

Finansinspektionen
sandra.stefansdotter@fi.se

SN Dnr 82/2021

2021-05-12

Enkät om handelsplatsernas noteringsprocesser i Sverige (FI Dnr 21-9817)

Svenskt Näringsliv har inte inbjudits att lämna synpunkter på rubricerade enkät, men vill ändå göra det.

Inledningsvis finner Svenskt Näringsliv det märkligt att enkäten inte skickats till organisationen trots att enkätens frågor berör emittenter som ansöker om att få finansiella instrument upptagna till handel. Svenskt Näringsliv är Sveriges största näringslivsorganisation med 50 medlemsorganisationer som sammanlagt har drygt 60 000 medlemsföretag, bland dem flertalet börsbolag.

Syftet med Finansinspektionens analysarbete av handelsplatsernas noteringsprocesser anges vara att klargöra vid vilken tidpunkt EU:s marknadsmissbruksförordning (MAR) ska börja tillämpas för finansiella instrument som emittenter ansökt om att få upptagna till handel. Enligt artikel 2 i MAR ska förordningen tillämpas på bl.a. finansiella instrument som är upptagna till handel på en handelsplats, men också på finansiella instrument som en emittent *ansökt* om att få upptagna till handel på en handelsplats. Då noteringsprocesserna för upptagande till handel skiljer sig mellan handelsplatserna i Sverige uppstår enligt Finansinspektionen osäkerhet om när i noteringsprocessen MAR blir tillämplig.

Frågeställningar

1. Hur kan begreppet ”ansökan” bäst definieras på ett rättssäkert sätt? Påverkas den bedömningen av att tidpunkten för en ansökan även är avgörande för när det straffrättsliga ansvaret inträder enligt 1 kap. 2 § lagen (2016:1307) om straff för marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden?

Svenskt Näringsliv anser att de regler som gäller för tolkning av EU-rättsakter generellt bör användas även vid tolkningen av artikel 2 i MAR. Det innebär att i första hand gå på ordalydelsen. Om oklarhet kvarstår bör ledning sökas i syftet/ändamålet med bestämmelsen, s.k. teleologisk tolkning; tolkningen ska bidra till att förverkliga ändamålet med reglerna. Dock måste beaktas att såväl straff som straffliknande sanktioner är kopplade till MAR, vilket enligt Svenskt Näringsliv kraftigt begränsar utrymmet för en utvidgad tolkning då förutsebarhet om straffrättsliga reglers tillämpning är en grundläggande rättssäkerhetsaspekt för bolag och andra berörda.

Enligt Svenskt Näringsliv måste ett bolag ha klart kommunicerat sin ambition att uppta sina aktier till handel innan det kan vara rimligt att MAR ska gälla för dessa aktier. En klart kommunicerad ambition kan vara exempelvis i form av ett pressmeddelande om att bolaget avser att låta dess aktier noteras. Det är först från denna tidpunkt som omvärlden kan anses ha befogad anledning att känna till och förhålla sig till bolagets noteringsambitioner och därmed behovet av skydd ur ett marknadsförtroendeperspektiv kan anses uppkomma.

Redan innan den ovan angivna tidpunkten har marknadsplatsen ifråga normalt gjort en bedömning av bolaget och klarlagt att bolaget uppfyller kraven för notering och är kapabelt att efterleva de förpliktelser som MAR ställer på en emittent. Att så skett måste därför också enligt Svenskt Näringsliv vara ett krav för att anse att MAR skall vara tillämplig. Det är inte rimligt utifrån MAR:s syfte att dessförinnan ålägga bolaget förpliktelser att tillämpa MAR.

Först när bolaget har offentliggjort ett noteringsprospekt eller motsvarande dokument finns det enligt Svenskt Näringsliv underlag för marknaden att göra en egen bedömning av bolaget och bolagets värde ur ett aktieperspektiv. Det är också först från den tidpunkten som det finns något underlag som det går att bedöma nytillkommen information mot, och som alltså eventuella marknadsmissbruksrelevanta informationsasymmetrier kan identifieras. Insiderinformation rörande en viss emittent kan inte föreligga om det inte finns någon offentliggjord utgångsinformation att ställa ny information i relation till.

Det kan finnas fall där bolaget i fråga redan har noterat skuldinstrument och där MAR därmed redan är tillämplig på bolaget i förhållande till dessa skuldinstrument. Även i sådana fall måste det enligt Svenskt Näringsliv anses rimligt att det är först när ett prospekt i förhållande till aktierna offentliggjorts som MAR blir tillämplig i förhållande till aktierna eftersom det är först från den tidpunkten som det kan finnas insiderinformation i förhållande till aktierna (och inte endast skuldinstrumentet) på marknaden.

Sammanfattningsvis anser Svenskt Näringsliv att en ändamålsenlig och rättssäker tolkning innebär att en "ansökan" enligt artikel 2 i MAR kan föreligga först vid den tidpunkt då alla tre ovan händelser inträffat, nämligen att marknadsplatsen beslutat att bolaget i fråga uppfyller de noteringsföresattningar som avser bolaget i dess egenskap av noterad emittent, att bolaget klart kommunicerat sin ambition att uppta sina aktier till handel, och att ett noteringsprospekt eller motsvarande dokument har offentliggjorts av bolaget.

2. Hur kan marknadsmissbruk förhindras under noteringsprocessen?

Innan den tidpunkt som anges i stycket ovan, dvs. i princip innan ett noteringsprospekt eller motsvarande dokument har offentliggjorts av bolaget, kan det inte finnas någon risk för marknadsmissbruk i förhållande till dessa aktier. Det är ju först från den tidpunkten som det finns något underlag som det går att bedöma nytillkommen information mot, och som alltså eventuella marknadsmissbruksrelevanta informationsasymmetrier kan identifieras.

Om artikel 2 i MAR skulle tolkas som att MAR börjar gälla tidigare än vid den tidpunkt som anges i stycket ovan vore det en överreglering som inte uppfyller MAR:s syfte att stärka investerarnas förtroende för finansmarknaderna och skydda finansmarknadernas integritet, utan tvärtom blir svårbegriplig och inte kan motiveras av ändamålen bakom MAR. Exempelvis skulle insynsrapportering enligt artikel 19 i MAR behöva ske avseende transaktioner i onoterade värdepapper utgivna av ett

onoterat bolag som ännu inte offentliggjort något noteringserbjudande och vars kapacitet för efterlevnad av MAR ännu inte etablerats.

3. Hur ser ni på att artikel 2 i Mar utgår från finansiella instrument medan artiklarna 17, 18 och 19 främst riktar sig till emittenter?

Artikel 2 i MAR definierar tillämpningsområdet för MAR medan artiklarna 17–19 i MAR behandlar förpliktelser på de bolag där MAR konstaterats vara tillämplig – det måste då vara tydligt *vem* dessa förpliktelser åvilar, t.ex. emittenter. Därför anges i artiklarna 17–19 i MAR vem förpliktelsen i fråga åvilar. Viktigt att notera är då, att ett bolag inte kan vara emittent enligt MAR om inte MAR är tillämplig, vilket enligt vår bedömning är först när ett noteringsprospekt eller motsvarande dokument har offentliggjorts.

4. Är det något i övrigt ni vill framföra mot bakgrund av syftet med den fördjupade analysen?

Det är viktigt att reglerna runt tillämpningen av MAR är tydligt formulerade för att undvika att det krävs en tolkning i det enskilda fallet av huruvida reglerna är tillämpliga eller inte. Osäkerheter skapar i sig en risk för, medvetet eller omedvetet, marknadsmissbruk.

Beaktas bör också att aktier i privata aktiebolag – och aktier i publika aktiebolag underkastade bolagsordningsfästa överlåtelsebegränsningar (t.ex. hembudsklausuler) – inte är finansiella instrument enligt MAR eftersom sådana instrument inte kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden. Aktier som avses noteras blir ofta inte finansiella instrument i förordningens mening förrän en tid in i förberedelserna för en börsnotering.

Svenskt Näringsliv anser det viktigt att Finansinspektionen grundar sin analys på vad MAR syftar till att uppnå, och inte fastnar i en ren bokstavstolkning. Då MAR är en EU-förordning bör tillämpningen i Sverige inte avvika från den i andra medlemsstater. Önskvärt vore därför att Finansinspektionen i sitt analysarbete inhämtar information om andra EU-länders syn på artikel 2 i MAR och när MAR blir tillämplig.

SVENSKT NÄRINGSLIV

Johan Britz

Anne Wigart