

Insiderinformation vid börsintroduktioner

PETER BÄÄRNHIELM, HENRIK FRITZ
OCH MAGNUS SCHMAUCH*

En börsintroduktion aktualiserar frågor om tillämpning av många regelverk, inte minst EU:s marknadsmissbruksförordning ("Mar"), inklusive flera gränsdragningsfrågor. Från vilken tidpunkt i noteringsprocessen blir Mar tillämplig? Utgör information om en förestående notering eller om den tilltänkta noteringskandidaten insiderinformation? I artikeln görs ett försök att bringa ökad klarhet beträffande några av dessa frågor.

1. Inledning

Med en börsintroduktion avses i denna artikel upptagandet till handel av ett bolags aktier på en svensk reglerad marknad ("börs") eller en svensk multilateral handelsplattform ("MTF") och det samtidiga riktandet av ett erbjudande till allmänheten om att förvärva eller teckna aktier i bolaget.¹ Utgångspunkten är av naturliga skäl noteringsprocessen på Nasdaq Stockholm AB ("börsen"), som är den mest omfattande noteringsprocessen i Sverige.

En börsintroduktion aktualiserar tillämpning av flera olika regelverk som har betydelse för noteringsprocessen. Syftet med regleringen är i huvudsak att få till stånd en väl fungerande värdepappersmarknad.² För att uppnå det målet kan reglerna i ett första steg delas upp i två delar, dels de regler som ställer krav på marknadsplatsen, dels de som ställer krav på emittenten eller det företag vars värdepapper ska noteras. Några av reglerna träffar även tredje man, som rådgivare och andra aktörer på marknaden.

* Författarna är verksamma vid Wigge & Partners Advokat.

¹ Med "förvärva" avses i denna artikel såväl att köpa befintliga aktier i bolaget som att teckna nyemitterade aktier i bolaget.

² Se Erik Sjöman, "Förtroende och effektivitet i kapitalmarknadsrätten", <https://svjt.se/content/fortroende-och-effektivitet-i-kapitalmarknadsratten> (preprint i SvJT 2023-09-01). Se även 2 § förordning (2009:93) med instruktion för Finansinspektionen.

De huvudsakliga kraven på marknadsplatserna handlar om marknadsstabilitet och transparens. Det är stabilitetshänsyn som bland annat ligger till grund för regleringen i 15 kap. 2 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden ("VPML") att aktier bara får tas upp till handel på en börs om det finns förutsättningar för en rättvis, välordnad och effektiv handel med aktierna och de är fritt överlåtbara. Enligt 15 kap. 1 § VPML ska en börs ha tydliga och öppna redovisade regler för upptagande av aktier till handel. De här övergripande kraven, som har sin bakgrund i artikel 51 i Mifid 2,³ preciseras ytterligare i kommissionens delegerade förordning 2017/568 avseende tekniska standarder för tillsyn för upptagande av finansiella instrument till handel på reglerade marknader.⁴ Aktier som är föremål för en ansökan om upptagande till handel på en börs och som tagits upp till handel på en börs ska anmälas till Firds-registret och enligt Mifir-förordningen⁵ vara föremål för transaktionsrapportering med mera.

Emittentens skyldigheter är i första hand kopplade till transparensfrågor. I huvuddrag innebär reglerna ett krav på en ordnad informationsgivning i syfte att främja en ordnad handel med en korrekt prissättning av aktierna. Emittentens skyldigheter består av två huvudsakliga delar. Den första handlar om skyldigheten att offentliggöra ett prospekt enligt prospektförordningen när aktierna ska erbjudas till allmänheten eller tas upp till handel på reglerad marknad.⁶ Den andra handlar om den löpande informationsgivningen, särskilt enligt Mar, som kräver att emittenten så snart som möjligt offentliggör insiderinformation som rör emittenten.

Mar innebär även skyldigheter – förutom de allmänna skyldigheter som kan följa av ett tillstånd som värdepappersbolag eller liknande – för andra aktörer på marknaden. Exempel på detta är förbudet mot marknadsmissbruk, skyldigheten att övervaka transaktioner och skyldigheten att föra egna insiderförteckningar vid tillgång till insiderinformation. Dessa förbud och skyldigheter är nära kopplade till förordningens tillämplighet i tiden, det vill säga att skyldigheterna inträder när förordningen ska tillämpas. Andra skyldigheter är mer formella, som reglerna kring marknadssondering och anmälningsplikten vid stabiliseringsåtgärder på aktiemarknaden. I dessa fall är kopplingen mellan tidpunkten när förordningen blir tillämplig och de lagstadgade skyldigheterna inte lika omedelbar.

³ Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU (omarbetning).

⁴ 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.

⁵ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 600/2014 av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012.

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

Det centrala dokumentet för informationsgivningen i en noteringsprocess är prospektet ("noteringsprospektet"), vilket ska upprättas i enlighet med prospektförordningen. Prospektförordningens syfte är, liksom Mar, att skydda investerare från informationsasymmetrier,⁷ det vill säga att en säljare av aktier eller ett bolag som emitterar aktier utnyttjar ett informationsövertag gentemot en investerare som står inför "sitt investeringsbeslut" i samband med en pågående noteringsprocess. Genom noteringsprospektet uppnås, förutsatt att det upprättas enligt konstens alla regler, det skyddssyfte som prospektförordningen och Mar delar. Ett prospekt är ett omfattande dokument som ingående beskriver bolagets verksamhet, marknad, finansiella information, riskfaktorer, med mera. Noteringsprospektets viktigaste uppgift är att fungera som det dokument som innehåller informationen som investerare i en noteringsprocess fattar sina investeringsbeslut baserat på, det vill säga att vara en tydlig referenspunkt för bedömning av det initiala informationsinnehållet och betydelsen av efterföljande händelseutveckling. Den information som ska lämnas i ett prospekt ska enligt den delegerade förordningen 2017/568 även ligga till grund för marknadsplatsens bedömning av en aktie inför ett beslut om upptagande till handel.

Marknadsplatsens och emittentens skyldigheter är intimt sammanflätade och uppfyller ett gemensamt syfte, nämligen att investerare ska ha tillgång till nödvändiga upplysningar för att kunna fatta ett välgrundat investeringsbeslut. Det här framgår inte minst av artikel 2 respektive 3 i den delegerade förordningen 2017/568, där frågan om noteringsprocessen och marknadsplatsens skyldigheter knyts både till prospektförordningen och det så kallade noteringsdirektivet.⁸ En marknadsplats ska vid sin bedömning av om en aktie kan tas upp till handel – noteras – enligt den delegerade förordningen bland annat beakta just de upplysningar som emittenten ska offentliggöra i sitt prospekt.

I den här artikeln ligger emellertid fokus på ett annat regelverk som har som syfte att upprätthålla förtroendet för börshandeln, EU:s marknadsmissbruksförordning. Mar syftar framförallt till att tillse att investerare har tillgång till den information de behöver för att fatta välgrundade investeringsbeslut och att bolag och säljare inte utnyttjar ett informationsövertag, så kallad informationsasymmetri, i förhållande till investerare.

Mar utgör kärnan i ett relativt omfattande regelverk. Förordningen började tillämpas den 3 juli 2016 och kompletteras på EU-nivå av flera delegerade förordningar och ett genomförandedirektiv, samt riktlinjer utfärdade av den Europeiska marknads- och värdepappersmyndigheten ("Esma"). Till detta kommer vår svenska

⁷ Se skäl 3 i prospektförordningen.

⁸ Europaparlamentets och Rådets direktiv 2001/34/EG av den 28 maj 2001 om upptagande av värdepapper till officiell notering och om uppgifter som skall offentliggöras beträffande sådana värdepapper. På engelska kallas direktivet *Listing Directive*. I Sverige är direktivet genomfört i bestämmelserna om inregistrering vid börs. I december 2022 föreslog kommissionen att direktivet ska upphävas i och med genomförandet av en ny förordning, den så kallade *Listing Act*. Se COM(2022) 760 final.

lagstiftning, främst kompletteringslagen och kompletteringsförordningen,⁹ samt till viss del Finansinspektionens (FI:s) marknadsplatsföreskrifter.¹⁰

Tyngdpunkten i den här artikeln ligger på tillämpningen av Mar vid börsintroduktioner, med ambitionen att bringa ökad klarhet beträffande några av de frågor som förordningen ger upphov till i detta sammanhang. Det regulatoriska ramverket för ansökan om upptagande till handel och hur den ska offentliggöras är förhållandevis tydligt. Trots detta har tidpunkten för när Mar blir gällande i en noteringsprocess varit föremål för omfattande diskussioner bland marknadsaktörer. Denna artikel syftar inte till att analysera denna fråga närmare även om den berörs i nästkommande avsnitt som utgångspunkt för analysen. Artikeln fokuserar istället på den relevanta följdfrågan: *När uppkommer insiderinformation under noteringsprocessen?*

Tyngdpunkten ligger på syftet med regleringen och vilka intressen regleringen är till för att skydda.

2. Från vilken tidpunkt ska Mar tillämpas?

De olika bestämmelserna i Mar, både vad gäller de generella förbuden mot marknadsmissbruk och emittenternas skyldigheter, blir tillämpliga vid ungefär samma tidpunkt. Förordningens förbud mot marknadsmissbruk ska tillämpas på aktier som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller för vilka en ansökan om upptagande till handel har lämnats in.¹¹ Emittenternas skyldigheter vad gäller transparens ska tillämpas från samma tidpunkt.¹² Det är således vid tidpunkten för ansökan om upptagande till handel som Mar blir tillämplig i en noteringsprocess.

Att en ansökan om upptagande till handel har skett ska offentliggöras enligt andra regelverk. Enligt artikel 4.1 i Mar ska börsen utan dröjsmål till Esma anmäla varje aktie för vilken det har lämnats in en ansökan om upptagande till handel. Dessa upplysningar offentliggörs i Esmas Firds-register. Enligt uppgift från börsen anmäler börsen aktier till Esmas Firds-register efter att handeln på börsen har avslutats den första dagen varefter börsen påbörjar övervakning av emittenten och dess aktie.

Även prospektförordningen innehåller bestämmelser som knyter an till ansökan. Till exempel ska ett noteringsprospekt enligt den delegerade förord-

⁹ Lagen (2016:1306) med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmissbruksförordning och förordningen (2016:1316) med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmissbruksförordning och EU:s förordning om referensvärden.

¹⁰ FI:s föreskrifter (FFFS 2007:17) om verksamhet på marknadsplatser.

¹¹ Artikel 2 i Mar (tillämplighet avseende förbudet mot marknadsmissbruk).

¹² Artiklarna 17.1 tredje stycket (offentliggörande av insiderinformation), 18.7 (insiderförteckningar), respektive 19.4 (anmälningar till insynsregistret) i Mar.

ningen 2019/980 när det offentliggörs innehålla en upplysning om huruvida de erbjudna aktierna är eller kommer att bli föremål för en ansökan om upptagande till handel som specificerar vilka marknader som avses. Detta måste anges utan att man ger intryck av att upptagandet till handel med säkerhet kommer att godkännas.¹³ Det tidigaste datumet då aktierna kommer att tas upp till handel ska också anges, såvitt känt.¹⁴

Det finns även två domar som behandlar frågan om när en ansökan ska anses ha lämnats in: Kammarrätten i Stockholms dom i mål nr 4468-19 (FM Mattson) och Förvaltningsrätten i Stockholms dom i mål nr 6092-21 (DevPort), som i och för sig avsåg rapporteringen till FI:s insynsregister, men som ändå innehåller ställningstaganden av intresse. Domarna är tydliga såvitt avser att en ansökan ska anses vara inlämnad åtminstone när den så kallade Admission Form B lämnas in till börsen och, följaktligen, att Mar är tillämplig från denna tidpunkt med avseende på insynsrapportering enligt artikel 19 i Mar.¹⁵ Tyvärr har domstolarna inte tagit ställning till frågan om Mars tillämpning i ett bredare perspektiv. FI har i en kommentar till dessa domar konstaterat 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”.¹⁶ Vidare uppmanar FI handelsplatserna att se över sina regelverk så att dessa är förenliga med Mar. Det kan dock, tillägger FI, inte uteslutas att Mar blir tillämplig vid en tidigare tidpunkt i noteringsprocessen än när Admission Form B inkommer.

Frågan om när Mar blir tillämplig har en tydlig offentligrättslig och straffrättslig dimension. Både Mar och lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument, som genomför Mad 2-direktivet,¹⁷ är kopplade till ansökningstidpunkten. När en ansökan görs, inträder FI:s möjligheter att utöva tillsyn över efterlevnaden och att ta ut en sanktionsavgift vid överträdelse. Ur ett straffrättsligt perspektiv är det emellertid även viktigt att påminna om att straffansvaret för marknadsmissbruk inträder vid samma tidpunkt, eftersom Mar och den svenska strafflagstiftningen är utformade på samma sätt och ska tillämpas samordnat.

¹³ 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.

¹⁴ Bland annat Bilagorna 11, 12, 13, 14 och 16 till den delegerade förordningen 2019/980.

¹⁵ De olika ansökningshandlingar som lämnas in till börsen i samband med en noteringsprocess beskrivs nedan i avsnitt 3.

¹⁶ FI:s PM ”Ansökningstidpunkten enligt Mar”, den 2022-02-18.

¹⁷ Europaparlamentets och rådets direktiv nr 2014/57/EU av den 16 april 2014 om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk (marknadsmissbruksdirektiv).

3. När uppkommer insiderinformation under noteringsprocessen?

Förberedelserna inför en börsintroduktion består vanligtvis av: (i) förberedelser från bolaget och dess ägare, bland annat för att tillse att bolagets interna styrning och kontroll är tillräckligt god för att uppfylla relevanta noteringskrav; (ii) genomförande av undersökning av bolagets verksamhet och finansiella ställning, så kallad due diligence; (iii) framtagande av ett prospekt; (iv) kontakter med potentiella investerare i flera steg; (v) hantering av noteringsprocessen i förhållande till den reglerade börser och i förhållande till FI; (vi) offentliggörande av noteringsprospektet och riktande av erbjudandet om att förvärva eller teckna aktier i bolaget; och (vii) beslut om genomförande av erbjudandet och noteringen. Noteringsprocessen pågår ofta under fyra till sex månader.

Noteringsprocessen gentemot börser inleds vanligtvis genom ett uppstartsmöte med börser. Därefter följer ett antal steg i börserns process, som bland annat innefattar upprättande och ingivande av olika ansökningshandlingar, däribland Admission Form B, som alltså av domstolar och FI har bedömts utgöra relevant tidpunkt för när en ansökan ska anses vara inlämnad.

Efter uppstartsmötet och, senast tre månader före den dag då börserns bolagskommitté ska behandla noteringsansökan skickar bolaget in Admission Form A. Bolaget kompletterar med Admission Form B senast fem affärsdagar före bolagskommitténs möte. Under tiden mellan Admission Form A och Admission Form B genomförs en granskning av bolaget av en noteringsrevisor (om inte emittenten själv låtit utföra en sådan granskning i förväg, vilket innebär att börser kopplas in senare i noteringsprocessen). Noteringsrevisorns granskning baseras till dels på en granskning av legala frågor genomförd av juridisk rådgivare. Bolagskommitténs beslut att godkänna bolagets aktier för upptagande till handel är i regel villkorat, bland annat av att medverkande finansiell rådgivare lämnar ett så kallat spridningsintyg till börser, varigenom intygas att aktierna i bolaget uppfyller noteringskravet avseende spridning innan handeln kan inledas.

Insiderinformation definieras i artikel 7.1 i Mar som ”*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*”. Enligt artikel 7.4 i Mar ska sådan information som ”*en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut*” anses sannolikt kunna ha en väsentlig inverkan på priset på de finansiella instrumenten.

En notering innebär i praktiken att aktien blir omsättningsbar på en marknadsplats där investerare har möjlighet att utvärdera aktien på basis av allmänt tillgänglig information innan vederbörande fattar ”sitt investeringsbeslut”. För

att information om noteringsprocessen i sig ska anses ha en väsentlig inverkan på priset krävs att informationen sannolikt skulle utnyttjas av en förnuftig investerare i dennes investeringsbeslut. Investeringsbeslutet förutsätter, i sin tur, dels en möjlighet att göra en transaktion i de finansiella instrumenten, dels en referenspunkt både i förhållande till priset i transaktionen och i förhållande till den information som investeringsbeslutet grundar sig på. Detta innebär i kontexten av en noteringsprocess att processen i sig måste uppfylla sannolikhetskravet för att information om noteringsprocessen och information om emittenten ska kunna utgöra insiderinformation. Om inte sannolikhetskriteriet skulle uppfyllas, så skulle inte förutsättningarna för någon investerare att fatta ett investeringsbeslut baserat på sådan information över huvud taget föreligga. När i noteringsprocessen denna tidpunkt inträffar är i allmänhet svårt att fastställa.

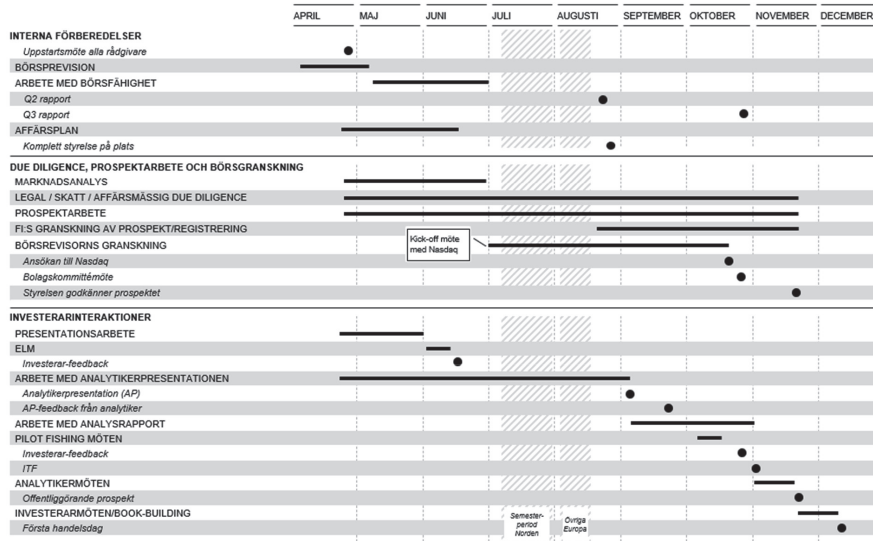
En noteringsprocess, likt alla andra processer, genomförs i ett antal faser. Författarna har valt att analysera processen utifrån investerarinteraktionerna, vilket innebär att processen delas upp i följande faser:

- **Early look:** Under early look-fasen tas de tidigaste investerarkontakterna genom särskilt bokade early look-möten ("ELM") mellan emittenten och en ytterst begränsad skara institutionella investerare (normalt runt 20).
- **Pilot fishing:** Under pilot fishing träffar emittenten ett begränsat antal institutionella investerare (normalt mellan 30 och 40).
- **Pre-marketing:** Under pre-marketing träffar involverade investmentbankers aktieanalytiker ett begränsat antal institutionella investerare (normalt mellan 100 och 150).
- **Anmälningsperiod:** Under anmälningsperioden kan såväl institutionella investerare som privatpersoner anmäla sig för att få möjlighet att teckna eller förvärva aktier i börsintroduktionen.

Antalet investerare som kontaktas i respektive fas kan variera beroende på marknadsförhållande och på bolagets verksamhet och storlek på transaktionen.

Nedanstående bild illustrerar en typisk tidplan för en noteringsprocess, inklusive när investerarkontakter tas enligt ovanstående indelning.

Bild 1 – tidplan för noteringsprocess



Noteringsprocessen omfattar flera steg och det är först kvällen före första handelsdagen (FDOT) som det slutliga noteringsbeslutet tas.

Investerararkontakter tas ofta tidigt i en noteringsprocess, cirka tre till fyra månader innan noteringsprospektet offentliggörs, genom så kallade ”early look”-möten i syfte att ta reda på om investerarna överhuvudtaget är intresserade av att investera i bolaget. I detta skede har oftast uppstartsmötet med börserna hållits och Admission Form A lämnats in. Dessa investerararkontakter sker så pass tidigt i processen och det är därvid osäkert:

- i. om investerare alls är intresserade av bolaget,
- ii. på vilken nivå aktien kan komma att prissättas,
- iii. om å ena sidan bolaget och/eller de säljande aktieägarna och å andra sidan de investerare som erbjuds vara ”cornerstone”-investerar (se nedan) är villiga att acceptera priset eller prisintervallet,
- iv. om börserna kommer att godkänna en noteringsansökan, och
- v. om tillräckligt investerarintresse finns på en nivå där emittenten eller säljande aktieägare vill fullfölja noteringsprocessen till den punkt när aktien första gången blir föremål för handel.

Därmed bör det vara tydligt att ”early look”-möten sker allt för tidigt i processen för att den ska kunna uppfylla sannolikhetskriteriet. Den information som då lämnas om bolaget eller den tilltänkta noteringen är alltså inte att betrakta som insiderinformation eftersom det inte finns förutsättningar för att fatta ett inves-

teringsbeslut, vare sig utifrån status på noteringsprocessen, tillgänglig information om emittenten eller pris på aktierna.

Nästa steg av investerarkontakter benämns ofta ”pilot fishing”. Pilot fishing-mötena riktas också till utvalda institutionella investerare och hålls cirka en månad innan noteringsprospektet offentliggörs. Möten syftar till att inhämta återkoppling från investerare, bland annat avseende deras prisförväntningar och, i förekommande fall, intresse från investerare att agera så kallat cornerstone-investerare genom att i förväg åta sig att förvärva eller teckna aktier i börsintroduktionen. Dessa investerarkontakter är det första steget i att ”hitta” det marknadsmässiga priset för aktierna i börsnoteringen, men osäkerheterna enligt punkterna (i)–(v) ovan kvarstår dock i allt väsentligt. Därmed bör det vara tydligt att även pilot fishing-möten sker alltför tidigt i processen för att sannolikhetskriteriet ska kunna anses vara uppfyllt. Den information som då lämnas om bolaget eller den tilltänkta noteringen är alltså inte att betrakta som insiderinformation eftersom det inte finns förutsättningar för att fatta ett investeringsbeslut, vare sig utifrån status på noteringsprocessen, tillgänglig information om emittenten eller pris på aktierna. Admission Form B lämnas, som en referenspunkt, normalt sett in till börsen i slutfasen av pilot fishing eller snart efter att pilot fishing har avslutats.

Efter pilot fishing-mötena insamlas återkoppling från de institutionella investerare som bolaget har mött. Återkopplingen används för att påbörja en diskussion, bland annat om pris, med potentiella cornerstone-investerare. Under denna diskussion kommer osäkerheterna (ii) och (iii) att minska eller, eventuellt, bortfalla. Ungefär vid samma tidpunkt kommer börsens bolagskommitté att fatta beslut om ansökan, vilket innebär att osäkerhet (iv) bortfaller.

I detta skede kommer ”pre-marketing” att inledas, innebärande att inblandade investmentbankers aktieanalytiker publicerar sina analysrapporter och möter utvalda investerare under cirka en till två veckor. Detta föregås ofta av att bolaget offentliggör ett pressmeddelande att en börsnotering planeras genom ett så kallat ITF-pessmeddelande (*intention to float*). Under tiden pågår fortsatta diskussioner med cornerstone-investerare. Det händer att börsintroduktioner avbryts efter detta steg. Varken bolaget eller inblandade investmentbanker vill inleda ”pre-marketing”, som innebär en bredare kontakt med investerare, om de inte bedömer det som sannolikt att börsnoteringen blir av. Ett avbrytande av noteringsprocessen efter detta steg uppfattas av såväl investerare som marknaden i övrigt som ett misslyckande. En konsekvens av detta blir oftast att viss tid måste förflyta innan investerare kan kontaktas igen. Eftersom osäkerhet (v) kvarstår i denna fas kan inte sannolikhetskriteriet anses vara uppfyllt, innebärande att information som då lämnas om bolaget eller den tilltänkta noteringen inte heller är att betrakta som insiderinformation.

Om ”pre-marketing” ger önskat underlag för att inleda erbjudandefasen offentliggörs dels ett pressmeddelande innehållande erbjudandet, dels noteringsprospektet genom vilket bland annat all relevant information om bolaget som i de

olika beskrivna förberedelsefaserna delats med investerare blir allmänt tillgängligt för potentiella investerare och marknaden i stort. I noteringsprospektet ska, som framgått ovan, uppgifter om en eventuell ansökan om upptagande till handel finnas med. Genom offentliggörandet av pressmeddelandet och noteringsprospektet neutraliseras frågan om huruvida information om noteringsprocessen och emittenten kan utgöra insiderinformation eftersom all sådan information då ska vara tillgänglig för investerare. Pressmeddelandet och noteringsprospektet offentliggörs vid den tidpunkt då sannolikheten att noteringsprocessen slutförs överväger den sista osäkerheten. Genom att noteringsprospektet offentliggörs ges såväl en referenspunkt för efterföljande ny information om emittenten som tydlig information om noteringsprocessens status och priset på de finansiella instrumenten. Enligt författarnas mening är detta utgångspunkten utifrån vilken ny information kan uppstå. Först efter denna tidpunkt är det relevant för involverade parter att tillämpa regelverket om marknadssondering och för emittenten att göra en bedömning av om ny information utgör insiderinformation och, i sådant fall, offentliggöra informationen genom ett Mar-märkt pressmeddelande eller skjuta upp offentliggörandet.

Därefter påbörjas anmälningssperioden, det vill säga den period under vilken investerare anmäler sitt intresse att förvärva eller teckna aktier. Vid denna tidpunkt återstår enbart osäkerhet (v), men, enligt vad som har framförts ovan, bör ändå sannolikhetskriteriet vara uppfyllt. Den kvarvarande osäkerheten hanteras på kvällen samma dag som anmälningssperioden har avslutats. Morgonen därpå påbörjas villkorad handel i aktien på börsen. Den tredje handelsdagen sker leverans av aktier mot betalning varefter handeln i aktien inte längre är villkorad och börsintroduktionen är genomförd.

Det sätt en noteringsprocess typiskt sett är strukturerad på resulterar alltså, enligt författarnas mening, i att investerare har tillgång till den information som de behöver vid den tidpunkt då de behöver den. Detta ligger också i flera viktiga intressenters intressen: investerarnas, investmentbankernas och aktieägarnas.

Mar syftar, som framgått ovan, till att skydda investerare från informationsasymmetrier, det vill säga att en säljare eller ett bolag utnyttjar ett informationsövertag gentemot en potentiell investerare som står inför ”sitt investeringsbeslut”. Det är inte lagstiftarens syfte att Mar ska tillämpas på ett sådant sätt att ett bolag i en noteringsprocess tvingas offentliggöra all information som omfattas av prospektkravet omedelbart. I det sammanhanget kan det noteras att de mer omfattande tekniska kraven på spridning av offentliggjord insiderinformation blir tillämpliga först när aktien har tagits upp till handel. Medan allmänna riktlinjer för hur insiderinformation ska offentliggöras finns i genomförandeförordningen 2016/1055,¹⁸ så gäller de mer omfattande skyldigheterna avseende

¹⁸ Kommissionens genomförandeförordning (EU) 2016/1055 av den 29 juni 2016 om fastställande av tekniska standarder vad gäller de tekniska villkoren för lämpligt offentliggörande av

den information som ska finnas tillgänglig i FI:s börsinfodatabas enligt öppenhetsdirektivet först efter upptagande till handel.¹⁹

Samma slutsats går att härleda från sannolikhetskriteriet. En omständighet som inträffar utgör insiderinformation om den *sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument*. I en noteringsprocess är det, som visats ovan, inte sannolikt förrän sent i processen att en investerare ens får möjlighet att förvärva aktier i bolaget, än mindre är det klart till vilket pris ett sådant förvärv kan ske. Inte förrän det blir sannolikt att investerare kommer att erbjudas att förvärva aktier till fastställt pris behöver investeraren tillgång till berörd information som ”del av grunden för sitt investeringsbeslut”.

Vid tidigare tidpunkter i noteringsprocessen kan transaktioner genomföras, till exempel kan en anpassning av ett befintligt incitamentsprogram göras för att det ska passa i en noterad miljö, men sådana transaktioner utgår varken från den informationsmässiga referenspunkt som noteringsprospektet utgör eller från en relevant prisuppgift och kan därför inte vara information som är relevant från en förnuftig investerares perspektiv i den mening som avses i Mar.

4. Slutsatser

Som framgått av redogörelsen ovan är frågan om exakt vid vilken tidpunkt Mar ska tillämpas inte avgörande i förhållande till emittentens transparensrelaterade skyldigheter. Tidpunkten för en ansökan till börserna är således inte styrande för vid vilken tidpunkt i processen som insiderinformation kan uppstå. Ett fokus på informationen och dess innehåll snarare än de formella ramarna för noteringsprocessen visar att problemet med att bestämma när förordningen är tillämplig egentligen inte är så stort för emittenten i förhållande till marknadens praxis eftersom det först vid tidpunkten för offentliggörande av noteringsprospektet finns en relevant referenspunkt i förhållande till vilken information om emittenten kan bedömas och, priset för de finansiella instrumenten utvärderas.

Framförallt innebär det att ansökningstidpunkten blir av mindre betydelse för bedömningen av Mars tillämplighet. Mer betydande blir istället frågan om när insiderinformation kan uppkomma under noteringsprocessen och det kan med den av författarna förespråkade ansatsen, tidigast ske efter offentliggörandet av noteringsprospektet. Vår bedömning av rättsläget innebär att det är möjligt för marknadsaktörerna att i noteringsprocessens förberedande skeden

insiderinformation och för uppskjutande av offentliggörandet av insiderinformation i enlighet med Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014.

¹⁹ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG.

ha en konstruktiv dialog med investerare, eftersom informationen om att en notering förbereds eller information om noteringskandidaten i detta skede inte utgör insiderinformation. Därmed ska inte marknadssonderingsreglerna tillämpas och inte heller bör några pressmeddelanden stämpas såsom innehållande insiderinformation förrän efter att noteringsprospektet har offentliggjorts. Det är, enligt författarnas mening, inte förrän ett prospekt avseende den planerade noteringen offentliggjorts som någon information uppfyller kriterierna för vad som kan utgöra insiderinformation och, följaktligen, ska behandlas enligt reglerna avseende sådan information. De ändamålsöverväganden som ligger till grund för slutsatserna i den här artikeln leder till slutsatsen att inte heller insynsrapportering egentligen är påkallad, eller ens lämplig, förrän noteringsprocessen fortskridit till den punkt när insiderinformation kan föreligga. Dessförinnan fyller insynsrapportering knappast någon funktion i förhållande till de skyddsintressen Mar är avsedd att värna.