsmöjligheter. En ansökan kan därför anses inlämnad omedelbart innan prospektet publiceras²⁵⁵, eller i samband med uppstartsmötet, om det är vid någon av dessa tidpunkter som emittenten lämnar in den formella ansökan.

Finansinspektionen menar att ansökan inte kan anses inlämnad i omedelbar anslutning till att aktierna tas upp till handel. Om den formella ansökan lämnas in i omedelbar anslutning till beslutet om upptagande står min slutsats alltså i strid med Finansinspektionens uttalande. Eftersom frågan om ansökningstidpunkten inte har hanterats av EU-domstolen, kan det dock inte uteslutas att Finansinspektionen har fel.

Möjligtvis är kammarrättens och Finansinspektionens uttalanden resultatet av ett teleologiskt synsätt som baseras på en dogmatisk syn på öppenhet. Om öppenheten är ett självändamål kan man enligt samma argumentationsteknik lika gärna förorda en tolkning av ansökningstidpunkten som innebär att den alltid infaller vid emittentens och handelsplatsens uppstartsmöte – oaktat om någon formell ansökan har lämnats in eller inte. Det leder nämligen till mer öppenhet. En sådan argumentation gör dock ansökningstidpunkten oförutsebar och godtycklig. Av denna anledning hade det varit bra om kammarrätten endast hade motiverat sitt ställningstagande med att det leder till ökad förutsebarhet och ger goda

²⁵⁵ Se avsnitt 16.2 om Nasdaqs Copenhagens ansökningsförfarande.

bevisningsmöjligheter – och sedan stannat där. När kammarrätten och Finansinspektionen fortsätter med att argumentera för att det även leder till minskade risker för marknadsmissbruk, blir det svårare att dra några principiella slutsatser av uttalandena. Varken i första eller andra domen hade nämligen något prospekt eller någon bolagsbeskrivning offentliggjorts. Enligt min uppfattning förelåg det alltså inga risker för marknadsmissbruk.

Man kan möjligtvis tänka sig att kammarrätten och Finansinspektionen har försökt att ta ett helhetsgrepp på ansökningstidpunkten för samtliga slag av finansiella instrument som omfattas av MAR. Isåfall är det missvisande att endast analysera deras uttalanden i relation till noteringsprocessen för aktier och övriga avgränsningar som jag har gjort i denna uppsats. Möjligtvis fyller öppenheten ett syfte i ett tidigare stadiet om ansökan avser företagsobligationer, en sekundärnotering eller har lämnats in av en emittent som redan har skuldinstrument upptagna till handel. Man kan dock fråga sig varför ett sådant helhetsgrepp skulle behöva tas. Det räcker nämligen med att kolla på handelsplatsernas olika förfaranden för aktier för att konstatera att någon enhetlig tidpunkt inte går att identifiera. Ännu mer svåröverkomligt vore det då att identifiera en enhetlig tidpunkt för samtliga typer av finansiella instrument. Det skulle isåfall resultera i en alltför abstrakt och svårtillämplig tolkning, lik den Finansinspektionen ger uttryck för. Nämligen att en ansökan ska anses inlämnad ”om en emittent har skickat in de handlingar till handelsplatsen som krävs för att denna ska kunna påbörja sin materiella prövning av om noteringskraven är uppfyllda”.

Källförteckning

Litteratur

- Akerlöf, G. (augusti 1970). The Market for 'Lemons': Quality uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics - Volume 84 - Issue 3*, s. 488–500.
- Bergþórsson, A. (den 19 september 2018). What is Market Manipulation? An Analysis of the Concept in a European and Nordic Context. *Brill Journals - Volume 2 - Issue 40*, s. 1–316.
- Broneus, S., & Stattin, D. (2022). *Marknadsinformation och marknadsmissbruk*. Stockholm: Norstedts Juridik.
- Dahlman, C., Glader, M., & Reidhav, D. (2002). *Rättsekonomi - En introduktion*. Lund: Studentlitteratur.
- Damodaran, A. (2012). *Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Hoboken: John Wiley & Sons.
- Enriques, L., & Gilotta, S. (2015). Disclosure and Financial Market Regulation. i N. Moloney, E. Ferran, & J. Payne, *The Oxford Handbook of Financial Regulation* (Chapter 17). Oxford: Oxford University Press.
- Fama, E. (maj 1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance - Volume 25 - issue 2*, s. 383–417.
- Gutiérrez-Fons, J., & Lenaerts, K. (den 6 juli 2013). *To say what the law of the EU is: methods of interpretation and the European Court of Justice - Distinguished Lectures of the Academy*. Hämtat från European University Institute: <http://hdl.handle.net/1814/28339>
- Herlin-Karnell, E., Conway, G., & Ganesh, A. (2021). *European Union Law in Context*. Oxford: Hart Publishing.
- Hettne, J. & Otken Eriksson, I. (2011). *EU-rättslig metod*. E-bok (JUNO) version 2: Norstedts Juridik.
- Lau Hansen, J. (den 26 december 2012). Nordic & European Company Law, LSN Research Paper Series, No. 10-35. *The Hammer and the Saw - A Short Critique of the Recent Compromise Proposal for a Market Abuse Regulation*, s. 1–13.
- Lidman, E., & Skog, R. (den 3 september 2021). London allowing dual class Premium Listings: A Swedish comment. *Journal of Corporate Law Studies - Volume 22 - Issue 1*, s. 1–32.
- Moloney, N. (2014). *EU Securities and Financial Markets Regulation - Third Edition*. Oxford: Oxford University Press.
- Moloney, N. (2002). *EC Securities Regulation*. Oxford: Oxford University Press.
- Schmauch, M. (2022). *EU:s marknadsmissbruksförordning m.m. - En kommentar*. E-bok (JUNO) version 1B: Norstedts Juridik.
- Ventoruzzo, M., & Mock, S. (2022). *Market Abuse Regulation, Commentary and Annotated Guide - Second Edition*. Oxford: Oxford University Press.
- Veil, R. (2017). *European Capital Markets Law - Second Edition*. Oxford: Bloomsbury Publishing.

Rättsfall

Förvaltningsrätten

Förvaltningsrätten i Stockholm, dom av den 26 maj 2021, mål nr 6092-21.

Förvaltningsrätten i Stockholm, dom av den 15 maj 2019, mål 13650-18.

Kammarrätten

Kammarrätten i Stockholm, dom av den 1 juli 2022, mål nr 4207-21.

Kammarrätten i Stockholm, dom av den 20 november 2020, mål nr 4468-19.

EU-domstolen

EU-domstolen, A mot Autorité des marchés financiers, mål nr C-302/20, dom av den 15 mars 2022.

EU-domstolen Lafonta, mål nr C-628/13, dom av den 11 mars 2015.

EU-domstolen Daimler/Geltl, mål nr C-19/11, dom av den 28 juni 2012.

EU-domstolen VEBIC, mål nr C-439/08, dom av den 7 december 2010.

EU-domstolen Spector, mål nr C-45/08, dom av den 23 december 2009.

EU-domstolen Grøngaard/Bang, mål nr C-384/02, dom av den 22 november 2005.

EU-domstolen Lindqvist, mål nr C-101/01, dom av den 3 november 2003.

EU-domstolen Faccini Dori, mål nr C-91/92, dom av den 14 juli 1994.

EU-domstolen Marshall I, mål nr 152/84, dom av den 26 februari 1986.

EU-domstolen CILFIT, mål nr 283/81, dom av den 6 oktober 1982.

EU-domstolen Costa mot ENEL, mål nr 6/64, dom av den 15 juli 1965.

Offentligt tryck

Svenska förarbeten

SOU 2006:50, En ny lag om värdepappersmarknaden

Prop. 1997/98:160, Kontoföring av finansiella instrument och kostnadsinformation till fondandelsägare.

Finansinspektionen

Finansinspektionen (den 18 februari 2022) Rättsfallskommentar: Ansökningstidpunkten enligt MAR [<https://www.fi.se/contentassets/d0318cdab18b4bdab22de0929eb680de/kommentar-ansokningstidp-mar.pdf>] (hämtat 22 november 2022).

Finansinspektionen, (den 5 juli 2007) Rapport: Processen vid nyintroduktioner och emissioner, Dnr 07-1243-308, 2007:11 [https://www.fi.se/contentassets/06418057ab1a42daa310f2d5b7064870/rapport2007_11.pdf] (hämtat 25 november 2022).

Finansinspektionen, (den 5 juli 2007) Rapport: Emissioner och nyintroduktioner – fungerar skyddet för investerarna?, Dnr 07-1243-308, 2007:12 [https://www.finansinspektionen.se/contentassets/2f6c86c268564d8a8bc7051429fa97/rapport2007_12.pdf] (hämtat 25 november 2022).

EU

ESMA (den 13 juli 2016) Final Report Guidelines on the Market Abuse Regulation - market soundings and delay of disclosure of inside information, ESMA/2016/1130.

Europeiska Kommissionen (den 30 september 2015) Final Report: Action Plan on Building a Capital Markets Union, COM(2015)468.

Europeiska Kommissionen (den 25 februari 2009) Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) 2011/0295 (COD).

The de Larosière Group (den 25 februari 2009) The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Larosière-report.

Europeiska Kommissionen (den 11 maj 1999) Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan, COM(1999)323 Final.

Rättsakter

Fördrag

Fördraget om europeiska unionens funktionssätt.

Fördraget om europeiska unionen.

Förordningar

Kommissionens delegerade förordning (EU) 2019/980 av den 14 mars 2019 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 vad gäller formatet på, innehållet i och granskningen och godkännandet av de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad.

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.

Kommissionens delegerade förordning (EU) 2017/568 av den 24 maj 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU avseende tekniska standarder för tillsyn för upptagande av finansiella instrument till handel på reglerade marknader.

Kommissionens delegerade förordning (EU) 2016/522 av den 17 december 2015 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014.

Kommissionens delegerade förordning (EU) 2016/522 av den 17 december 2015 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller undantag för vissa tredjeländers offentliga myndigheter och centralbanker, indikatorer på marknadsmanipulation, tröskelvärden för offentliggörande, den behöriga myndigheten för anmälningar av uppskjutna offentliggöranden, tillstånd att handla under stängda perioder och typer av anmälningspliktiga transaktioner för personer i ledande ställning.

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

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 600/2014 av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument.

Direktiv

Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument.

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.

Direktiv 2003/6/EG av den 3 december 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (upphävt).

Svensk lagstiftning

Lag (2019:414) med kompletterande bestämmelser till EU:s prospektförordning.

Lag (2016:1306) med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmissbruksförordning.

Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden.

Aktiebolagslag (2005:551).

Lag (1998:1479) om värdepapperscentraler och kontoföring av finansiella instrument.

Brottsbalk (1962:700).

Självreglering

Nasdaq

Nasdaq Main Market (den 1 februari 2021) Rulebook for Issuers of Shares

[[https://www.nasdaq.com/docs/2022/11/09/Nasdaq_Nordic_Main_Market%20_-_Shares_-_Rulebook_\(SWE\).pdf](https://www.nasdaq.com/docs/2022/11/09/Nasdaq_Nordic_Main_Market%20_-_Shares_-_Rulebook_(SWE).pdf)] (hämtat 20 oktober 2022).

Nasdaq First North Growth Market (den 1 augusti 2022) Rulebook for Issuers of Shares

[https://www.nasdaq.com/docs/2022/09/01/Nasdaq_First_North_Growth_Market_Rul]

- [ebook%20_1-Aug-2022_Nasdaq_Helsinki_Supplement_C_update_1-Sep-2022.pdf](#)
(hämtat 20 oktober 2022).
- Nasdaq (den 7 juli 2017) Frågor och Svar [<https://www.ropa.se/wp-content/uploads/2016/07/170804-Frågor-Svar-Nasdaq-Stockholm-Stockholmsbörsen.pdf>] (hämtat 28 november 2022).
- Nasdaq (den 3 juli 2016) Gamla emittentregler [<https://www.ropa.se/wp-content/uploads/2015/01/160703-Nasdaq-Stockholms-regelverk-för-emittenter-3-juli-2016.pdf>] (hämtat 6 december 2022).
- Nasdaq Admission Form A – Request to Initiate Admission Process
[<https://www.nasdaq.com/docs/2022/06/16/Admission-Form-A-Shares-220616.pdf>]
(hämtat 18 november 2022).
- Nasdaq Admission Form B – Request for Admission Assessment
[https://www.nasdaq.com/docs/2022/06/14/Admission-Form-B-Shares_220614.pdf]
(hämtat 18 november 2022).
- Nasdaq Admission Form C – Application for Admission to Trading on Nasdaq Stockholm
[https://www.nasdaq.com/docs/2022/06/02/Admission-Form-C-Shares_220601.pdf]
(hämtat 18 november 2022).
- Nasdaq First North Growth Market, Request for Admission Assessment on First North Growth Market Sweden
[<https://listingcenter.nasdaq.com/ViewPDF.aspx?ListingN.aspx?Preview=APLCN.33&Print=N&filenm=First%20North%20Growth%20Market:%20Request%20for%20Admission%20Assessment%20on%20First%20North%20Growth%20Market%20Sweden>]
(hämtat 20 oktober 2022).

Nordic Growth Market

- Nordic Growth Market (den 4 maj 2020) Börsregler Main Regulated
[<https://www.ngm.se/hubfs/Regler%20-%20Main%20Regulated.pdf>] (hämtat 20 oktober 2022).
- Nordic Growth Market (den 3 februari 2020) Regler för Nordic SME
[<https://f.hubspotusercontent20.net/hubfs/7433279/Regler%20-%20Nordic%20SME.pdf>] (hämtat 20 oktober 2022).
- Nordic Growth Market (den 1 januari 2021) Vägledning för notering på Nordic SME
[<https://f.hubspotusercontent20.net/hubfs/7433279/Vägledning%20för%20notering%20på%20Nordic%20SME%2020210101.pdf>] (hämtat 20 oktober 2022).
- Nordic Growth Market (den 1 januari 2021) Vägledning för notering av finansiella instrument på Main Regulated
[<https://f.hubspotusercontent20.net/hubfs/7433279/Vägledning%20för%20notering%20av%20finansiella%20instrument%20på%20Main%20Regulated%2020210101.pdf>]
(hämtat 20 oktober 2022).

Resterande handelsplatser

- Berlin Stock Exchange (den 8 april 2022) Exchange Rules of Börse Berlin
[<https://www.equiduct.com/sites/default/files/documents/Exchange-Rules-publication.pdf>] (hämtat 18 oktober 2022)
- Berlin Stock Exchange ansökningsformulär [https://www.wertpapierzulassung.de/wp-content/uploads/2020/11/Zulassungsantrag_gem_Verfahren_Aktien.pdf] (hämtat 18 oktober 2022).
- Munich Stock Exchange, (den 9 december 2021), Exchange Rules for the Munich Stock Exchange
[https://www.gettex.de/fileadmin/user_upload/www.gettex.de/Logo/Regelwerk/211209_Exchange_Rules.pdf] (hämtat 15 november 2022).
- Vienna Stock Exchange ansökningsformulär
[<https://www.wienerborse.at/uploads/u/cms/files/issuers/ipo/admission-to-listing-regulated-markets.pdf>] (hämtat 19 oktober 2022).
- Ljubljana Stock Exchange ansökningsformulär
[<https://ljse.si/UserDocsImages/docs/issuers/obrazci/Application%20form%20for%20listing%20shares.pdf>] (hämtat 19 oktober 2022).
- Nasdaq Copenhagen (den 1 februari 2021) Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares [https://www.nasdaq.com/docs/2021/01/20/Nordic-Main-Market-Rulebook-for-Issuers-of-Shares_4-January-2021.pdf] (hämtat 19 oktober 2022).
- Nasdaq Riga (den 29 juni 2022) Rules on Listing and Trading of Financial Instruments on the Markets Regulated by the Exchange
[https://nasdaqbaltic.com/market/upload/files/riga/rules/NQRiga_Eng/0107_2022_NasdaqRiga_ListingRules_CONSOLIDATED_ENG.pdf] (hämtat 19 oktober 2022).
- Euronext Brussels ansökningsformulär [https://www.euronext.com/sites/default/files/2021-01/Euronext%20Regulated%20Market%20Application%20Form%20%28EN%29%20v0.8_0.pdf] (hämtat 18 oktober 2022).
- Euronext Oslo ansökningsformulär [<https://www.euronext.com/sites/default/files/2020-11/Template%20for%20introductory%20report%2C%20updated%20introductory%20report%2C%20application%20for%20admission%20to%20trading%20%28Oslo%20Børs%2C%20Euronext%20Expand%29.docx>] (hämtat 15 november 2022).
- Valencia Stock Exchange ansökningsformulär
[https://www.bolsamadrid.es/docs/regula/BMadrid/ing/circulares/2021/Circular_1-2021_Admission_of_Shares_Madrid_Stock_Exchange.pdf] (hämtat 18 oktober 2022).

Bilaga I

I denna bilaga presenteras svaren på den undersökning som har genomförts.

1. Frågan

”Please describe for us at what point during an IPO-process you consider that a “request for admission [...] has been made” in accordance with article 2.1 of MAR in your jurisdiction. We would also be very grateful if you could specify if you consider the request to be made only if a specific event has occurred, such as the applicant/issuer sending in a certain form, or making public a prospectus.”

Följdfrågor är kursiverade. I vissa fall lämnade handelsplatserna följdfrågorna obesvarade.

2. Svaren

2.1. Valencia Stock Exchange

Handelsplatsen

As you might know, in Spain, the National Competent Authority for questions related to Market Abuse is the Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

They are also in charge of previously verifying if an issuer fulfils with all the requirements to be listed and to approve the IPO prospectus.

For these reasons, we from the stock exchange are not the firsts to apply EU's Market Abuse Regulation but the CNMV. I guess that they start to apply it at the moment they receive the formal request for the study of the file, but I recommend you to send an email to Primary markets Department on CNMV.

<https://www.cnmv.es/portal/home.aspx?lang=en>

Följdfråga

At what point during the process does the issuer send a request for admission to you?

Handelsplatsen

Once they have the approval from CNMV then they send us the request for admission including some other legal documents that are referred in our regulation.

In the Appendix of the circular published at the web site you can find the form to request the admission. Here you have the link.

[Circular 1-2021 Admission of Shares, Units in Listed Investment Funds and Warrants, Certificates and Other Products Traded on the Madrid Stock Exchange \(bolsamadrid.es\)](#)

This is the English version of the Madrid Stock Exchange request but the one for Valencia, Bilbao or Barcelona, all members of BME Group, is the same.

2.2. Stuttgart Stock Exchange

Handelsplatsen

Thank you for your request.

In terms of your raised questions to the application process below the MAR, we refer to the Questions & Answers, provided by ESMA under this topic, especially to the Q&A's related to data reporting.

ESMA website link: <https://www.esma.europa.eu/rules-databases-library/questions-and-answers>

Mit freundlichen Grüßen / Best regards,

2.3. Berlin Stock Exchange

Handelsplatsen

Thank you for contacting us.

Börse Berlin is a rather small exchange in Germany. We do not have much IPO-activity, therefore we cannot answer your question looking back on experience. We never were faced with this question.

German administrative law has a principle that an application is only considered as such once all relevant information was provided. As long as additional information is required, deadlines do not start.

This is in contradiction to the intention of MAR. To protect investors, MAR should be applied as soon as possible.

As I said, we did not have to decide on this question yet. From our perspective, to consider "a request for admission has been made" we do need a formal written request whereby "Written" does

include by e-mail. The issuer must expressly ask for the instruments to be admitted.

I hope this is of help to you. In case you have further questions, please do not hesitate to contact me.

Följdfråga

Do you have a application form that you use?

Handelsplatsen

We do not explicitly ask for a form, a letter is also accepted.

There is a form that may be used though. You can find it here https://www.wertpapierzulassung.de/wp-content/uploads/2020/11/Zulassungsantrag_gem_Verfahren_Aktie_n.pdf (sorry, the website is in German only and has not been updated since quite a while).

Följdfråga

At what point during the process does the issuer send a request for admission to you?

2.4. München Stock Exchange

Handelsplatsen

Thank you very much for your inquiry.

In our opinion, an application for admission to trading is made when the Exchange receives a proper application form or a document setting out the application (however, it is up to the issuer to check from when MAR applies).

The application is submitted by the issuer and the bank accompanying the issue (regulated market) or by the trading participant with the issuer's approval (MTF) and must contain the relevant admission data.

When the application is made is determined by the issuer and/or bank / trading participant. In practice, applications for an IPO are made after the placement or the legal effectiveness of a capital increase.

We hope that this has been helpful to you.

With kind regards from Munich

Följdfråga

At what point during the process does the issuer send a request for admission to you?

It depends on the applicant when to submit the application form. Typically, the application is filed only after approval by the competent authority. But: The decisive factor is that an approved prospectus is available at the time of the stock exchange's decision on admission.

Concerning regulated market (which is determined by Public Law), we don't check if the issuer has the capability to adhere to applicable EU regulations (in fact: we have no legal permission to check that).

Concerning the German „Freiverkehr“ (as MTF), which is determined by Civil Law of the Stock Exchange, we are generally in a position to take such circumstances into account when deciding on an admission.

2.5. Vienna Stock Exchange

Handelsplatsen

MAR applies from the moment on we receive the application signed by the issuer.

Följdfråga

Do you have a application form that you use?

Handelsplatsen

Here to be found the forms for equities: <https://www.wienerbourse.at/en/listing/going-public-ipo/legal-requirements/>

As said for us the decisive time is the submission of the signed application. Before that all talks, coordination, drafting etc. is based on an informal basis.

Följdfråga

At what point during the process does the issuer send a request for admission to you?

Handelsplatsen

The formal application has to be supplemented by the prospectus, so after approval of the prospectus by the FMA.
Best regards.

2.6. Prague Stock Exchange

Handelsplatsen

Regarding the question below, my understanding to what you are actually asking for is explanation of formal quality (let's call it that was) of a request defined in Art. 2 (1) MAR. Our approach from the trading venue perspective is that we report an investment instrument from a day we receive formal request (might be both in hardcopy or electronic form) for admission made by an issuer or other person requesting admission (could be for example local investment firm interested in trading with some foreign security). The application shall contain sufficient information about the issuer and investment instrument.

Said in simple way, there should be a clear act or conduct. Simple publication of a prospectus is not enough from our perspective since a prospectus is an information document towards the investor public and not a legal act made by a relevant counterparty.

Then, of course, subsequent question could be raised such as what if incomplete formal application is made, or what if an application is withdrawn by an issuer, but my understanding is that there are not subject to your research.

Följdfråga

At what point during the process does the issuer send a request for admission to you?

2.7. Ljubljana Stock Exchange

Handelsplatsen

In our jurisdiction an application for listing financial instruments on the regulated market or MTF is considered as a request for admission to trading on a regulated market, which triggers the MAR obligations. The date that Ljubljana Stock Exchange (LJSE) receives the formal application from the issuer is also the reference date of a request that the LJSE reports to the regulator according to the Article 4 of MAR.

In some cases, the application is not complete at the time of receiving. In any case we report about receiving the request for listing to the regulator once we have at least the required data on the issuer and the financial instrument (such as name, ISIN code, ...).

Följdfråga

At what point during the process does the issuer send a request for admission to you?

Handelsplatsen

The issuers normally approach us with the listing application in the final stage, meaning that their prospectus has already been approved or is about to be soon.

Before that may give general information to the issuers on the listing procedure, pre and post listing obligations, documentation, costs, etc.

2.8. Nasdaq Copenhagen

Handelsplatsen

In Denmark – both for Nasdaq Copenhagen Main Market and Nasdaq First North Growth Market Denmark – issuers formally request for admission to trading immediately before they publish the prospectus or the Company Description. That means that MAR applies from publication of prospectus/Company Description and during the period up until first day of trading (and after of course).

The weeks and months leading up to the DFSA approval of a prospectus or finalized review of a Company Description the issuers “have initiated a process” but not applied yet. That means that during the period where the DFSA and Nasdaq review prospectus/Company description and the drafts go back and forth, MAR does not apply.

Going into detail of the day (typically in the morning before market opening) the issuer will receive the approval from the Danish FSA if it is a prospectus, immediately forward this to us and at the same time they formally apply for admission to trading. Then they publish the prospectus.

If it is a Company Description the issuer will be notified that Nasdaq has finalized the review (please note this is not an approval, it is a review) of the Company Description, then the issuer formally apply and immediately thereafter they publish the Company Description.

For First North Growth Market Denmark the formal application takes place when the Certified Adviser submits the application form in the Nasdaq Listing Center. For Nasdaq Copenhagen Main Market an adviser (typically a lawyer) sends the formal application via mail. There is no form for this.

It is our experience that this broadly is considered to be a very well-functioning setup balancing the wish for confidentiality in the

preparatory phase and the expectation for transparency and accountability of the issuer towards investors when prospectus/Company Description have been published even though first day of trading lays ahead.

2.9. Nasdaq Helsinki

Handelsplatsen Thank you for the question. In Finland we consider that the admission to trading has been made to the Exchange when the issuer submits a listing application. As stated in your email the specific event that needs to occurred would be the submission of the application and MAR applies from that point on.

Följdfråga *At what point during the process does the issuer send a request for admission to you?*

Handelsplatsen Normally submission happens when the prospectus has been approved by the FSA and issuer makes it public.

2.10. Nasdaq Latvia

Handelsplatsen Thank you for your question and my apologies for the delayed reply.

On the exchange side – as per [Nasdaq Riga Rules on Listing and Trading of Financial Instruments on the Markets Regulated by the Exchange](#) clause 9.1.2., the Listing Procedure starts as of the moment when the Issuer has submitted to the Exchange an application for the listing and trading of the financial instruments issued by it.

Exchange has the right to publish the announcement on initiation of the listing procedure. As of the moment when listing application is submitted, issuer must comply with the exchange rules requirements.

Since I can explain from the Exchange rules perspective, I would suggest, in case you want to have details on the interpretation of clauses of MAR to contact the Financial Capital Markets Commission, as they are the competent authority in regards to MAR. Here is their email: fktk@fktk.lv .

The issuer shall append the documents (which are available) to the Listing Application.

When the Listing Procedure is started usually, the in-depth analysis of the documents/contents of them begins.

Följdfråga

At what point during the process does the issuer send a request for admission to you?

2.11. Euronext Brüssels

Handelsplatsen

Thank you for your question, which is extremely interesting, and to which I unfortunately cannot give a clear-cut answer, given the lack of clarity of the Market Abuse Regulation (MAR).

As you certainly know , article 1 of MAR states that the “(...) Regulation establishes a common regulatory framework on insider dealing, the unlawful disclosure of inside information and market manipulation (market abuse) as well as measures to prevent market abuse to ensure the integrity of financial markets in the Union and to enhance investor protection and confidence in those markets »

Article 2.1. (a) and (b) specifies that MAR (notably) applies to financial instruments admitted to trading on a regulated market or on a MTF and financial instruments “for which a request for admission to trading [on a regulated market or on an MTF] has been made”.

Article 4 states that “Market operators of regulated markets and investment firms and market operators operating an MTF or an OTF shall, without delay, notify the competent authority of the trading venue of any financial instrument for which a request for admission to trading on their trading venue is made, which is admitted to trading, or which is traded for the first time”. See also recital 9 of MAR : “For the purposes of transparency, operators of a regulated market, an MTF or an OTF should notify, without delay, their competent authority of details of the financial instruments which they have admitted to trading, for which there has been a request for admission to trading or that have been traded on their trading venue. A second notification should be made when the instrument ceases to be admitted to trading.”

Legally speaking, MAR applies as soon as the application for admission is made. Said otherwise, the operation triggering application of MAR is thus the request for admission. But now the

question is : when exactly can we consider that the request for admission is made ? Unless I am wrong, this question has not been answered by the EU institutions (neither by MAR nor by the EU Commission or by ESMA).

Various positions / interpretations can therefore be defended, without it being clear which one will be 'officially' validated by the legislator or by ESMA. As an example, one could consider that the 'request for admission to trading' is made upon receipt of the completed and duly signed Application Form (approach which could explain why some issuers delay making the application to delay its application.). Another option could be the date on which the Prospectus is published, but this option is complicated by the fact that some listings (on MTFs) do not always require the publication of a prospectus. Another option would be the date of publication of the press release wrt "Intention to Float" (intention to make an IPO) , but companies are not *per se* obliged to publish such a release. In the end, one may ask whether it would be appropriate to provide that MAR applies from the date the actual listing takes place (ie the first day of trading) as there can be cases where an issuer requests the admission but it not actually finalized and admitted for months afterwards; not to mention the fact that and insofar as the notion of "inside information" covers information of a precise nature which (...) would be "*likely to have a significant influence on the price of the financial instruments*" (article 7.1.(a) of MAR), one may wonder what its real impact before the first day of trading is since there is no price yet before that date (à no substantial risk of market abuse *per se*).

But I would stress that, in the absence of a clear provision on the subject, this is very subjective anyway and the final word is in any case with the EU legislator and/or ESMA and/or the relevant competent authority.

To be complete I think that article 2 of MAR should be amended, eg by keeping the first day when organized trading activity takes place as general triggering event for MAR applicability (possibly by allowing Member States to extend the MAR regime to the moment when request for admission is made. In any case, the exact date of "request for admission" should be specified / defined (where relevant through ESMA FAQ).

As mentioned above, the above analysis is strictly personal and does not represent the position of Euronext Brussels or (a subsidiary of) the Euronext Group.

Följdfråga

Do you have a application form that you use?

I do confirm we have “Application Form” that companies wishing to admit financial instruments on a Euronext trading platform have to completed, signed and transmitted to Euronext.

The template of the Appliaciton Forms are available here :<https://www.euronext.com/en/raise-capital/how-go-public/rules-fees-and-forms>

Följdfråga

At what point during the process does the issuer send a request for admission to you?

2.12. Euronext Oslo

Handelsplatsen

Oslo Børs considers that a “request for admission (...) has been made” at the time of which a formal, written application has been received by us in accordance with the set deadlines pursuant to our rules, which are dependent on the type of admission process (ordinary, flexible or fast track) and which financial instrument the company is applying for to be admitted to trading. The different requirements and timeframes for the different types of admission processes (ordinary, flexible or fast track) are described in our rules (see for instance [Notice 3.4 \(shares\)](#)). A formal, written application is normally sent to us after some time has passed following the delivery of an introductory report (also depending on the type of process and financial instrument).

The listing department at Oslo Børs has provided us with the below answer with regard to the content of an introductory report vs. application form. Please let me know if you have any further questions.

Oslo Børs / Euronext Expand

For admission to trading of shares on Oslo Børs or Euronext Expand, there are three admission processes: an ordinary, a flexible and a fast track process. The admission requirements are the same for all admission processes, but the deadlines for submission of various information vary depending on the type of process. Please

find below a table setting out a brief overview of the use of the attached *template for introductory report / updated introductory report / application for admission to trading* and the various steps:

	<i>Ordinary process</i>	<i>Flexible process</i>	<i>Fast track process</i>
<i>Introductory report</i>	Must be submitted 40 trading days before Oslo Børs' ordinary/monthly admission meeting.	Must be submitted 40 trading days before the date of the agreed extraordinary admission meeting at Oslo Børs.	Must be submitted 20 trading days before the date of the agreed extraordinary admission meeting at Oslo Børs.
<i>Updated introductory report</i>	Not relevant	Must be submitted 20 trading days before the date of the agreed extraordinary admission meeting at Oslo Børs.	Not relevant
<i>Application for admission to trading</i>	Must be submitted 20 trading days before Oslo Børs' ordinary/monthly admission meeting.	Must be submitted no later than three trading days before the date of the agreed extraordinary admission meeting at Oslo Børs.	Must be submitted no later than three trading days before the date of the agreed extraordinary admission meeting at Oslo Børs.

In an ordinary process regarding admission to trading of shares on Oslo Børs or Euronext Expand, the delivery of the introductory report shall include the following:

- Introductory report (template attached), including the following information:
 - Introduction (trading venue, application process etc.)
 - Brief summary of the issuer (the enterprise, activities, financials etc.)
 - Information about the issuer and its contemplated actions with regard to the different criteria pursuant to the conditions for admission to trading (commercial criteria, activity and management, shares, related party transactions, patents, legal proceedings, corporate governance, due diligence, general conditions, specific requirements for foreign issuers and secondary listings, requirements for admission to trading of shares on an “if and when issued/delivered” basis)
 - Timetable and contact persons
 - Compliance checklist (for fulfilment of admission trading criteria)
 - The need for any exemptions from relevant requirements, if any
 - To the extent that the issuer does not satisfy particular conditions, the introductory report must detail how such conditions will be satisfied prior to admission to trading
- The issuer’s most recent annual report and accounts together with the most recent half-yearly report (if any)
- CV of the issuer’s executive management and board members

Following the delivery of the said documents and information in an ordinary process for admission to trading of shares on Oslo Børs or Euronext Expand, Oslo Børs and the issuer will have an introductory meeting. The documents and information must be submitted no later than five trading days prior to such introductory meeting and 40 days before Oslo Børs’ admission meeting. The formal application for admission to trading (same template as for introductory report) is submitted as an updated version of the introductory report (in mark-up) and must be submitted 20 trading days before Oslo Børs’ admission meeting. The updated introductory report shall be submitted together with the following attachments:

- The Issuer’s certificate of registration
- The Issuer’s articles of association
- Copy of the minutes of the board meeting showing the resolution to apply for admission to trading.

- Copies of the annual report and accounts and audit report for the last three financial years. Copies of the semi-annual and/or an interim report that has been published or filed, together with the auditor's statement in respect of the limited scope audit of the latest interim report
- Cash flow budget
- Confirmation from the Register of Company Accounts that it has received the Issuer's annual report and accounts and audit report for the last three years
- A printout of the Issuer's shareholder register as of the date of the application.
- Prospectuses published by the Issuer in the last three years (if applicable)
- Prospectus or draft prospectus
- Only for Issuers pursuing an admission to trading on Oslo Børs (not Euronext Expand): Financial information as required by Rule Book II section 3.1.3.2 (3) and 3.1.3.3 (3)
- Only for Issuers pursuing an admission to trading on Oslo Børs (not Euronext Expand): Financial information as required by Rule Book II section 3.1.3.2 (3) and 3.1.3.3 (3)

For flexible and fast track processes for admission to trading of shares on Oslo Børs or Euronext Expand, the same template as in the ordinary process shall be used for the introductory report. An introductory meeting is also held in such processes. The introductory report must be submitted 40 trading days (flexible process) or 20 trading days (fast track process) before the date of the agreed extraordinary admission meeting at Oslo Børs. An updated introductory report (in mark-up against the first submitted introductory report) must in a flexible process be submitted 20 trading days before such agreed admission meeting and must satisfy the requirements for an application for admission to trading required by an ordinary admission process, with the exception of attachment of signed board minutes. The formal application for admission to trading must in both flexible and fast track processes be submitted no later than three trading days before such agreed meeting. This is usually a "one-pager" which must confirm the following:

- that the Issuer is applying for admission of its Shares to trading, and confirm whether it wishes its Shares to be admitted to trading on Oslo Børs or Euronext Expand (or, if applicable, principally Oslo Børs and alternatively Euronext Expand).
- that the information provided in the written report submitted earlier is correct, complete and not misleading.

- that the Issuer satisfies the conditions for admission to trading, or where appropriate a brief explanation of the admission to trading requirements from which the Issuer is seeking exemption. Specific details of the justification for the application for exemption from such requirements must have been provided in the written reports that were previously submitted.

The application shall in addition be attached with the minutes of the board meeting showing the resolution to apply for admission to trading.

Euronext Growth Oslo

In an ordinary process regarding admission to trading of shares on Euronext Growth Oslo, the delivery of the application shall include the following:

- Application form (template attached), including the following information:
 - Introduction (application process etc.)
 - Information about the issuer and its advisors (the business concept, activities, group, etc.)
 - Information about the issuer and its contemplated actions with regard to the different criteria pursuant to the conditions for admission to trading (commercial criteria, management and board of directors, shares, business-critical agreements, related party transactions, patents, legal proceedings, due diligence, general conditions, requirements for admission to trading of shares on an “if and when issued/delivered” basis, Euronext Growth advisors – independency and conflicts of interest)
 - Timetable and contact persons
 - Compliance checklist (for fulfilment of admission trading criteria)
 - The need for any exemptions from relevant requirements, if any
 - To the extent that the issuer does not satisfy particular conditions, the introductory report must detail how such conditions will be satisfied prior to admission to trading
- A well-prepared draft Information Document with a completed checklist. If the Issuer is using a prospectus

pursuant to the Prospectus Regulation as its Presentation Document, the draft must be sufficiently complete for Oslo Børs to evaluate the relevant information

- The Due Diligence form
- A copy of the minutes of the board meeting showing the resolution to apply for admission to trading of the Issuer's Shares
- The Issuer's certificate of registration issued by the Register of Business Enterprises or a document equivalent thereto. If the Issuer is incorporated in a jurisdiction where such documents are not issued, it must produce a statement from an external attorney addressed to Oslo Børs, which confirms that the Shares are validly and legally issued, fully paid up and properly registered with the relevant register or equivalent body.
- The Issuer's articles of association
- Copy of financial statements and interim reports
- A printout of the Issuer's shareholder register as at the date of application
- CV of the issuer's executive management and board members

The application with relevant appendices must be submitted to Oslo Børs electronically (word and pdf) at the latest by 08:00 hours 15 trading days prior to the first day of admission to trading, and 13 trading days before Oslo Børs' admission meeting that is due to consider the application. Following the delivery of the said documents and information, Oslo Børs and the issuer will have an introductory meeting. The meeting shall take place no later than 13 trading days before the first day of admission to trading.

For flexible and fast track processes for admission to trading of shares on Euronext Growth Oslo, the same template as the attached application form shall be used, however as an introductory report. The content of the introductory report must thus satisfy the requirements for an application for admission to trading required by an ordinary admission process, with the exception of appending the signed board minutes. The flexible and fast track process involves all the elements of the normal admission process. A flexible process will require a process of 15 trading days in the same way as the ordinary admission process, whilst with a fast track process, the time needed for the processes that involve Oslo Børs can be reduced to 9 trading days.

In a flexible process, the formal application for admission to trading must be submitted no later than 3 trading days before the Oslo Børs' admission meeting that is due to consider the application. In a fast track process, the formal application for admission to trading must be submitted no later than the date agreed with Oslo Børs in accordance with the agreed timetable for the admission process. For the flexible process and the fast track process, the formal application for admission to trading on Euronext Growth Oslo (which is usually a "one-pager"), must confirm the following:

- that the Issuer is applying for admission of its Shares to trading
- that the information provided in the written report submitted earlier is correct, complete and not misleading.
- that the Issuer satisfies the conditions for admission to trading, or where appropriate a brief explanation of the admission to trading requirements from which the Issuer is seeking exemption. Specific details of the justification for the application for exemption from such requirements must have been provided in the written reports that were previously submitted.

Minutes of the board meeting showing the resolution to apply for admission to trading shall be attached to the formal application.