



JURIDISKA FAKULTETEN  
vid Lunds universitet

Axel Wernbro

Rapporter om medicinska biverkningar i  
en aktiemarknadsrättslig kontext

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet  
30 högskolepoäng

Handledare: Katarina Olsson

Termin för examen: VT2014

# Innehåll

Summary .....	1
Sammanfattning .....	2
Förord .....	3
Förkortningar .....	4
1 Inledning.....	5
1.1 Bakgrund .....	5
1.2 Syfte och frågeställningar .....	6
1.3 Metod .....	7
1.4 Material .....	9
1.5 Terminologi .....	9
1.6 Avgränsningar .....	10
1.7 Disposition.....	11
2 Säkerhetsövervakning av läkemedel.....	12
2.1 Inledande anmärkningar .....	12
2.2 Godkännande för försäljning.....	13
2.3 Identifiering och rapportering av misstänkta biverkningar .....	14
2.4 Avslutande kommentarer.....	16
3 Aktiemarknadsrättsliga utgångspunkter .....	17
3.1 Inledande anmärkningar .....	17
3.2 Aktiemarknadens funktion och informationsgivningens syfte .....	17
3.3 Förhållandet mellan information och korrekta aktiekurser.....	19
3.3.1 <i>Den effektiva marknadshypotesen</i> .....	19
3.3.2 <i>Oväsen och den behavioristiska utmaningen</i> .....	22
3.4 Information och agentproblem .....	23
3.5 Avslutande kommentarer.....	24
4 Informationsgivning på den svenska aktiemarknaden .....	27
4.1 Inledande anmärkningar .....	27
4.2 Omfattningen av aktiemarknadsbolagets informationsskyldighet.....	27
4.3 Tidpunkten för offentliggörandet .....	31
4.4 Formen för offentliggörandet.....	33
5 Det amerikanska perspektivet.....	35
5.1 Inledande anmärkningar .....	35
5.2 Duty to disclose.....	35
5.3 Kravet på väsentlighet i amerikansk rätt .....	37
5.3.1 <i>Significantly altered the 'total mix' of information</i> .....	37
5.3.2 <i>Väsentlighet på effektiva marknader</i> .....	38
5.3.3 <i>Väsentlighet och rapporter om misstänkta biverkningar</i> .....	40
6 Analys .....	44

6.1	Rapporter om misstänkta biverkningar som kurspåverkande information	44
6.2	Betydelsen av EudraVigilance-databasen .....	47
6.3	Avslutande anmärkningar .....	50
	Käll- och litteraturförteckning.....	52
	Rättsfallsförteckning .....	58

# Summary

In order to detect potential adverse drug reactions, pharmaceutical companies conduct clinical trials before they introduce a new drug on the market. However, it is often difficult to get the complete picture of a drug's safety profile prior to its marketing. Consequently, pharmaceutical companies have an obligation to report adverse events as part of their pharmacovigilance duties. Alongside their pharmacovigilance commitments, listed pharmaceutical companies have an obligation to disclose all price-sensitive information.

This thesis places adverse event reports in the context of Swedish securities law. The central question concerns the extent to which the specific features of adverse event reports affect the companies' disclosure obligations. Two factors are highlighted as particularly relevant to the subsequent exposition. Firstly, adverse event reports are inherently unreliable, which means that their existence rarely shows that the ill effect was caused by use of the drug. Secondly, the question arises how the existence of a separate system of pharmacovigilance affects the pharmaceutical companies' disclosure obligations under the securities law. The thesis deals with these issues from both an economic and a comparative perspective.

The economic theory behind the disclosure obligations found in the securities laws can be divided into two different threads: the efficient market hypothesis and behavioral finance. According to the efficient market hypothesis, efficient markets reflect all available information. Some argue that the mechanism of market efficiency implies a relationship between the stock's market value and company's fundamental value. Behavioral finance attacks the link between stock prices and fundamental values. Because investors are irrational and arbitrage is limited, stock prices run the risk of being distorted by noise.

The comparative part of the thesis applies an American perspective to issue of adverse event reports. Unlike their Swedish counterparts, listed companies in the U.S. do not have a duty to disclose price-sensitive information. However, whenever a company communicates with the market it has implicitly assumed an obligation to do so truthfully. The comparative perspective primarily details issues concerning the materiality of adverse event reports in the absence of statistical significance and the truth-on-the-market-doctrine.

In light of the economic and comparative perspectives, there is good reason to believe that the disclosure requirements of pharmaceutical companies subject to the securities laws include adverse event reports despite the reports' inherent unreliability. However, it is conceivable that the system of pharmacovigilance will limit the companies' duty to disclose. This is particularly the case when a third party's pharmacovigilance duties lead it to disclose adverse event reports.

# Sammanfattning

I syfte att upptäcka eventuella biverkningar genomför läkemedelsbolag kliniska prövningar innan de introducerar ett nytt läkemedel på marknaden. Detta till trots är det ofta svårt att få en fullständig bild av läkemedlets säkerhetsprofil innan marknadsintroduktionen. Av denna anledning har läkemedelsbolagen ålagts en skyldighet att rapportera misstänkta biverkningar inom ramen för deras säkerhetsövervakning. Vid sidan av deras åtaganden enligt säkerhetsövervakningen måste de läkemedelsbolag som även utgör aktiemarknadsbolag även offentliggöra all kurspåverkande information enligt de svenska reglerna om aktiemarknadsbolagets informationsgivning.

Detta examensarbete placerar rapporter om misstänkta biverkningar i en aktiemarknadsrättslig kontext. Av central betydelse för arbetet är i vilken utsträckning rapporternas särdrag påverkar bolagens informationsskyldighet. I detta sammanhang kan två faktorer lyftas fram som särskilt relevanta för den fortsatta framställningen. För det första, är rapporter om misstänkta biverkningar ofta otillförlitliga, vilket innebär att deras existens sällan räcker för att bevisa att läkemedlet orsakat den observerade effekten. För det andra, uppstår frågan hur existensen av ett separat system för säkerhetsövervakning av läkemedel påverkar läkemedelsbolagens eventuella informationsskyldighet enligt aktiemarknadsrätten. Föreliggande examensarbete behandlar dessa problem ur såväl ett ekonomiskt som ett komparativt perspektiv.

Den ekonomiska teorin bakom aktiemarknadsbolagets informationsgivning kan delas in i två olika inriktningar, den effektiva marknadshypotesen och behavioristisk ekonomisk teori. Enligt den effektiva marknadshypotesen reflekterar effektiva marknader all tillgänglig information. Vissa menar dessutom att denna informationsbearbetning innebär att det föreligger ett samband mellan kursvärdet och bolagets fundamentala värde. Behavioristisk ekonomisk teori angriper kopplingen mellan aktiekurser och fundamentala värden. Eftersom investerare är irrationella och arbitrage endast har en begränsad påverkan på prisbildningen riskerar aktiekurser att förvrängas av oväsen.

Examensarbetets komparativa del utgår från ett amerikanskt perspektiv. Till skillnad från deras svenska motsvarigheter har amerikanska aktiemarknadsbolag ingen skyldighet att offentliggöra kurspåverkande information. Däremot har bolag som kommunicerar med marknaden implicit åtagit sig en skyldighet att göra det sanningsenligt. Av betydelse för det komparativa perspektivet är framförallt frågor som berör betydelsen av statistisk signifikans vid de amerikanska domstolarnas väsentlighetsbedömning och den så kallade truth-on-the-market-doktrinen.

Mot bakgrund av de ekonomiska och komparativa perspektiven finns det goda skäl att anta att aktiemarknadsbolagets informationsskyldighet kan omfatta rapporter om misstänkta biverkningar trots rapporternas inneboende otillförlitlighet. Däremot är det möjligt att regleringen av säkerhetsövervakning begränsar aktiemarknadsbolagets informationsskyldighet. Detta är särskilt fallet då bestämmelserna leder till ett offentliggörande av rapporterna från en tredje part.

# Förord

Med detta examensarbete sätter jag punkt för fem år som juriststudent vid Lunds universitet. Det vore hopplöst att försöka tacka alla som varit behjälpliga under denna tid. Om någon känner sig utelämnad från uppräkningslistan nedan beror det enbart på att hans eller hennes insatser varit så uppenbara att ett omnämnande känts överflödigt.

Ett stort tack till min handledare Katarina Olsson, i vars frånvaro examensarbetet antagligen kollapsat under ofullständiga resonemang och överdrivet teoretiska argumentationslinjer.

Författandet av examensarbetet har ägt rum inom ramen för min uppsatspraktik på Roschier Advokatbyrå. Ett särskilt tack till Mattias Friberg och Sofia Roth samt mina medexjobbare Anna Bjurell och Klara Wessman.

Mina föräldrar och Johannes Eklund har bistått med korrekturläsning. För detta är jag mycket tacksam. Eventuella klagomål på examensarbetets formalia och innehåll riktas med fördel till den sistnämnde.

Stockholm, maj 2014

Axel Wernbro

# Förkortningar

A. Econ. Rev.	American Economic Review
AMRS	Aktiemarknadsrättslig skriftserie
CMLJ	Capital Markets Law Journal
CML Rev.	Common Market Law Review
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
ECFR	European Company & Financial Law Review
EMA	European Medicines Agency
Fed. R. Civ. P	Federal Rules of Civil Procedure
FDA	U.S. Food and Drug Administration
FFFS	Finansinspektionens föreskrifter
Geo. Wash. L. Rev.	George Washington Law Review
Ind. Mgmt Rev.	Industrial Management Review
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Econ. Behav. Org.	Journal of Economic Behavior & Organization
J. Econ. Persp.	Journal of Economic Perspectives
JFE	Journal of Financial Economics
J. Finance	Journal of Finance
J. R. Stat. Soc.	Journal of the Royal Statistical Society
JT	Juridisk Tidskrift
LVFS	Läkemedelsverkets föreskrifter
MmD	Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan
MmL	Lag (2005:377) om straff för marknadsbruk vid handel med finansiella instrument
Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review
N.Y.U. L. Rev	New York University Law Review
Prop.	Proposition
Q.J. Econ	Quarterly Journal of Economics
Sec. Litig.	Securities Litigation
SOU	Statens offentliga utredningar
SvJT	Svensk Juristtidning
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
VpmL	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden

# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund

För utomstående såg 2004 ut att bli ett bra år för Merck & Co. Förvisso hade många av läkemedelbolagets viktiga patent nyligen löpt ut men mycket tack vare deras nya storsäljare Vioxx verkade det ändå finnas anledning till optimism. Inom företaget var dock bilden en annan.<sup>1</sup>

Så tidigt som i mars 2000 hade Mercks bolagsledning ställts inför en oroväckande utsikt: att Vioxx – bolagets anti-inflammatoriska läkemedel som under fem års tid genererat över \$10 miljarder i försäljning – orsakade hjärtkomplikationer hos sina användare. Länken var vid denna tidpunkt tillräckligt vag för att det skulle krävas fler och mer direkta tester för att säkerställa orsakssambandet. Bolagsledningen oroade sig dock för att ett sådant handlingsförlopp skulle signalera ett sviktande förtroende för Vioxx och därmed skada bolagets marknadsposition. Vioxx var, som en bedömare uttryckte det, ”Merck’s savior”. Företagsledningen valde att dra ut på tiden. Istället för en direkt studie inriktad på orsakssambandet nöjde sig ledningen med att avvakta och se om deras pågående studier på nya användningsområden för läkemedlet gav ytterligare negativa indikationer.

Fyra år senare gick det inte längre att bortse från kopplingen mellan Vioxx och efterföljande hjärtkomplikationer. Efter att en klinisk prövning visat att hjärtattacker, strokes och blodproppar var dubbelt så vanliga bland Vioxx-användare meddelade Merck den 30 september 2004 att bolaget med omedelbar verkan drog tillbaka läkemedlet från marknaden i över 80 länder. Reaktionerna på indragningen var omedelbara. Mercks aktie störtade på New York-börsen för att vid stängningstid ha tappat 27 procent. På bara en dag hade bolagets börsvärde reducerats med \$25 miljarder.

Vioxx-skandalen gav även upphov till ett utdraget efterspel inför de amerikanska domstolarna. År 2007 nådde Merck en förlikning på \$4,85 miljarder i en grupptalan med över 47 000 käranden. Knappt fyra år senare åtog sig företaget att betala ytterligare \$950 miljoner efter en överenskommelse med det amerikanska justitiedepartementet.

---

<sup>1</sup> Avsnittet bygger på en bearbetning av följande källor: Berenson et al. (2004), *Despite Warnings, Drug Giant Took Long Path to Vioxx Recall*, New York Times, Berenson, Alex (2007) *Merck Agrees to Settle Vioxx Suits for \$4.85 Billion*, New York Times, Delasi, Christina (2011), *Back in District Court, Merck Securities Class Action Concerning Vioxx Continues On*, Bloomberg Law, Läkemedelsverket (2004), *Vioxx och Vioxx Akut dras från marknaden*, Moscarey, George A. (2013), *Statistically Insignificant Deaths: Disclosing Drug Harm to Investors (and Patients) Under SEC Rule 10b-5*, Geo. Wash. L. Rev. 82, s. 123 ff., Neilan, Terrence (2004), *Merck Pulls Vioxx Painkiller From Market, and Stock Plunges*, New York Times och Wilson, Duff (2011), *Merck to Pay \$950 Million Over Vioxx*, New York Times.



Ännu en tvist, denna gång mellan Merck och en grupp av dess investerare, håller för närvarande på att vandra genom det amerikanska rättsystemet.<sup>2</sup> Investerarna som väckt talan under den federala värdepapperslagstiftningen gör gällande att företaget vid ett antal tillfällen underdrivit riskerna med Vioxx och därmed orsakat dem skada när aktiekursen föll efter att sanningen uppdagats.

Mercks agerande i samband med Vioxx-skandalen visar på de motstående intressen som kan föreligga mellan ett företag, dess investerare och kunder då företaget får kännedom om negativa händelser rörande dess produkter. Även om Merck så tidigt som år 2000 kände till den eventuella kopplingen mellan Vioxx och hjärtproblem, valde företaget att undanhålla informationen från allmänheten i stort. Informationsasymmetrier av detta slag har stor betydelse för ett företag och dess intressenter. Beslutet ledde onekligen till stort lidande hos de kunder som ovetandes fortsatte att använda läkemedlet.

De senaste åren har den europeiska regleringen av säkerhetsövervakning av läkemedel varit föremål för en omfattande utveckling. Detta märks inte minst genom etableringen av den s.k. *EudraVigilance*-databasen som sammanställer alla rapporter om misstänkta biverkningar. Tvisterna i Vioxx-skandalen visar dock att ett läkemedelsbolags misslyckande med att rapportera misstänkta biverkningar även har en aktiemarknadsrättslig dimension. Denna uppsats behandlar hur rapporter om misstänkta negativa effekter ska hanteras inom ramen för den svenska aktiemarknadsrätten där all information av kurspåverkande natur ska offentliggöras.

## 1.2 Syfte och frågeställningar

Syftet med föreliggande uppsats är att precisera förhållandet mellan aktiemarknadsrättslig informationsgivning och rapporter om misstänkta biverkningar inom läkemedelsindustrin. Som antytts ovan, är konsekvenserna av ett bolags agerande inom denna kontext i sig tillräckligt betydelsefulla för att förtjäna ett djupare studium. Jag anser även att detta relativt smala ämnesval kan tjäna som utgångspunkt för en mer allmän diskussion rörande aktiemarknadsbolagets skyldighet att offentliggöra information om negativa händelser.

Svenska aktiemarknadsbolag har en extensiv informationsskyldighet som omfattar all kurspåverkande information. Läkemedelsindustrins särdrag och säkerhetsövervakningens utformning problematiserar dock de närmare konturerna av denna informationsskyldighet. För det första, kan inte enstaka rapporter om misstänkta biverkningar etablera ett orsakssamband mellan läkemedlet och den observerade effekten.

---

<sup>2</sup> *In re Merck & Co., Inc. Securities, Derivative & "ERISA" Litigation*, Nos. 05-1151 (SRC), 2011 WL 3444199 (D.N.J. Aug. 8, 2011).

För det andra, innebär säkerhetsövervakningen att det redan finns ett etablerat system för rapportering av misstänkta biverkningar. För att uppnå det övergripande syftet har därför följande frågor ställts upp för den fortsatta framställningen:

- Kan rapporter om misstänkta biverkningar utgöra kurspåverkande information?
- Kan information från andra aktörer inom läkemedelsindustrin, såsom de nationella läkemedelsmyndigheterna samt hälso- och sjukvårdspersonal, utsläcka bolagets informationsskyldighet?

## 1.3 Metod

Den övergripande problemformuleringen för uppsatsen rör en precision av förhållandet mellan aktiemarknadsrättslig informationsgivning och rapporter om negativa händelser. Metoden är således i huvudsak rättsdogmatisk i avseendet att uppsatsen utgör ett försök att tolka och systematisera gällande rätt.<sup>3</sup> I detta sammanhang bör framhållas att den svenska värdepappersmarknadsrätten i stor utsträckning bygger på direktiv antagna på EU-nivå. Av detta följer bland annat att den nationella rätt som är införd mot bakgrund av ett EU-direktiv så långt som möjligt ska tolkas för att uppnå direktivets avsedda effekt, så kallad direktivkonform tolkning.<sup>4</sup> Kravet på direktivkonform tolkning gäller även om parterna i målet är privata rättssubjekt.<sup>5</sup>

Den svenska aktiemarknadsrätten har länge präglats av en långtgående självreglering.<sup>6</sup> Detta innebär att jag vid sidan av de relevanta direktiven, lagstiftningen och föreskrifterna från Finansinspektionen även tagit hänsyn till NASDAQ OMX Stockholms regelverk för emittenter.

I den utsträckning de uppställda problemen inte kan besvaras utifrån de traditionella rättskällorna söker jag ledning i bestämmelsernas ändamål. Rent praktiskt innebär detta att jag i de fall det finns flera tänkbara lösningar till ett problem premierar det alternativ som bäst realiserar det identifierade ändamålet.<sup>7</sup> Detta tillvägagångssätt ligger i linje med vad som normalt beskrivs som teleologisk metod.<sup>8</sup>

---

<sup>3</sup> Peczenik, Aleksander (2005), *Juridikens allmänna läror*, SvJT 2005 s. 251 f.

<sup>4</sup> Mål 14/83, *Sabine von Colson och Elisabeth Kamann mot Land Nordrhein-Westfalen*, [1984] ECR 1891, §§ 26-28.

<sup>5</sup> Mål C-106/89, *Marleasing SA mot Comercial Internacional de Alimentacion SA*, [1990] ECR I-4135, §§ 7-8.

<sup>6</sup> Munck, Johan (2006), *Självregleringen på värdepappersmarknaden*, JT 2006/07 s. 555.

<sup>7</sup> Svernlöv, Carl (2007), *Ansvarsfrihet: dechargeinstitutet i svensk aktiebolagsrätt*, Stockholm, s. 31.

<sup>8</sup> Jfr Ekelöf, Per Olof och Edelstam, Henrik (2002), *Rättegång, första häftet*, Stockholm, s. 79 ff.

Enligt min uppfattning innefattar teleologisk metod en *identifikation* av den rättsliga regleringens ändamål och en *separation* av den mest effektiva lösningen från andra tänkbara alternativ. Det är ofrånkomligt att denna övning innehåller vissa värderande moment framförallt när stadgandets eftersträlvade målsättning behöver identifieras.<sup>9</sup>

Den aktiemarknadsrättsliga regleringens syfte beskrivs närmare i kapitel 3. Redan i detta sammanhang bör dock framhållas att jag anser att regleringen ska bidra till aktiemarknadens funktion som källa till kapitalanskaffning.<sup>10</sup> För att uppnå detta övergripande ändamål finns det ytterligare skyddsändamål såsom investerarskydd och effektiv prissättning. Mot denna bakgrund framstår ekonomisk analys som ett nödvändigt verktyg för den fortsatta undersökningen.<sup>11</sup>

Vad gäller komparativa inslag är framförallt det amerikanska perspektivet av betydelse för den fortsatta redogörelsen. Föremålet för denna uppsats är aktiemarknadsbolagets informationsskyldighet på den svenska marknaden och av detta följer att de komparativa inslagen framförallt syftar till att belysa tänkbara konflikter och lösningar snarare än att utgöra någon mer fullständig komparation.<sup>12</sup> Med detta sagt är min förhoppning att det amerikanska perspektivet kan ge en djupare förståelse för de problem som möter aktiemarknadsbolagen avseende deras skyldighet att offentliggöra kurspåverkande information. Detta ställningstagande motiveras framförallt utifrån USA:s roll som föregångsland inom den internationella aktiemarknadsrätten.<sup>13</sup> Dessutom föreligger numer ett nära samband mellan världens marknadsplatser. Detta illustreras bland annat genom NASDAQ OMX Groups innehav av Stockholmsbörsen.<sup>14</sup>

---

<sup>9</sup> Åhman, Ola (1997), *Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten: om aktiebolagets ställföreträdare och gränserna för deras representationsrätt*, Uppsala, s. 35.

<sup>10</sup> Stattin, Daniel (2009), *Takeover. Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, Stockholm, s. 46 ff.

<sup>11</sup> Jfr Bergström, Clas och Samuelsson, Per (2012), *Aktiebolagets grundproblem*, Stockholm, s. 26 ff.

<sup>12</sup> Strömholm, Stig (1971), *Användning av utländskt material i juridiska monografier: Några anteckningar och förslag*, SvJT 1971 s. 251, 258. Uppslaget till föreliggande uppsats är delvis hämtat från ett avgörande från USA:s högsta domstol – *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 131 S. Ct. 1309 (2011).

<sup>13</sup> Svensson, Bo (2001), *Lagstiftningsideologi och lagstiftningsteknik – erfarenheter från arbetet med en ny aktiebolagslag*, SvJT 2001 s. 614 f.

<sup>14</sup> Härkönen, Elif (2013), *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning - särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv informationsgivning på sekundärmarknaden för värdepapper*, Stockholm, s. 38.

## 1.4 Material

Med hänsyn till att uppsatsen täcker så vitt skilda ämnen som säkerhetsövervakning av läkemedel, ekonomisk teori och aktiemarknadsrättslig informationsgivning har en stor mängd material kommit till användning. Säkerhetsövervakningen, den så kallade *farmakovigiliansen*, har inte behandlats i någon större utsträckning i den juridiska doktrinen. Av denna anledning utgår framställningen framförallt ifrån de EU-rättsliga direktiven och Läkemedelverkets föreskrifter.

Beträffande den ekonomiska litteraturen har ett antal ”klassiker” utkristalliserats.<sup>15</sup> Av dessa har i synnerhet Ronald Gilson och Reiner Kraakmans *The Mechanisms of Market Efficiency*, Fischer Black's *Noise* och Andrei Shleifers *Inefficient markets: an introduction to behavioral finance* haft betydelse för diskursen. Avseende litteraturen om aktiemarknadsbolagets informationsgivning har jag framförallt utgått från Härkönen's avhandling *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning - särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv informationsgivning på sekundärmarknaden för värdepapper*.

Beskrivningen av den amerikanska rätten utgår i huvudsak från praxis. Det kan i detta sammanhang framhållas att jag använder mig av rättsfall från såväl Supreme Court of the United States som lägre instanser. Jag anser att detta tillvägagångssätt inte vållar några större problem eftersom syftet med komparationen i huvudsak är att illustrera möjliga lösningar till frågor rörande aktiemarknadsbolagets informationsgivning.

## 1.5 Terminologi

Den föreliggande uppsatsen behandlar aktiemarknadsbolagets informationsgivning och termen *information* används frekvent. Av denna anledning är det nödvändigt att redan inledningsvis urskilja mellan olika typer av information. På ett övergripande plan kan information ses som ”en samlingsbeteckning för uppgifter, fakta och upplysningar av vilket slag som helst, med ett meningsfullt innehåll, som kan föras vidare genom en kommunikationsprocess.”<sup>16</sup> För den fortsatta diskussionen kan det dock vara användbart att skilja mellan ”hård” information om kända fakta och ”mjuk” information om prognoser och uppskattningar.<sup>17</sup>

---

<sup>15</sup> Jfr Bratton, William W. (2007), *Corporate Finance - Cases and Materials*, New York, s. 19 ff. Implikationerna av den behavioristiska utmaningen ännu oklara, Langevoort, Donald C. (2002), *Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation*, Nw. U. L. Rev. 97, s. 135.

<sup>16</sup> Härkönen 2013 s. 31.

<sup>17</sup> Gilson, Ronald J. och Kraakman, Reinier H. (1984), *The Mechanisms of Market Efficiency*, Va. L. Rev. 70, s. 561.

Det bör uppmärksammas att även tillsynes hårda fakta har en dynamisk dimension i den meningen att informationen sällan läggs till en investerares kunskapsbas utan att samtidigt påverka det befintliga beslutsunderlaget.<sup>18</sup> Exempelvis kan uppgifter om att ett företag förlorat en viktig produktkedja dels påverka företagets aktiekurs direkt genom att dess framtida inkomst minskas med motsvarande värde, dels indirekt genom att investerare sänker sina förväntningar på andra produktkedjor eller ledningens förmåga att styra företaget.<sup>19</sup>

I avsnitt 3.2.3 introducerar jag *oväsen* som ett sätt att beskriva de behavioristiska biases som leder till irrationellt beslutsfattande. Termen är hämtad från Fischer Blacks artikel ”Noise” från 1982.<sup>20</sup> Black definierar ”noise” som ”what makes our observations imperfect”.<sup>21</sup> Sättet jag använder *oväsen* som ett samlingsbegrepp för investerares irrationalitet är således väsentligen det samma som Blacks definition av noise.

## 1.6 Avgränsningar

Aktiemarknadsrättslig informationsgivning aktualiseras i en rad varierande kontexter. För det första går det att göra en distinktion mellan aktiemarknadsbolagets informationsgivning i förhållande till primär- och sekundärmarknaden.<sup>22</sup> Med *primärmarknaden* avses bolagets introduktion av nya värdepapper i syfte att anskaffa kapital till sin verksamhet. Den efterföljande handeln av dessa värdepapper mellan olika investerare definieras i sin tur som *sekundärmarknaden*. Oavsett om en investerare köper aktier direkt från bolaget på primärmarknaden eller handlar med andra investerare på sekundärmarknaden gör han eller hon det på basis av information om bolaget. Såvitt avser primärmarknaden finns omfattande regler kring aktiemarknadsbolagets prospektansvar i lag (1991:980) om handel med finansiella instrument. Bestämmelser som gäller aktiemarknadsbolagets informationskyldighet gentemot primärmarknaden faller utanför denna uppsats. För det andra kan aktiemarknadsbolagets informationsskyldighet på sekundärmarknaden delas upp i två kategorier: periodisk rapportering och kontinuerlig informationsskyldighet.<sup>23</sup> Periodisk rapportering refererar till bolagets skyldighet att regelbundet offentliggöra finansiell information i form av kvartalsrapporter och årsredovisningar.

---

<sup>18</sup> Samuelsson, Per (1991), *Information och ansvar. Börsbolagens ansvar för vilseledande och bristfällig informationsgivning*, Stockholm, s. 86.

<sup>19</sup> Gilson/Kraakman 1984 s. 562, fn. 43.

<sup>20</sup> Black, Fischer (1986), *Noise*, J. Finance 41, s. 529-543.

<sup>21</sup> Black 1986 s. 529.

<sup>22</sup> Samuelsson 1991 s. 17 fn. 2.

<sup>23</sup> Andersen, Paul K. och Clausen, Nis J. (2008), *Børsretten II - Notering, oplysningspligt, overtagelsestilbud, markedsmisbrug og tilsyn*, Köpenhamn, s. 125 f.

Den kontinuerliga informationsskyldigheten omfattar omständigheter och händelser som kan förväntas påverka aktiekursen.<sup>24</sup> Uppsatsen behandlar aktiemarknadsbolagets skyldighet att offentliggöra rapporter om misstänkta biverkningar. Eftersom denna typ av händelser uppkommer löpande i bolagets verksamhet ligger fokus framöver därmed på aktiemarknadsbolagets kontinuerliga informationsgivning.

## 1.7 Disposition

Uppsatsen inleds med en deskription av den rättsliga regleringen av säkerhetsövervakning av läkemedel (2). För att förstå aktiemarknadsrättens syfte är det nödvändigt att förstå aktiemarknadens roll ur ett ekonomiskt perspektiv (3). Därefter diskuteras aktiemarknadsbolagets informationsgivning på den svenska aktiemarknaden (4). De svenska aktiemarknadsbolagens skyldigheter kontrasteras sedan mot deras amerikanska motparter (5). I analysen sammanfattar jag den föregående undersökningen och besvarar de uppställda frågeställningarna (6).

---

<sup>24</sup> Jfr Härkönen 2013 s. 32 som använder termen ad hoc information för att beskriva ”sådan kurspåverkande information som inte är regelbundet återkommande och som aktiemarknadsbolaget offentliggör på sekundärmarknaden”.

## 2 Säkerhetsövervakning av läkemedel

### 2.1 Inledande anmärkningar

Föreliggande kapitel beskriver det stadium av läkemedelsutvecklingen som äger rum efter att ett läkemedel har släppts ut på marknaden, den så kallade *säkerhetsövervakningen*.<sup>25</sup> Mot bakgrund av den centrala betydelse som rapporter om misstänkta biverkningar har för uppsatsens syfte fokuserar den fortsatta framställningen framförallt på hur dessa identifieras och rapporteras.

Bestämmelserna om säkerhetsövervakning återfinns i huvudsak i förordning 726/2004 och direktiv 2001/83.<sup>26</sup> Lagstiftningsakterna har varit föremål för flera uppdateringar sedan deras införande. De senaste större förändringarna genomfördes inom ramen för EU-kommissionens "Pharma Package" och återfinns i förordning 1235/2010 respektive direktiv 2010/84.<sup>27</sup> Om inte annat framgår, hänvisas till den senaste konsoliderade versionen. För svenskt vidkommande regleras säkerhetsövervakningen i Läkemedelslagen (1992:859) och Läkemedelsverkets föreskrifter. Direktiv 2010/84 är genomfört i Sverige genom Läkemedelsverkets föreskrifter (2012:14) om säkerhetsövervakning av humanläkemedel.

---

<sup>25</sup> Även känt som *farmakovigilans*.

<sup>26</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 726/2004 av den 31 mars 2004 om inrättande av gemenskapsförfaranden för godkännande av och tillsyn över humanläkemedel och veterinärläkemedel samt om inrättandet av en europeisk läkemedelsmyndighet, EUT L 136, 30.4.2004, s. 1 och Europaparlamentets och rådets direktiv 2001/83/EG av den 6 november 2001 om upprättande av gemenskapsregler för humanläkemedel, EGT L 311, 28.11.2001, s. 67.

<sup>27</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1235/2010 av den 15 december 2010 om ändring, när det gäller säkerhetsövervakning av humanläkemedel, av förordning (EG) nr 726/2004 om inrättande av gemenskapsförfaranden för godkännande av och tillsyn över humanläkemedel och veterinärläkemedel samt om inrättandet av en europeisk läkemedelsmyndighet, och förordning (EG) nr 1394/2007 om läkemedel för avancerad terapi, EUT L 348, 31.12.2010, s. 1 och Europaparlamentets och rådets direktiv 2010/84/EU av den 15 december 2010 om ändring, när det gäller säkerhetsövervakning av läkemedel, av direktiv 2001/83/EG om upprättande av gemenskapsregler för humanläkemedel, EUT L 348, 31.12.2010, s. 74. Se även Läkemedelsverket (2012), *Ny farmakovigilanslagstiftning*.

## 2.2 Godkännande för försäljning

Med några få undantag måste samtliga läkemedel som placeras på den europeiska marknaden omfattas av ett *godkännande för försäljning*.<sup>28</sup> Godkännandet förutsätter att det aktuella läkemedlet har ett acceptabelt nytta/riskförhållande med hänsyn till dess kvalitet, säkerhet och effekt. Det finns i dagsläget ett antal olika ansökningsförfaranden för att få ett läkemedel godkänt:

- För läkemedel som ska marknadsföras i endast en medlemsstat finns ett *nationellt* ansökningsförfarande hos medlemsstatens läkemedelsmyndigheter.<sup>29</sup>
- Läkemedel som ska marknadsföras i flera medlemsstater kan antingen bli föremål för ett *decentraliserat* förfarande eller ett förfarande för *ömsesidigt erkännande*. I båda dessa fall väljer läkemedelsbolaget ut en referensmedlemsstat vars utredning antingen bifogas som underlag till ansökan i de övriga medlemsstaterna eller erkänns omedelbart.<sup>30</sup>
- Vissa typer av läkemedel måste godkännas av den europeiska läkemedelsmyndigheten, EMA, genom ett *centralt* förfarande.<sup>31</sup>

Ett godkännande för försäljning måste förnyas efter fem år.<sup>32</sup> Anledningen är att det ofta saknas fullständig kännedom om ett läkemedels riskprofil förrän det introducerats på marknaden.<sup>33</sup> Därmed möjliggör förnyelseprocessen att nytta/riskförhållandet kan omvärderas utifrån ett bredare informationsunderlag och att innehavaren av godkännandet får ett starkt incitament att fullfölja sina åtaganden under perioden. Det förnyade godkännandet gäller utan tidsbegränsning såvida det inte föreligger skäl som är motiverade med hänsyn av säkerhetsövervakning, i vilket fall kommissionen eller den nationella myndigheten kan besluta om ytterligare ett femårigt förnyande.

Godkännandet för försäljning är av avgörande betydelse för huruvida ett läkemedel kan marknadsföras inom EU. Ett godkännande är inte permanent utan kan både ändras och upphävas allt eftersom de berörda myndigheterna får ny kunskap om läkemedlets effektivitet och säkerhet.<sup>34</sup> I nästa avsnitt undersöker jag hur incidenter som inträffar efter ett läkemedels marknadsintroduktion kan påverka dess riskprofil och därmed godkännandet för försäljning.

---

<sup>28</sup> 4 och 5 §§ Läkemedelslagen (1992:859) och förordning (EG) nr 726/2004, ingressen, stycke 14 och art. 3.

<sup>29</sup> Direktiv 2001/83/EG, Bilaga 1 (3).

<sup>30</sup> Direktiv 2001/83/EG, art. 8(3)(l), 17, 27-39.

<sup>31</sup> Förordning (EG) nr 726/2004, art. 3.

<sup>32</sup> 8 e § Läkemedelslagen (1992:859) och förordning (EG) nr 726/2004, art. 14.

<sup>33</sup> Se avsnitt 2.3 nedan.

<sup>34</sup> 11 § Läkemedelslagen (1992:859) och förordning (EG) nr 726/2004, art. 28b.



## 2.3 Identifiering och rapportering av misstänkta biverkningar

Brister i ett läkemedels säkerhetsprofil kan upptäckas under samtliga utvecklingsstadier. De mer förutsebara biverkningarna identifieras ofta redan i samband med de kliniska prövningarna.<sup>35</sup> Men eftersom kliniska prövningar endast genomförs med begränsade kontrollgrupper, under kort tid och kontrollerade förhållanden förblir vissa biverkningar okända innan läkemedlet sätts på marknaden. Först efter en längre period när en större, mer varierad grupp människor getts tillfälle att använda läkemedlet är det möjligt att få en fullständig bild av dess riskprofil.

Svårigheterna att bedöma ett läkemedels nytta/riskförhållande innan det släppts ut på marknaden har föranlett EU att upprätta ett system för säkerhetsövervakning, vilket omfattar samtliga läkemedel godkända för försäljning inom EES.<sup>36</sup> Vissa typer av läkemedel, däribland nya biologiska läkemedel, är dessutom föremål för en utökad övervakning, vilket bland annat innebär att de är särskilt märkta med en inverterad svart triangel.<sup>37</sup> Säkerhetsövervakningen kan karakteriserats som ett samspel mellan de nationella läkemedelsmyndigheterna, EMA, läkemedelsbolagen i deras roll av innehavare av godkännande för försäljning samt hälso- och sjukvårdspersonal.

På nationell nivå ansvarar läkemedelsmyndigheten i respektive medlemsstat för säkerhetsövervakningen.<sup>38</sup> Detta uppdrag består framförallt i att samla in rapporter om misstänkta biverkningar från hälso- och sjukvårdspersonal samt i vissa fall direkt från patienter. Under förutsättning att ett läkemedel är godkänt genom ett nationellt, ömsesidigt eller decentraliserat förfarande ska de nationella läkemedelsmyndigheterna också bedöma behovet av att vidta åtgärder avseende godkännandet för försäljning.

EMA svarar för samordningen av medlemsstaternas säkerhetsövervakning.<sup>39</sup> En central aspekt av detta arbete är att upprätthålla den så kallade *Eudravigilance-databasen*. Tanken bakom databasen är att den ska fungera som en central informationskälla för de berörda parterna. Såväl de nationella läkemedelsmyndigheterna som innehavarna av godkännandet för försäljning är skyldiga att skicka information till databasen.<sup>40</sup>

---

<sup>35</sup> EMA, *European Database of Suspected Adverse Drug Reaction Reports, FAQ*.

<sup>36</sup> Direktiv 2010/84/EU, ingressen, stycke 2 och Förordning (EU) nr 1235/2010, ingressen, stycke 2.

<sup>37</sup> EMA (2013), *European Medicines Agency publishes initial list of medicines under additional monitoring*.

<sup>38</sup> 9 § Läkemedelslagen (1992:859) och direktiv 2001/83/EG, Art. 101 (3).

<sup>39</sup> Förordning (EG) nr 726/2004, ingressen, stycke 30, art. 24 (1) och art. 57(1)(l).

<sup>40</sup> Direktiv 2001/83/EG, art. 107 och förordning (EG) nr 726/2004, art. 28 (1).

Rapporter om misstänkta biverkningar för läkemedel som godkänts genom det centraliserade förfarandet finns tillgängliga för allmänheten i form av en webbrapport.<sup>41</sup> EMA ska också ta ställning till eventuella ändringar eller upphävande av godkännande för försäljning meddelade genom det centrala förfarandet.<sup>42</sup>

Läkemedelsbolagens roll i säkerhetsövervakningen etableras redan vid ansökan om godkännande för försäljning. Alla ansökningar ska åtföljas av en detaljerad beskrivning av ett internt system för säkerhetsövervakning.<sup>43</sup> En person med lämpliga kvalifikationer ska ansvara för systemets förvaltning. Beroende på vad som angivits i godkännandet för försäljning ska den kvalificerade personen med jämna mellanrum lämna periodiska säkerhetsrapporter, allmänt kända som PSUR:s (Periodic Safety Update Reports) till EMA alternativt den nationella läkemedelsmyndigheten.<sup>44</sup> Skyldigheten att lämna periodiska säkerhetsrapporter är särskilt omfattande i samband med marknadsintroduktionen. Under de två första åren efter att läkemedlet satts på marknaden ska läkemedelsbolagen lämna rapporter så ofta som var sjätte månad. Den periodiska säkerhetsrapporten ska innehålla uppgifter relaterade till den aktuella perioden och substansen, och en vetenskaplig utvärdering av nyttan och riskerna med läkemedlet.<sup>45</sup>

Vid sidan av de periodiska säkerhetsrapporterna ska innehavaren av godkännande för försäljning kontinuerligt rapportera alla misstänkta biverkningar som den får kännedom om, oavsett om biverkningarna uppkommer inom unionen eller i tredjeland.<sup>46</sup> Uppgifterna kan härstamma från såväl innehavarens egna studier, den medicinska litteraturen som rapporterna från patienter eller hälso- och sjukvårdspersonal. Det ställs inte några krav på ett säkerställt orsakssamband mellan läkemedlet och biverkningen utan det är tillräckligt att ett sådant samband åtminstone är en rimlig möjlighet.<sup>47</sup>

Tidpunkten för rapporteringen är beroende av huruvida biverkningen är allvarlig eller inte. Biverkningar som leder till döden, är livshotande, kräver längre sjukhusvård eller medför allvarliga funktionsnedsättningar anses allvarliga.<sup>48</sup> Information om misstänkta allvarliga biverkningar ska rapporteras till Eudravigilance-databasen inom 15 dagar. Motsvarande tid för icke allvarliga biverkningar är 90 dagar.

---

<sup>41</sup> EMA, *European Database of Suspected Adverse Drug Reaction Reports*.

<sup>42</sup> Förordning (EG) nr 726/2004, art. 28b.

<sup>43</sup> LVFS 2012:14 4 §. Se även Läkemedelslagen (1992:859) 9 a §.

<sup>44</sup> LVFS 2012:14 12 §.

<sup>45</sup> Läkemedelsverket, *Periodisk säkerhetsrapportering*.

<sup>46</sup> LVFS 2012:14 9 §.

<sup>47</sup> Direktiv 2010/84/EU, ingressen, stycke 5.

<sup>48</sup> LVFS 2012:14 3 §.

Den ursprungliga versionen av förordning nr 726/2004 innehöll en bestämmelse om att innehavaren av ett godkännande för försäljning inte fick ge allmänheten information om säkerhetsövervakningen utan att först meddela EMA.<sup>49</sup> Bestämmelsen försvann dock i samband med införandet av ”the Pharma Package” som ett led i arbetet med att harmonisera reglerna om registrering och rapportering i förordning 726/2004 och direktiv 2001/83.<sup>50</sup>

## 2.4 Avslutande kommentarer

Information om ett läkemedels negativa effekter emanerar från ett antal olika källor. Rapporter direkt från patienter eller från hälso- och sjukvårdspersonal utgör med stor sannolikhet en betydande del av informationsunderlaget men även läkemedelsbolagens egna studier och den medicinska litteraturen tjänar till att identifiera misstänkta biverkningar. Oaktat informationens uppkomst åligger det läkemedelsindustrins aktörer att rapportera sina iakttagelser till EMA som i sin tur sammanställer och publicerar resultatet i *Eudravigilance*-databasen.

Läkemedelsbolagen har i egenskap av innehavare av godkännandet för försäljning en central roll för såväl identifieringen som rapportering av misstänkta biverkningar redan till följd av förordning 726/2004 och direktiv 2001/83. Resterande uppsats fokuserar på hur denna roll förhåller sig till bolagets aktiemarknadsrättsliga skyldigheter.

---

<sup>49</sup> Förordning (EG) nr 726/2004 [2004], art. 24(5).

<sup>50</sup> Förordning (EU) nr 1235/2010, ingressen, stycke 20.

# 3 Aktiemarknadsrättsliga utgångspunkter

## 3.1 Inledande anmärkningar

Följande kapitel placerar aktiemarknadsrätten i dess ekonomiska kontext. Behovet av att förstå informationsgivningens ekonomiska konsekvenser har redan diskuterats i avsnitt 1.3. Kapitlet består utöver dessa inledande anmärkningar av fyra avsnitt. I avsnitt 3.2 presenteras aktiemarknadens allokeringsfunktion och informationsgivningens syfte beskrivs i termer av investerarskydd och effektiv prisbildning. Varje diskussion rörande informationsgivning på aktiemarknaden måste på något sätt förhålla sig till *den effektiva marknadshypotesen*. Enligt den effektiva marknadshypotesen reflekterar aktiepriser vid varje given tidpunkt all tillgänglig information. Implikationerna av denna teori diskuteras och kontrasteras mot behavioristisk ekonomisk teori i avsnitt 3.3. I avsnitt 3.4 undersöker jag ett alternativt syfte med informationsgivningsreglerna, nämligen behovet av att överbrygga separationen av ägande och kontroll i aktiemarknadsbolag med spritt ägande. Slutligen sammanfattar jag mina preliminära slutsatser i avsnitt 3.5.

## 3.2 Aktiemarknadens funktion och informationsgivningens syfte

Aktiemarknadens övergripande syfte förklaras ofta i termer av riskfördelning, finansiering av produktiva investeringar och ökad ekonomisk tillväxt.<sup>51</sup> Genom sin närvaro på marknaden får aktiemarknadsbolag möjlighet att attrahera nytt riskkapital samtidigt som investerare kan diversifiera sitt sparande.<sup>52</sup> Detta förfarande anses i slutändan bidra till den ekonomiska tillväxten eftersom det allokerar resurser till de aktörer där de gör mest nytta.<sup>53</sup> Den ekonomiska teorin bakom detta antagande är förhållandevis okomplicerad. På fria marknader hamnar tillgångar i händerna på de aktörer som är villiga att betala mest. Anledningen till att dessa aktörer är villiga att betala mer än andra antas vara att de har möjlighet att använda tillgången till mer värdefulla ändamål.

---

<sup>51</sup> Stattin 2009 s. 46 ff.

<sup>52</sup> Gordon/Kornhauser (1985), *Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research*, N.Y.U. L. Rev. 60, s. 767.

<sup>53</sup> Posner, Richard A. (2011), *Economic Analysis of Law*, New York, s. 13.

Såväl effektiv resursallokering som riskdiversifiering förutsätter att investerare kan skilja lovande investeringsmöjligheter från dåliga. Aktier saknar till skillnad från fysisk egendom ett självständigt ekonomiskt värde.<sup>54</sup> Istället sammanfaller aktiernas värde med de krav som deras ägare kan ställa på framtida utdelningar.<sup>55</sup> Mycket av den information som är relevant för att bedöma utdelningarnas storlek och säkerhet härrör från bolagets egen verksamhet. Det är därför ofta svårt för utomstående att på egen hand tillgodosöka sig informationen annat än genom kostsamma undersökningar.<sup>56</sup> Informationsasymmetrier av detta slag kan leda till en negativ urvalsprocess.<sup>57</sup>

I frånvaro av aktiemarknadsrättslig informationsgivning riskerar alla investeringsmöjligheter att värderas lika.<sup>58</sup> Investerare kommer att underskatta värdet på årliga bolags aktier då dessa misstänks hemlighålla kurspåverkande information samtidigt som opportunistiska bolags uppriktighet överskattas.<sup>59</sup> Resultatet blir att kapital fördelas till såväl lovande som undermåliga ändamål och aktiemarknadens allokeringsfunktion försvagas.<sup>60</sup>

Utöver informationsasymmetrier påverkas även allokeringen av kapital på aktiemarknaden av investerarnas förtroende och prisbildningens effektivitet.<sup>61</sup> Investerarnas tilltro till aktiemarknadens integritet är en nödvändig förutsättning för deras intresse av att verka på densamma. I den utsträckning investerare känner att de blir utnyttjade kommer de att hitta andra användningsområden för sitt kapital.<sup>62</sup> Blir uttåget alltför omfattande riskerar aktiemarknaden att kollapsa.<sup>63</sup> Av denna anledning syftar reglerna om aktiemarknadsbolagens informationsgivning till att investerare kan göra välgrundade bedömningar av bolagens resultat och ställning. Det är av särskilt stor betydelse att investerare bereds snabb tillgång till fullständig, korrekt och relevant information. Reglerna ska dock inte ses som något skydd mot dåliga investeringsbeslut så länge investerarna inte blivit missledda.<sup>64</sup>

---

<sup>54</sup> Andersen/Clausen 2008 s. 121.

<sup>55</sup> I detta sammanhang bortses från att aktiers värde även beror på vilken grad av kontroll de medför. Det är till exempel inte ovanligt med så kallade budpremier vid publika förvärv.

<sup>56</sup> Easterbrook Frank, H. och Fischel, Daniel R (1984), *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, Va. L. Rev. 70, s. 674 f.

<sup>57</sup> Bergström/Samuelsson 2012 s. 29 ff. och Härkönen 2013 s. 76 f.

<sup>58</sup> Akerlof, George A. (1970), *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, Q.J. Econ. 84, s. 489 och Easterbrook/Fischel 1984 s. 673.

<sup>59</sup> Franco, Joseph (2002), *Why Antifraud Prohibitions are Not Enough: The Significance of Opportunism, Candor and Signaling in the Economic Case for Mandatory Securities Disclosure*, Colum. Bus. L. Rev. 2002, s. 244.

<sup>60</sup> Franco 2002 s. 245.

<sup>61</sup> Prop. 2004/05:158, *Prospekt*, s. 59 och prop. 2006/07:65, *Informationskrav i noterade företag, m.m.*, s. 86.

<sup>62</sup> "Who would knowingly roll the dice in a crooked crap game?" *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 247 (1988).

<sup>63</sup> Shleifer, Andrei (2000), *Inefficient markets: an introduction to behavioral finance*, New York, s. 191.

<sup>64</sup> Prop. 2006/07:65 s. 85.

Det sägs ofta föreligga ett nära samband mellan tillgången på information och en effektiv prisbildning på aktiemarknaden.<sup>65</sup> En effektiv prisbildning bidrar till identifieringen av framgångsrika bolag och därmed till allokeringen av kapital i stort.<sup>66</sup> Vilken betydelse som ska tillmätas denna premis är dock beroende av vår uppfattning om marknadens förmåga att återspegla information. I nästa avsnitt diskuteras den effektiva marknadshypotesen och hur den påverkar vår förståelse av vad som är en ändamålsenlig informationsgivningspolitik.

## 3.3 Förhållandet mellan information och korrekta aktiekurser

### 3.3.1 Den effektiva marknadshypotesen

Fram till slutet på 1970-talet utgjorde den effektiva marknadshypotesen hela den kontext inom vilken diskussioner rörande aktiemarknadsrättslig reglering och ekonomisk effektivitet ägde rum.<sup>67</sup> Förvisso har introduktionen av nya teorier minskat tilltron till den effektiva marknadshypotesens förmåga att förklara finansiella marknader men dess betydelse är fortfarande påtaglig.<sup>68</sup>

Den effektiva marknadshypotesen har sitt ursprung i en rad empiriska tester, vilka utfördes vid University of Chicago i slutet av 1960-talet. Dessa tester syftade till att precisera hur aktiekurser inkorporerar olika typer av information och därför görs ofta en distinktion mellan en svag, semi-stark och stark form av effektivitet beroende på vilket informationssegment som hypotesen avser.<sup>69</sup> Enligt Fama är en marknad *svagt* effektiv om priser reflekterar all historisk information såsom tidigare prisrörelser.<sup>70</sup>

---

<sup>65</sup> A.a. s. 85.

<sup>66</sup> Kahan, Marcel (1992), *Securities Law and the Social Costs of "Inaccurate" Stock*, Duke Law Journal 41, s. 1010 och Stout, Lynn (1995), *Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation*, Va. L. Rev. 81, s. 680.

<sup>67</sup> År 1978 skrev Michael Jensen att "there is no other proposition in economics which has more solid empirical evidence supporting it than the Efficient Market Hypothesis." Jensen, Michael C. (1978), *Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency*, JFE, s. 97.

<sup>68</sup> För nyare ekonomisk teori och dess inverkan på den effektiva marknadshypotesens hållbarhet, se avsnitt 3.3.2. Ett exempel på hypotesens genomslag i den svenska regleringen återfinns i Prop. 2006/07:65 s. 86 där tillgången till information beskrivs som "intimt förknippad med prisbildningen på marknaden [...]."

<sup>69</sup> Fama, Eugene F. (1970), *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, J. Finance 25, s. 383.

<sup>70</sup> A.a. s. 389 ff.

Marknaden är *semi-stark* när den inte bara reflekterar historisk information utan all tillgänglig information.<sup>71</sup> Och den är *starkt* effektiv om priset återspeglar såväl offentlig som privat information.<sup>72</sup>

Konsekvenserna av den effektiva marknadshypotesen beror på vilken form av effektivitet den aktuella marknaden uppvisar. Svag effektivitet implicerar att det inte går att dra nytta av att undersöka äldre aktiekurser i hopp om att hitta mönster i kursens utveckling.<sup>73</sup> Starkt effektiva marknader utesluter möjligheten att ens de mest ambitiösa undersökningarna av ett bolag och dess verksamhet kan resultera i systematiska vinster. Eftersom stark effektivitet förutsätter att marknaden reflekterar *all* information i stort sett omgående kommer resultatet av undersökningarna återspegla sig i aktiepriset innan det går att dra någon nytta av dem.<sup>74</sup> Kanske var det i denna anda som Samuelson uttalade: "If one could be sure that a price would rise, it would have already risen".<sup>75</sup> Vanligtvis refererar den akademiska litteraturen till den effektiva marknadshypotesen i dess semi-starka form; det vill säga att aktiepriser reflekterar all offentlig information och svarar på all ny information så fort den blir tillgänglig. På semi-starka marknader kan prisförändringar från dag till dag endast ske på grund av nyheter. Eftersom nyheter till sin natur är oförutsebara följer aktiepriset en slumpmässig vandring.<sup>76</sup>

Effektiva marknader förutsätter en kamp mellan olika investerare att upparbeta och utnyttja ny information. Men om det inte finns några incitament att utföra denna typ av arbete uppstår frågan hur ny information inkorporeras i priset.<sup>77</sup> Enligt Grossman och Stiglitz är perfekt effektiva marknader därför en omöjlighet.<sup>78</sup>

---

<sup>71</sup> A.a. s. 404 ff.

<sup>72</sup> A.a. s. 409 ff.

<sup>73</sup> Av alla former av marknadseffektivitet vilar den svaga formen på säkrast empirisk grund. Ett tidigt exempel på svag effektivitet är Kendalls studie av priserna av ett antal aktier på den brittiska marknaden. Kendall fann att prisutvecklingen närmast kunde beskrivas som resultat av att "the Demon of Chance drew a random number [...] and added it top the current price to determine next week's price." Kendall, Maurice G. (1953), *The Analysis of Economic Time-Series – Part I: Prices*, J. R. Stat. Soc. 96, s. 13.

<sup>74</sup> Den starka formen av den effektiva marknadshypotesen är intuitivt problematisk. Det är ett observerbart faktum att det är möjligt att profitera på insiderhandel.

<sup>75</sup> Samuelson, Paul A. (1965), *Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly*, Ind. Mgmt Rev. 6, s. 41.

<sup>76</sup> Pearson, Karl (1905), *The Problem of the Random Walk*, Nature 72, s. 432.

<sup>77</sup> Marknaden fastnar i en pendel mellan effektivitet och ineffektivitet. På ineffektiva marknader är det möjligt att profitera genom handel på ny information. Allt eftersom marknaden blir mer effektiv minskar dock dessa möjligheter. I slutändan, när marknaden är fullständigt effektiv, upphör all upparbetning av ny information eftersom denna längre är lönsamt och marknaden kastas tillbaka till ett ineffektivt stadium. Gilson/Kraakman 1984 s. 577.

<sup>78</sup> Grossman, Sanford J. och Stiglitz, Joseph E. (1980), *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, A. Econ. Rev. 70, s. 393.

Priset kan endast reflektera informationsnivån hos de sofistikerade investerarna.<sup>79</sup> En annan förklaring till varför marknaden inte är fullständigt effektiv är att produktionen, verifikationen och analysen av ny information är förenad med varierande transaktionskostnader.<sup>80</sup> Marknadens förmåga att återspegla ett visst informationssegment blir därför beroende av kostnaderna för att bearbeta informationen.

Hittills har diskussionen handlat om *att* aktiekurser svarar på ny information men det är för våra ändamål även nödvändigt att undersöka *hur* informationen inkorporeras i priset. Som bekant sägs en god informations-spridning leda till effektiv prissbildning, vilket i sin tur bidrar till marknadens allokeringssfunktion.<sup>81</sup> Detta påstående verkar förutsätta ett samband mellan en akties marknadsvärde och dess underliggande värde. Det skulle också innebära att aktiepriser inte bara återspeglar ny information utan dessutom utgör en rationell behandling av densamma.<sup>82</sup>

Alla undersökningar av förhållandet mellan den effektiva marknadshypotesen och fundamentalt värde har ett gemensamt problem. Eftersom beräkningen av fundamentalt värde innebär att ytterligare en modell såsom CAPM måste tillämpas, kan en undersökning i bästa fall endast visa att den effektiva marknadshypotesen stämmer överens med den valda modellen.<sup>83</sup> Oaktat vilken modell som används borde marknadsvärdet på fundamentalt effektiva marknader motsvara det korrekt diskonterade värdet av ett bolags framtida aktieutdelningar.<sup>84</sup>

Det bör påpekas att den effektiva marknadshypotesen inte nödvändigtvis implicerar fundamental effektivitet. Bara för att marknaden reagerar *direkt* på ny information behöver inte reaktionen vara *korrekt*. Detta till trots kan det med utgångspunkt i den effektiva marknadshypotesen argumenteras för att priser är just fundamentalt effektiva. Hur detta argument är uppbyggt diskuteras i nästa avsnitt där det även kontrasteras mot de behavioristiska teorierna.

---

<sup>79</sup> Marknaden befinner sig så att säga i "an equilibrium degree of disequilibrium". A.a. s. 393, 395, 398.

<sup>80</sup> Gilson/Kraakman 1984 s. 593 f.

<sup>81</sup> Prop. 2006/07:65 s. 86 och Fama 1970 s. 383.

<sup>82</sup> Langevoort, Donald C. (1992), *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, U. Pa. L. Rev. 140, s. 856 f.

<sup>83</sup> Detta problem är känt som *the joint hypothesis problem* och beskrivs bland annat hos Gordon/Kornhauser 1985 s. 771 f. och Gilson, Ronald J. och Kraakman, Reinier H. (2003), *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, J. Corp. L. 28, s. 716, fn. 4.

<sup>84</sup> Shiller, Robert J. (1981), *Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?*, Am. Econ. Rev. 71 s. 421. Enligt CAPM står en den förväntade utdelningen hos en aktie i proportion till den risk hänförlig till aktien som inte kan diversifieras bort.



### 3.3.2 Oväsen och den behavioristiska utmaningen

Kopplingen mellan den effektiva marknadshypotesen och fundamentalt effektiva marknader vilar på tre premisser: (1) investerare är rationella, (2) i den utsträckning investerare inte är rationella så är de irrationella på olika sätt, vilket innebär att de upphäver varandras handel, och (3) även om investerarens irrationalitet är genomträngande och systematisk kommer de kvarvarande rationella investerarna utnyttja den irrationella prissättningen och tvinga tillbaka aktiekurserna till deras fundamentala värde.<sup>85</sup>

Rationella investerare baserar sina investeringsbeslut på förändringar i aktiers underliggande värde.<sup>86</sup> Detta innebär att de uteslutande handlar på information som förändrar deras befogade förväntningar om framtida utdelningar.<sup>87</sup> Mycket talar dock för att investerare i många fall misstar information för faktorer utan koppling till rationella förväntningar, så kallat *oväsen*.<sup>88</sup> Fördomar, överreaktioner och överdriven tilltro till den egna förmågan eller auktoriteter kan leta sig in i investerarnas beslutsfattande och få dem att fatta irrationella beslut.<sup>89</sup>

Närvaron av irrationella investerare är inte i sig tillräcklig för att få marknadsvärdet att avvika från det fundamentala värdet. Om den irrationella handeln inte är korrelerad kommer den att upphäva sig själv utan att påverka marknadsvärdet.<sup>90</sup> Anhängare av den behavioristiska teorin anser dock att irrationell handel ofta är systematisk. Eftersom investerare i stor utsträckning påverkas av samma oväsen finns det anledning att tro att de kommer att reagera på liknande sätt.<sup>91</sup> Är den irrationella uppfattningen tillräckligt utbredd kan detta leda till att aktier handlas till högre eller lägre priser än vad som följt av en rationell analys.

Slutligen kan fundamentalt effektiva priser upprätthållas genom att fullt rationella investerare identifierar den irrationella handelns påverkan på aktiekursen och handlar på mellanskillnaden, så kallat *arbitrage*.<sup>92</sup> Denna handel tjänar i sin tur till att driva priserna tillbaka mot de fundamentala värdena.<sup>93</sup>

---

<sup>85</sup> Shleifer 2000 s. 2.

<sup>86</sup> A.a. s. 2.

<sup>87</sup> Shleifer, Andrei och Summers, Lawrence H. (1990), *The Noise Trader Approach to Finance*, J. Econ. Persp. 4, s. 19.

<sup>88</sup> Black 1986 s. 529, 531.

<sup>89</sup> Shiller, Robert J. (2000), *Irrational exuberance*, Princeton, s. 150 f. och Shleifer/Summers 1990 s. 24. Till exempel visar nyare forskning att tidigare vinster och förluster påverkar hur investerare uppfattar risk, Hytönen et al. (2014), *Path Dependence in Risky Choice: Affective and Deliberative Processes in Brain and Behavior*, J Econ. Behav. Organ. (kommande), s. 27.

<sup>90</sup> Shleifer/Summers 1990 s. 23 och Gilson/Kraakman 2003 s. 725, 733.

<sup>91</sup> Shleifer 2000 s. 12.

<sup>92</sup> Shleifer och Summers definierar arbitragehandlare som investerare vilka "form fully rational expectations about security returns", Shleifer/Summers 1990 s. 20.

<sup>93</sup> Shleifer 2000 s. 4.

Behavioristerna menar dock att arbitrage i verkligheten är förenat med betydande risker.<sup>94</sup> Shleifer och Summers identifierar två typer av risk som begränsar viljan att handla mot de irrationella priserna. För det första löper arbitrageutövare alltid risken att de själva misstagit sig angående det fundamentala värdet.<sup>95</sup> För det andra, finns risken att marknaden kan förbli irrationell längre än den rationella investeraren har råd att vänta.<sup>96</sup> Det faktum att en aktie är felaktigt prissatt idag behöver inte betyda att den kommer att återgå till det fundamentala värdet i morgon. Förekomsten av risk kan hindra rationella investerare från att dra nytta av arbitragemöjligheter och tvinga priserna mot det fundamentala värdet.

Introduktionen av oväsen öppnar för situationer där marknadsvärdet avviker drastiskt från aktiernas underliggande värde. Snarare än att motsvara rationella förväntningar om fundamentala värden anser Black aktiekurser motsvara förvanskade uppskattningar. Resultatet av detta synsätt är "effektiva" marknader där "price is within a factor of 2 of value, i.e. the price is more than half of value and less than twice of value".<sup>97</sup>

### 3.4 Information och agentproblem

Den föregående diskussionen har i huvudsak handlat om informationsgivningens betydelse för aktiemarknadens övergripande funktionssätt. Härkönen påpekar dock att aktiemarknadsbolagets informationsgivning även kan ses ur ett mikro-perspektiv.<sup>98</sup> Den relevanta konflikten för detta synsätt är den mellan aktieägarna och bolagets styrelse. Jämfört med den tidigare diskussionen föreligger här en betoning på aktieägarnas roll som ägare snarare än som investerare.

Aktieägare i bolag med spritt ägande är ointresserade av den dagliga verksamheten i bolaget.<sup>99</sup> Avsaknaden av granskning lämnar ledningen med betydande utrymme att använda bolagets resurser för egna ändamål.<sup>100</sup> För att överbrygga denna separation av ägande och kontroll åsamkas aktieägarna agentkostnader bland annat i form av kostnader för lojalitetsutfästelser.<sup>101</sup>

---

<sup>94</sup> Langevoort 1992 s. 870, Shleifer 2000 s. 13 och Gilson/Kraakman 2003 s. 736.

<sup>95</sup> Shleifer/Summers 1990 s. 21

<sup>96</sup> Gilson/Kraakman 2003 s. 753.

<sup>97</sup> Black 1986 s. 533.

<sup>98</sup> Härkönen 2013 s. 18.

<sup>99</sup> Berle, Adolf A. och Means, Gardiner C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York. s. 76.

<sup>100</sup> A.a. s. 113 f.

<sup>101</sup> Jensen, Michael C. och Meckling, William H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, JFE 3, s. 308 och Bergström, Clas och Samuelsson, Per (2009), *Aktiebolagets grundproblem*, Stockholm, s. 38.

Även kostnaderna för övervakning påverkar aktieägarnas möjligheter att utöva kontroll.<sup>102</sup> Aktiemarknadsbolagets informationsgivning blir i detta sammanhang betydelsefull eftersom den både underlättar aktieägarnas övervakning och verkar preventivt genom minska ledningens möjligheter att oupptäckt tillskansa sig fördelar på aktieägarnas bekostnad.<sup>103</sup>

Det kan dock ifrågasättas om separationen av ägande och kontroll är ett vanligt förekommande problem på den svenska aktiemarknaden. Bergström och Samuelsson är av uppfattningen att ägandet inom svenska aktiemarknadsbolag är så koncentrerat att: ”[s]eparationen av ägande och kontroll [...] inte alltid [är] den mest realistiska utgångspunkten vid studier av aktiebolagsrättsliga problem i Sverige”.<sup>104</sup>

### 3.5 Avslutande kommentarer

Aktiemarknadens främsta syfte är att allokera kapital till produktiva investeringar och risk mellan olika investerare. Informationsgivningens betydelse för denna övergripande allokeringssfunktion kan härledas till ett antal olika orsaker. För det första leder en total avsaknad av information till ett negativt urval som i förlängningen leder till att kapital riskerar att allokeras till mindre lovande ändamål. För det andra är en fungerande aktiemarknad beroende av investerarnas tilltro till dess integritet. Upplever investerarna att de blir utnyttjade kommer de att söka sig till andra investeringsmöjligheter. Slutligen kan aktiemarknadsbolagets informationsgivning under vissa förutsättningar underlätta allokeringen av riskkapital genom att bidra till marknadspriser som återspeglar investeringens underliggande värde.

Avsnitt 3.3. innehåller en diskussion huruvida aktiekurser faktiskt utgör en rationell behandling av tillgänglig information. Enligt den effektiva marknadshypotesen reflekterar effektiva marknader all tillgänglig information. En restriktiv tolkning av denna premis ger inte mer för handen än att det är svårt att konsekvent slå marknaden genom att handla på ny information. Den effektiva marknadshypotesen är i detta sammanhang inte mer än ett uttryck för att aktiekurser reagerar snabbt på ny information. Ger däremot effektiva marknader upphov till fundamentalt effektiva priser har den hypotesen mer långtgående implikationer.

Om ny information omedelbart och rationellt diskonteras i aktiekursen finns det ingen anledning att anpassa aktiemarknadsbolagets informationsgivning annat än till de marknadsaktörer med förmåga att effektivt påverka prisbildningen.

---

<sup>102</sup> Alchian, Armen A. och Demsetz, Harold (1972), *Production, Information Costs, and Economic Organization*, Am. Econ. Rev. 77, s. 794.

<sup>103</sup> Härkönen 2013 s. 20.

<sup>104</sup> Bergström/Samuelsson 2009 s. 129. Jfr Bergström/Samuelsson 2012 s. 144.

En mer omfattande skyldighet skulle innebära ökade kostnader för aktiemarknadsbolaget utan motsvarande vinster i effektiv prisbildning eller investerarskydd. Både Keisu och Samuelsson verkar vara av uppfattningen att det inte finns något värde i att informationsreglerna avpassas till ”lekmännen” eller ”den genomsnittlige investeraren”.<sup>105</sup>

Behavioristisk ekonomisk teori angriper kopplingen mellan aktiekurser och fundamentala värden. Eftersom investerare inte är fullständigt rationella och marknaden är oförmögen att upphäva denna irrationalitet riskerar aktiekurserna att förvrängas av oväsen.

Med introduktionen av behavioristisk ekonomisk teori följer frågan på vilket sätt aktiemarknadsbolagets informationsgivning kan bidra till att göra marknader *mindre ineffektiva*.<sup>106</sup> För att en korrekt diskontering av ny information ska kunna bryta genom oväsendet borde det krävas att en så stor del av investerarkollektivet som möjligt sätts i en position att fatta rationella beslut. Först när samtliga investerare har möjlighet att behandla informationen på ett rationellt sätt kan marknaden anses fundamentalt effektiv. Grossman och Stiglitz påpekar att fullständigt effektiva marknader är en omöjlighet. Detta borde dock inte hindra att aktiemarknadsbolagets informationsgivning riktas till en så bred krets av investerare som möjligt.

En viktig fråga är i vilken utsträckning den genomsnittlige investeraren tillgodogör sig information från aktiemarknadsbolaget. Det kan givetvis inte bortses ifrån att den genomsnittlige investeraren i många fall kommer att ignorera information från bolaget. Det kan dock ifrågasättas om denna omständighet i sig motiverar en informationsgivningspolicy endast riktad mot de professionella segmenten. Föreligger det inte något samband mellan aktiekurser och fundamentala värden bidrar inte heller de professionella aktörernas handel i sig till ett fungerande investerarskydd eller en effektiv prisbildning. Sammanfattningsvis kan det således finnas ett värde i att reglerna rörande aktiemarknadsbolagets informationsgivning även tar hänsyn till den genomsnittliga investeraren.

Detta kapitel har syftat till att belysa den splittring som råder inom den ekonomiska doktrinen rörande hur marknaden diskonterar ny information i aktiekursen. Det förefaller vanskligt att inom ramen för ett examensarbete ta ställning för vare sig den effektiva marknadshypotesen eller de behavioristiska teorierna. Jag kan i detta sammanhang endast konstatera att jag inte är ensam. Ett illustrerande uttalande gjordes av USA:s högsta domstols ordförande John Roberts i samband med huvudförhandlingarna i *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*:

---

<sup>105</sup> Samuelsson 1991 s. 94, 320, Keisu, Jenny (2009), *Aktiemarknadsbolagens informationsgivning. Om hantering av kurspåverkande information, informationsläckor, rykten och educated guesses*, AMRS 1, s. 25 f.. Jfr Easterbrook/Fischel 1984 s. 694.

<sup>106</sup> Jfr Shleifer 2000 s. 190.

I understand your friend on the other side to acknowledge that the efficient market theory is not perfect, that there are situations in which events are not reflected in the market price. I understand you to acknowledge that it's accurate to some extent, but that the exceptions or the extent to which it's not accurate [...] override the extent to which it is. [...] How am I supposed to review the economic literature and decide which of you is correct on that?<sup>107</sup>

Däremot anser jag att den föregående diskussionen åtminstone leder till en avslutande kommentar: valet av den mest ändamålsenliga lösningen av ett aktiemarknadsrättsligt problem är förenat med ett ställningstagande rörande den underliggande ekonomiska teorin.

---

<sup>107</sup> *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, U.S., No. 13-317 (2014), Transcript of Oral Argument, s. 10 §§ 7-15.

## 4 Informationsgivning på den svenska aktiemarknaden

### 4.1 Inledande anmärkningar

I detta kapitel diskuterar jag de svenska aktiemarknadsbolagens skyldighet att offentliggöra kurspåverkande information. Som framgår i avsnitt 1.4 berör uppsatsen i huvudsak bolagets *kontinuerliga* informationsskyldighet. Av särskilt intresse för den fortsatta diskussionen är den *typ av information* som ska offentliggöras (4.2) samt *tidpunkten* (4.3) och *formen* för offentliggörandet (4.4).

### 4.2 Omfattningen av aktiemarknadsbolagets informationsskyldighet

Den europeiska värdepappersmarknadsrätten präglas sedan 1980-talet av en betydande harmonisering.<sup>108</sup> Denna utveckling har bland annat inneburit att de svenska reglerna om aktiemarknadsbolagets informationsgivning i stor utsträckning är beroende av de direktiv som antagits inom EU. Av särskild betydelse är i detta sammanhang marknadsmissbruksdirektivets bestämmelser rörande bolagens hantering av så kallad *insiderinformation*.<sup>109</sup> I förhållande till aktiemarknadsbolag kan begreppet insiderinformation i MmD:s artikel 1.1. definieras som icke offentliggjord information av specifik natur, som direkt eller indirekt hänför sig till ett bolag eller dess aktier som, om den offentliggjordes skulle förväntas ha en väsentlig inverkan på aktiekursen. Huruvida viss information utgör insiderinformation har betydelse för både insiderhandelsförbudet i artiklarna 2 till 4 i marknadsmissbruksdirektivet och bolagets skyldighet att offentliggöra informationen enligt artikel 6.1.

---

<sup>108</sup> Hellgardt, Alexander (2013), *The notion of inside information in the Market Abuse Directive: Geltl*, CML Rev. 50, s. 861.

<sup>109</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk), EUT L 96/16, 12.4.2003, s. 1 [MmD].

Av den senare bestämmelsen följer att medlemsstaterna ska se till att aktiemarknadsbolagen så snabbt som möjligt informerar allmänheten om insiderinformation som direkt berör bolagen.<sup>110</sup>

De så kallade insiderbrotten regleras för svenskt vidkommande i lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument. Där definieras insiderinformation som ”information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument”. Denna definition av insiderinformation stämmer i stort överens med motsvarande definition i marknadsmissbruksdirektivet eftersom kravet på att informationen ska vara ”specifik natur” anses underförstått i den svenska regleringen.<sup>111</sup>

Motsvarande samstämmighet mellan de svenska reglerna och marknadsmissbruksdirektivets definition av insiderinformation saknas däremot avseende den svenska regleringen av aktiemarknadsbolagets informationsgivning. Marknadsmissbruksdirektivets bestämmelser om offentliggörande återfinns i lag (2007:528) om värdepappersmarknaden. Istället för ”insiderinformation” avser aktiemarknadsbolagets informationsskyldighet enligt VpmL 15 kap. 6 § 3 p. ”upplysningar [...] av betydelse för kursvärdet”. De närmare konturerna av informationsskyldigheten beskrivs i FFS 2007:17 10 kap. 3 §, enligt vilken ett bolag ”så snart som möjligt [ska] offentliggöra om den fattar ett beslut, eller om det inträffar en händelse som i icke oväsentlig grad: påverkar den bild av utgivaren [...] som skapats genom tidigare offentliggjord information, eller på annat sätt påverkar bilden av utgivaren”.

Omfattningen av aktiemarknadsbolagets informationsskyldighet finns även reglerat i NASDAQ OMX Stockholms regelverk. Av generalklausulen i regelverkets punkt 3.1.1 följer att bolag är skyldiga att så snart som möjligt offentliggöra information som är av kurspåverkande natur.<sup>112</sup> Handledningstexten till generalklausulen ger ett antal exempel på situationer som kan vara kurspåverkande, däribland inledande eller uppgörelse av legala tvister, kundförluster, forskningsresultat och myndighetsbeslut.

---

<sup>110</sup> Den närmare formen för offentliggörandet regleras numera i 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, EUT L 390, 31.12.2004, s. 38, [Öppenhetsdirektivet]. Enligt artikel 21.1 i Öppenhetsdirektivet ska medlemsstaterna säkerställa att de berörda aktörerna offentliggör *obligatorisk information*. Av artikel 2.1 k i öppenhetsdirektivet framgår att definitionen av obligatorisk information även omfattar insiderinformation enligt artikel 6 i marknadsmissbruksdirektivet.

<sup>111</sup> SOU 2004:69, *Marknadsmissbruk*, s. 76.

<sup>112</sup> Det bör i detta sammanhang uppmärksammas att NASDAQ OMX Stockholms regelverk gör en distinktion mellan kurspåverkande information och information som förväntas få väsentligt kurspåverkande effekt. Avser bolaget offentliggöra information hänförlig till den senare kategorin måste bolaget underrätta börsen innan offentliggörandet, jfr NASDAQ OMX Stockholm, Regelverk för emittenter, Aktier 3.4.2 (1 juli 2013).

Vissa av dessa exempel är av sådan karaktär att de härstammar från själva bolaget medan händelserna i andra fall uppstår till följd externa krafter. I det senare fallet kan det vara svårt för bolaget att överblicka händelsens konsekvenser. Denna osäkerhet kan dock inte ursäkta ett undanhållande av information om den skulle vara kurspåverkande.<sup>113</sup> Istället åligger det bolaget att informera marknaden allt eftersom händelsens omfattning klarnar.

Lagen om värdepappersmarknaden, Finansinspektionens föreskrifter och NASDAQ OMX Stockholms regelverk använder sig således av olika definitioner avseende den information som aktiemarknadsbolaget ska offentliggöra. Till skillnad från insiderhandelsförbudet i marknadsmissbrukslagen saknas det dessutom en tydlig koppling mellan de svenska reglerna om aktiemarknadsbolagets informationsgivning och marknadsmissbruksdirektivets definition av insiderinformation.

En första fråga är i vilken utsträckning den svenska lagstiftningen, Finansinspektionens föreskrifter och den aktiemarknadsrättsliga självregleringen ska ges olika innebörd på grund av de semantiska skillnaderna gällande omfattningen av aktiemarknadsbolagets informationsskyldighet. I detta sammanhang följer av handledningstexten till punkt 3.1.1 i NASDAQ OMX Stockholms regelverk att det inte är avsikten att bedömningen av vad som är kurspåverkande enligt generalklausulen ska avvika från vad som föreskrivs i VpmL och Finansinspektionens föreskrifter. Denna samstämmighet mellan bestämmelsernas faktiska innebörd understryks av att ”upplysningar av betydelse för bedömningen av kursvärdet” enligt VpmL likställs med kurspåverkande information i vissa förarbeten.<sup>114</sup> Mycket talar därför för att skillnaderna i bestämmelsernas utformning saknar praktisk betydelse.

Avseende de svenska reglernas förhållande till marknadsmissbruksdirektivets definition av insiderinformation uppmärksammar Härkönen att ”icke oväsentlig information” i svensk rätt (jfr FFFS 2007:17 10 kap. 3 §) är ett vidare begrepp än ”väsentlig information” i marknadsmissbruksdirektivet.<sup>115</sup> Skillnaden mellan ”icke oväsentlig” och ”väsentlig” information ska dock inte överdrivas. I förarbetena till MmL beskrevs skillnaden som ”närmast kosmetisk”.<sup>116</sup> Dessutom förefaller ”icke oväsentlig” och ”väsentlig” falla tillbaka på snarlika definitioner. Enligt genomförandedirektivet artikel 1.2 ska:

”[...] information som, om den offentliggjordes, skulle kunna ha en väsentlig inverkan [...] innebära information som en förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut.”<sup>117</sup>

<sup>113</sup> Andersen/Clausen 2008 s. 167.

<sup>114</sup> Ds 2006:6, *Informationskrav i noterade företag, m.m.*, s. 129.

<sup>115</sup> Härkönen 2013 s. 115 ff.

<sup>116</sup> Prop. 2004/05:158 s. 56.

<sup>117</sup> Kommissionens direktiv 2003/124/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller definition och offentliggörande av insiderinformation och definition av



Denna definition har stora likheter med den amerikanska definitionen av "materiality" och har för svensk avseende tidigare funnits i NASDAQ OMX Stockholms råd om kontakter med analytiker och informationsläckor.<sup>118</sup>

Av förarbetena framgår att kurspåverkande information "är ett vidare begrepp än den insiderinformation som avses i marknadsmissbruksdirektivet."<sup>119</sup> Den samlade bilden är att vad som ska anses kurspåverkande enligt svensk rätt i stor utsträckning sammanfaller med vad som utgör insiderinformation enligt marknadsmissbruksdirektivet och vad som är "material" i den amerikanska värdepapperslagstiftningen. Under alla omständigheter torde de förhållanden eller händelser som utlöser insiderhandelsförbudet också behöva offentliggöras enligt såväl VpML som NASDAQ OMX Stockholms regelverk.

Huruvida viss information är kurspåverkande måste avgöras utifrån omständigheterna i varje enskilt fall. Detta innebär att bland annat att bedömningen ska utgå från bolagsspecifika förhållanden och att den förväntade omfattning hela tiden måste kontrasteras mot bolagets samlade verksamhet. Detta innebär bland annat att bedömningen av om en viss omständighet uppfyller kravet på kurspåverkan ska ske utifrån en relativ och individuell måttstock.<sup>120</sup> Vid tveksamheter kan förvisso bolaget kontakta börserna för råd men detta till trots ligger det slutliga ansvaret fortfarande på bolaget.

Utöver en "väsentlig" alternativt "icke oväsentlig" inverkan på aktiekursen leder en direktivkonform tolkning till att viss information måste vara av specifik natur och inte tidigare offentliggjord för att omfattas av aktie marknadsbolagets informationsskyldighet.<sup>121</sup> Enligt förarbetena till den svenska marknadsmissbrukslagen är en uppgift offentliggjord om den publicerats på en marknadsplats eller förekommer i media.<sup>122</sup> Under vissa förutsättningar kan dessutom det faktum att en uppgift publiceras på en hemsida vara att likställa med ett offentliggörande som upphäver informationens karaktär av insiderinformation. Ovanstående resonemang förutsätter dock att hemsidan är välkänd och välbesökt, vilket innebär att en uppgift fortfarande kan utgöra insiderinformation trots att den gjorts tillgänglig på internet.<sup>123</sup>

---

otillbörlig marknadspåverkan, EUT L 399, 24.12.2003 s. 70 [Genomförandedirektivet], art. 1.2.

<sup>118</sup> Härkönen 2013 s. 116 f. Se även avsnitt 5.3.

<sup>119</sup> Ds 2006:6, s. 129.

<sup>120</sup> Jfr Andersen/Clausen 2008 s. 155.

<sup>121</sup> Betydelsen av att omständigheten är av specifik natur behandlas närmare nedan i avsnitt 4.3.

<sup>122</sup> Prop. 2004/05:142, s. 66.

<sup>123</sup> Samuelsson, Per, Afrell, Lars, Cavallin, Samuel och Sjöblom, Nils (2005), *Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar*, Stockholm, s. 190.

### 4.3 Tidpunkten för offentliggörandet

Den obligatoriska informationsskyldigheten gällande kurspåverkande information uppfyller inte sitt syfte om bolaget fritt kan disponera över tidpunkten för offentliggörandet. Av denna anledning begränsar marknadsmissbruksdirektivet bolagets utrymme att skjuta upp ett offentliggörande annat än under vissa angivna förutsättningar.<sup>124</sup>

Enligt artikel 6.1 i marknadsmissbruksdirektivet ska medlemsstaterna se till att bolagen ”så snabbt som möjligt” fullgör sin informationsskyldighet. I genomförandedirektivet till marknadsmissbruksdirektivet anges att kravet på ett så snabbt offentliggörande som möjligt är uppfyllt om bolaget, när det har uppstått omständigheter eller en händelse, utan dröjsmål har informerat allmänheten om detta, oavsett om dessa ännu inte formaliserats.<sup>125</sup> För svenskt vidkommande kräver både Finansinspektionens föreskrifter och NASDAQ OMXs regelverk för emittenter att offentliggörande ska ske så snart som möjligt.<sup>126</sup>

Det står således klart att tidpunkten för offentliggörandet kan inträda även om en händelse ännu inte är formaliserad. Mer omdiskuterat är däremot huruvida någon informationsskyldighet föreligger när händelsen ännu inte är en realitet. Denna fråga har ett nära samband med kravet på att insiderinformation är av specifik natur. Enligt genomförandedirektivet ska information anses vara av specifik natur om den anger en händelse som har inträffat eller rimligtvis kan förväntas inträffa och om denna information är tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om händelsens potentiella kurspåverkan.<sup>127</sup> Flera författare är dock av uppfattningen att informationsskyldigheten först inträder när den aktuella händelsen är en realitet.<sup>128</sup>

Det rättsliga stödet för den s.k. realitetsgrundsatsen kan härledas till artikel 2.2 i genomförandedirektivet, enligt vilken ”Medlemsstaterna skall se till att emittenterna skall anses ha uppfyllt artikel 6.1 första stycket i direktiv 2003/6/EG om emittenten, när det har *uppstått* omständigheter eller en händelse, utan dröjsmål har informerat allmänheten om detta, oberoende av om dessa ännu inte har formaliserats.”<sup>129</sup> Bestämmelsen är öppen för två olika tolkningar.

---

<sup>124</sup> Prop. 2004/05:142, s. 79.

<sup>125</sup> Genomförandedirektivet, art. 2.2. Jfr Öppenhetsdirektivet, art. 21.1.

<sup>126</sup> FFFS 2007:17 10 kap. 3 § och NASDAQ OMX Stockholm, Regelverk för emittenter, Aktier 3.1.3 (1 juli 2013).

<sup>127</sup> Genomförandedirektivet, art. 1.1.

<sup>128</sup> Andersen/Clausen 2008 s. 161.

<sup>129</sup> Författarens kursivering. Jfr Svenskt Näringsliv, *Remissvar avseende Förslag till ändrade marknadsplatsföreskrifter (FI Dnr 12-2840) [SN Dnr 213/2012]* och Di Noia, Carmine och Gargantini, Matteo (2012), *Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime*, ECFR 2012, s. 508 f.

Antingen tar den sikte på *när* ett bolag måste offentliggöra inträffade omständigheter och händelser eller begränsar den informationskyldigheten till de situationer då en händelse eller omständighet faktiskt har inträffat. Förespråkare av realitetsgrundsatsen, däribland den italienska finansinspektionen, förordar den förstnämnda tolkningen.<sup>130</sup> Detta ställningstagande har delvis förklarats som en avvägning mellan två motstående hänsyn. På ena sidan står investerarnas behov av information från bolaget och på den andra står bolagets önskan om att in i det sista hemlighålla vissa omständigheter gentemot sina konkurrenter.<sup>131</sup>

Oaktat aktiemarknadsbolagets intresse av att hemlighålla visa händelser tills de faktiskt inträffat talar EU-domstolens avgörande i *Geltl mot Daimler AG* för att aktiemarknadsbolagets informationskyldighet inträder i ett tidigare skede.<sup>132</sup> I *Geltl mot Daimler AG* uttalade domstolen att även de mellanliggande stegen i en över tiden pågående process kan anses tillräckligt specifika för att utgöra insiderinformation i MmD:s mening.<sup>133</sup> Domstolen verkar ha baserat sitt domslut på att det saknas stöd i direktiven för att separera information om mellanliggande steg från andra former av information.<sup>134</sup> Även om domstolen aldrig nämner artikel 2.2 i genomförandedirektivet explicit verkar domen acceptera uppfattningen att bestämmelsen inte är avsedd att modifiera omfattningen av bolagets informationskyldighet.<sup>135</sup>

Angående vilket krav på sannolikhet som krävs för att en framtida händelse ”rimligtvis kan förväntas inträffa” ansåg domstolen det vara tillräckligt att det finns faktiska utsikter för att händelsen kommer att inträffa.<sup>136</sup> Sannolikheten för att händelsen kommer att inträffa behöver därmed inte nödvändigtvis vara särskilt stor.<sup>137</sup> Enligt Krause och Brellochs utgör en framtida händelse insiderinformation om sannolikheten att den kommer inträffa är ”50 per cent + 1”.<sup>138</sup>

Konsekvensen av *Geltl mot Daimler AG* är att aktiemarknadsbolagets informationskyldighet inte bara gäller en slutlig framtida händelse såsom ett större avtal eller förvärv utan även omfattar information om de mellanliggande stegen under förutsättning att dessa uppfyller kraven på specifik natur och kurspåverkan.

---

<sup>130</sup> Krause, Hartmut och Brellochs, Michael (2013), *Insider trading and the disclosure of inside information after Geltl v Daimler – A comparative analysis of the ECJ decision in the Geltl v Daimler case with a view to the future European Market Abuse Regulation*, CMLJ 8, s. 296.

<sup>131</sup> Andersen/Clausen 2008. s. 164.

<sup>132</sup> Mål 19/11, *Markus Geltl mot Daimler AG*, [2012] I-\*\*\*. Målet rörde en rad konsultationer inför en VD:s avgång vilka inte offentliggjorts på marknaden.

<sup>133</sup> *Markus Geltl mot Daimler AG*, § 40.

<sup>134</sup> Jfr Hellgardt 2013 s. 871.

<sup>135</sup> Di Noia/Gargantini 2012 s. 514.

<sup>136</sup> *Markus Geltl mot Daimler AG*, § 56. Jfr Genomförandedirektivet, art. 1.1.

<sup>137</sup> *Markus Geltl mot Daimler AG*, § 46.

<sup>138</sup> Krause/Brellochs 2013 s. 289.

I praktiken innebär detta att aktiemarknadsbolag i den utsträckning de deltar i större processer måste offentliggöra sina förehavanden i en serie meddelanden.

Som berörts ovan har aktiemarknadsbolaget ofta ett betydande intresse av att hemlighålla viss information. Mot denna bakgrund tillåts bolaget under vissa förutsättningar skjuta upp offentliggörandet av kurspåverkande information.<sup>139</sup> För det första, måste det föreligga godtagbara skäl för ett fördröjt offentliggörande, såsom att offentliggörande kommer att påverka pågående förhandlingar.<sup>140</sup> För det andra, får ett fördröjt offentliggörande inte riskera att vilseleda allmänheten. För det tredje, måste bolaget kunna säkerställa att informationen förblir konfidentiell fram till offentliggörandet.<sup>141</sup> Kravet på snabbt offentliggörande är således inte undantagslöst men bolaget bär självt ansvaret för att förutsättningarna för ett fördröjt offentliggörande är för handen.<sup>142</sup>

## 4.4 Formen för offentliggörandet

Behovet av att aktiemarknadsbolaget kan garantera att den kurspåverkande informationen behandlas konfidentiellt vid ett uppskjutet offentliggörande går tillbaka till bolagets skyldighet att informera marknaden som helhet. Av samma anledning måste bolaget när den offentliggör information göra detta på ett snabbt och icke-diskriminerande sätt som garanterar att informationen blir tillgänglig för allmänheten inom EES.<sup>143</sup>

Den närmare innebörden av formen för offentliggörandet finns varken preciserat i den svenska lagstiftningen eller inom EU-rätten. I stället står det bolagen fritt att dra nytta av den fria konkurrensen när de väljer medier eller operatörer för offentliggörandet.<sup>144</sup> Ett minimikrav är dock att informationen sprids ”så att den når en så bred allmänhet som möjligt”.<sup>145</sup>

---

<sup>139</sup> MmD, art. 6.2, 17 kap. 7 § VpmL, FFFS 2007:17 10 kap. 4 § och NASDAQ OMX Stockholm, Regelverk för emittenter 3.1.3

<sup>140</sup> Genomförandedirektivet, art. 3.1.

<sup>141</sup> FFFS 2007:17 10 kap. 4 § 2 st. Jfr Genomförandedirektivet art. 3.2.

<sup>142</sup> SOU 2004:69, s. 93.

<sup>143</sup> VpmL 17 kap. 2 §. Jfr FFFS 2007:17 10 kap. 10 § och NASDAQ OMX Stockholm, Regelverk för emittenter, Aktier 3.1.5 (1 juli 2013).

<sup>144</sup> Öppenhetsdirektivet 2004/109/EG, ingressen, stycke 25.

<sup>145</sup> Kommissionens direktiv 2007/14/EG av den 8 mars 2007 om tillämpningsföreskrifter för vissa bestämmelser i direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad, EUT L 69, 9.3.2007, s. 27, ingressen, stycke 17.

Oaktat den närmare formen för offentliggörandet är aktiemarknadsbolaget skyldigt att i samband med offentliggörandet publicera informationen på sin hemsida och hålla den tillgänglig under minst tre år.<sup>146</sup> Enligt kommentaren till NASDAQ OMXs regelverk måste bolagen i praktiken anlita en informationsdistributör för att svara för offentliggörandet.<sup>147</sup> Vad som sagts ovan utgör ett betydande avsteg ifråga om specificitet ifrån den äldre regleringen. Till exempel ställde Finansinspektionens föreskrifter tidigare krav på att information skulle offentliggöras genom en etablerad nyhetsbyrå och minst en rikstäckande dagstidning.<sup>148</sup>

Gällande den offentliggjorda informationens innehåll stadgar NASDAQ OMX Stockholms regelverk punkten 3.1.2 att den ska vara ”korrekt, relevant och tydlig och får inte vara vilseledande”. Detta krav avser dels att informationen speglar bolagets verkliga förhållanden, dels att den anpassas till det beslut eller den händelse som föranleder offentliggörandet. Informationsskyldigheten är alltså inte uppfylld endast för att en stor mängd information offentliggjorts.<sup>149</sup> Bolaget kan inte heller kombinera ett offentliggörande av information med marknadsföring av den egna verksamheten om detta kan bli vilseledande.<sup>150</sup>

---

<sup>146</sup> FFFS 2007:17 10 kap. 12 § och NASDAQ OMX Stockholm, Regelverk för emittenter, Aktier 3.1.6 (1 juli 2013).

<sup>147</sup> NASDAQ OMX Stockholm, Regelverk för emittenter, Aktier 3.1.5 (1 juli 2013).

<sup>148</sup> FFFS 1995:43 2 kap. 23 §.

<sup>149</sup> NASDAQ OMX Stockholm beslut 2010:1.

<sup>150</sup> FFFS 2007:17 10 kap. 14 §.

# 5 Det amerikanska perspektivet

## 5.1 Inledande anmärkningar

Detta kapitel behandlar aktiemarknadsbolagets informationsgivning från ett amerikanskt perspektiv. Eftersom kravet på kurspåverkan i svensk rätt är likartat med det amerikanska väsentlighetskriteriet är stora delar av kapitlet vikt att åt de amerikanska domstolarnas bedömning av väsentlighet i olika fall.<sup>151</sup> I avsnitt 5.3.2 diskuteras hur amerikansk rätt förhåller sig till information som offentliggjorts av andra källor än aktiemarknadsbolaget. Denna diskussion involverar den så kallade *truth-on-the-market-doktrinen*, vilken är ett direkt resultat av de ekonomiska teorier som presenterades i avsnitt 3.3.1.

De europeiska reglerna om säkerhetsövervakning kräver att läkemedelsbolag rapporterar in alla rapporter om misstänkta biverkningar oavsett om det finns ett säkerställt orsakssamband mellan läkemedlet och den rapporterade biverkningen. Fram till år 2011 var de amerikanska underinstanserna splittrade kring huruvida statistisk signifikans var en nödvändig förutsättning för väsentlighet. Avsnitt 5.3.3 beskriver denna utveckling från 1998 års avgörande i *Carter-Wallace II* fram till *Matrixx Initiatives*.

För att frågor om väsentlighet ska aktualiseras måste bolaget först haft en skyldighet att offentliggöra informationen. Mot denna bakgrund beskriver jag i avsnitt 5.2 under vilka omständigheter amerikanska aktiemarknadsbolag är skyldiga att kommunicera med marknaden.

## 5.2 Duty to disclose

Till skillnad från deras svenska motparter saknar de amerikanska aktiemarknadsbolagen en allmän skyldighet att kontinuerligt offentliggöra kurspåverkande information.<sup>152</sup> Förvisso syftar the Exchange Act till att ”provide full and fair disclosure” men i detta sammanhang avses endast periodiska finansiella rapporter och information kring vissa specifika händelser.<sup>153</sup>

---

<sup>151</sup> Jfr avsnitt 4.3.

<sup>152</sup> Gulati, Mitu (1999), *When Corporate Managers Fear a Good Thing Is Coming to an End: The Case of Interim Nondisclosure*, UCLA L. Rev. 46, s. 679.

<sup>153</sup> Securities Exchange Act of 1934, ingressen. Amerikanska aktiemarknadsbolag är till exempel skyldiga att offentliggöra årsredovisningar (*form 10-K*), kvartalsrapporter (*form 10-Q*) och ändringar i styrelsen, större dispositioner av bolagets tillgångar eller byte av revisorer (*form 8-K*). Jfr Porter, Gregory S. (2000), *What did You Know and When did You Know it?: Public Company Disclosure and the Mythical Duties to Correct and Update*, Fordham L. Rev. 68, s. 2202, fn. 13 och Härkönen 2013 s. 93.

Istället har de amerikanska domstolarna konsekvent ansett det vara upp till bolagen att avgöra i vilken utsträckning de ska kommunicera med marknaden.<sup>154</sup> Detta innebär bland annat att ett bolag kan hemlighålla information oavsett informationens betydelse för investerarkollektivet.<sup>155</sup>

Även om det som en generell utgångspunkt inte föreligger någon kontinuerlig informationsskyldighet bidrar olika faktorer till att amerikanska bolag i praktiken ofta måste informera marknaden om alla väsentliga utvecklingar i bolaget, såväl positiva som negativa. För det första förutsätter många av de större börsernas regler att de bolag vars aktier är upptagna till handel på börserna måste offentliggöra all information som kan förväntas ha en väsentlig påverkan på aktiernas värde eller investerarnas beslutsfattande.<sup>156</sup> Betydelsen av aktiemarknadsbolagens informationsskyldighet till följd av börsernas interna regler ska dock inte överdrivas. Framförallt ger reglerna bolagsledningen ett betydande utrymme att bestämma över tidpunkten för offentliggörandet av ny information. Till exempel tillåts bolag registrerade på New York-börserna när de beslutar om tidpunkten för ett offentliggörande ta hänsyn till huruvida offentliggörandet skulle hota dess verksamhet eller hjälpa dess konkurrenter. Aktiemarknadsbolagets informationsskyldighet påverkas istället av den federala värdepapperslagstiftningen.

Den federala värdepapperslagstiftningens bedrägeribestämmelser och deras krav på fullständighet gör det olagligt "to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, [...] in connection with the purchase or sale of any security".<sup>157</sup> Aktiemarknadsbolag som kommunicerar med marknaden har implicit åtagit sig en skyldighet att göra det sanningsenligt.<sup>158</sup>

---

<sup>154</sup> "[T]he timing of disclosure is a matter for the business judgment of the corporate officers" *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833, 851 (2d Cir 1967), "[A] duty to disclose under § 10(b) does not arise from the mere possession of nonpublic market information." *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 235 (1980); "Silence, absent a duty to disclose, is not misleading." *Basic*, 485 U.S. 224, 239.

<sup>155</sup> "[A] corporation is not required to disclose a fact merely because a reasonable investor would very much like to know that fact." *In re Time Warner Inc. Sec. Litig.*, 9 F.3d 259, 267 (2d Cir. 1993); "Even with respect to information that a reasonable investor might consider material, companies can control what they have to disclose [...] by controlling what they say to the market." *Matrixx Initiatives*, 131 S. Ct. 1309, 1322.

<sup>156</sup> NYSE Listed Company Manual: 202.05 och Nasdaq Listing Rules, Rule 5250(b)(1).

<sup>157</sup> SEC Rule 10b-5. När jag talar om den federala värdepappersmarknadslagstiftningen bedrägeribestämmelser syftar jag alltid på Exchange Act Section 10b och SEC Rule 10b-5.

<sup>158</sup> *Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg*, 501 U.S. 1083, 1098 (1991).

Denna skyldighet gäller inte bara vid tidpunkten för offentliggörandet utan bolaget är också i viss utsträckning skyldigt att korrigera och uppdatera tidigare lämnad information för att säkerställa dess vederhäftighet.<sup>159</sup> Skulle aktiemarknadsbolaget undanhålla information i vars frånvaro deras uttalanden blir missledande kan skadelidande investerare föra talan mot bolaget under SEC Rule 10b-5.<sup>160</sup> Sammanfattningsvis föreligger alltså närmast en kontinuerlig informationskyldighet för aktiemarknadsbolag som ofta kommunicerar med marknaden eller annars har en stark offentlig profil.

## 5.3 Kravet på väsentlighet i amerikansk rätt

### 5.3.1 Significantly altered the 'total mix' of information

En framgångsrik bedrägeritalan under Rule 10b-5 förutsätter att investerarna kan visa att aktiemarknadsbolaget hemlighållit *väsentlig* information.<sup>161</sup> Det går inte att utläsa från lagtexten när information är väsentlig utan denna bedömning har lämnats åt domstolarna. Ett vägledande uttalande finns i *Basic*, där domstolen ansåg väsentlighet vara för handen när:

“[...] there is a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the ‘total mix’ of information made available.”<sup>162</sup>

Aktiemarknadsbolag behöver således inte offentliggöra alla omständigheter det känner till; endast information den förnuftige investeraren skulle anse relevant måste kommuniceras om dess hemlighållande skulle innebära att andra uttalanden blir missledande. Domstolen i *Basic* underströk särskilt risken i att för låga krav avseende den information som måste offentliggöras riskerar att begrava investerarna ”in an avalanche of trivial information”.<sup>163</sup>

---

<sup>159</sup> Skyldigheten att uppdatera tidigare offentliggjord information är omdiskuterad och rättsläget oklart. Se Porter 2000 s. 2227 och Härkönen 2013 s. 138.

<sup>160</sup> *Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co.*, 494 U.S. 6, 13 (1971).

<sup>161</sup> “To prevail on their claim [...] respondents must prove “(1) a *material* misrepresentation or *omission* by the defendant; (2) scienter; (3) a connection between the misrepresentation or omission and the purchase or sale of a security; (4) reliance upon the misrepresentation or omission; (5) economic loss; and (6) loss causation.” [författarens kursivering] *Matrixx Initiatives*, 131 S. Ct. 1309, 1317. I likhet med Härkönen översätter jag ”material” med väsentlig, jfr Härkönen 2013 s. 119.

<sup>162</sup> *Basic*, 485 U.S. 224, 231-232. Domen citerar *TSC Industries. v. Northway*, 426 U.S. 438, 449 (1976) som rörde väsentlighet i en proxy-kontext.

<sup>163</sup> *Basic*, 485 U.S. 224, 231.



I den mån informationen rör framtida händelser är väsentlighetskravet uppfyllt om den framtida händelsens värde diskonterat med dess osäkerhet indikerar att informationen skulle påverka investerarens beteende.<sup>164</sup>

Bedömningen av väsentlighet ska göras utifrån den förnuftige investerarens perspektiv. Det finns ingen tydlig formulering av vilken kunskap denna investerare förväntas besitta utan den förnuftige investerarens förmåga att tillgodogöra sig ny information varierar från fall till fall. En översikt av befintlig praxis visar att väsentlighetsbedömningen utgått från såväl ”average small investor[s]” som professionella analytiker.<sup>165</sup>

### 5.3.2 Väsentlighet på effektiva marknader

Enligt domstolen i *Basic* är det av avgörande betydelse huruvida ett offentliggörande hade förändrat ”the ’total mix’ of information made available”. Denna standard ger för handen att väsentlighetsbedömningen är kontextuell och att särskild hänsyn ska tas till vilka slutsatser investerarna kunnat dra av befintliga uppgifter. Information är alltså inte väsentlig om det är möjligt att lista ut dess innehåll från tidigare offentliggöranden. Fråga uppstår i vilken utsträckning information från andra källor än aktiemarknadsbolaget kan neutralisera kravet på fullständighet när bolaget kommunicerar med marknaden. Denna diskussion aktualiserar den så kallade *truth-on-the-market*-doktrinen. För att förstå de varierande sammanhang doktrinen förekommer i är det nödvändigt att börja med att beskriva dess motsats – *fraud-on-the-market*-doktrinen.

För att vinna en talan baserad på Rule 10b-5 måste de skadelidande investerarna visa att de förlitat sig på bolagets missledande uttalanden.<sup>166</sup> *Fraud-on-the-market*-doktrinen skapar en presumtion för att investerare som köpt eller sålt aktier på en effektiv marknad förlitat sig på marknadspriset, vilket reflekterat den påstått missvisande informationen.<sup>167</sup> Utan denna presumtion skulle varje investerare behöva visa att denne förlitat sig på aktiemarknadsbolagets missledande uttalanden. *Fraud-on-the-market*-doktrinen är baserad på en tilltro till den effektiva marknadshypotesen. Framförallt förutsätter doktrinen att den missvisande informationen omedelbart avspeglat sig i aktiekursen och att investerare har en berättigad förväntning på korrekta aktiekurser.

---

<sup>164</sup> Det så kallade probability-magnitude-testet, *Basic*, 485 U.S. 224, 238 och *Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833, 849.

<sup>165</sup> *Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corp.*, 332 F.Supp. 544, 565-566 (E.D.N.Y. 1971) och *Wielgos v. Commonwealth Edison Co.*, 892 F.2d 509 (7th Cir. 1989).

<sup>166</sup> Jfr fotnot 161.

<sup>167</sup> *Basic*, 485 U.S. 224, 242-247(1988).

Den amerikanska högsta domstolen har, delvis mot bakgrund av den behavioristiska utmaningen som presenterades i avsnitt 3.3.2, under våren 2014 hört argument om behovet av att begränsa fraud-on-the-market-doktrinen tillämpning.<sup>168</sup>

*Truth-on-the-market*-doktrinen innebär däremot att aktiemarknadsbolagets misslyckande med att offentliggöra information kan ursäktas om informationen gjorts tillgänglig genom andra källor.<sup>169</sup> Doktrinen kräver dock för sin tillämpning att informationen tidigare spridits med "a degree of intensity and credibility".<sup>170</sup> Så var exempelvis fallet i *Longman v. Food Lion* där en fackförenings uppgifter om allvarliga brister i arbetsmiljön hos bolaget ansågs tillräckligt trovärdiga för att informationen om missförhållandena skulle reflekteras i priset.<sup>171</sup> Däremot är ett omnämnande i "a few poorly-circulated or lightly-regarded publications" inte tillräckligt för att upphäva informationsskyldigheten.<sup>172</sup> Informationen måste dessutom vara av tillräcklig specificitet. Mot denna bakgrund ansågs exempelvis inte kännedom hos vissa investerare om säkerhetsbrister i Bridgestones däck kunna ersätta specifik information rörande de många dödsfall och tusentals kundklagomål som kunde härledas till olyckor orsakade av fel på däcken.<sup>173</sup>

Det råder viss skiljaktighet mellan domstolarna om *truth-on-the-market*-doktrinen verkligen ska passas in under väsentlighetsbedömningen eller om den i likhet med *fraud-on-the-market*-doktrinen rör huruvida investerarna kan förlita sig på marknadspriset.<sup>174</sup> Denna distinktion har inte nödvändigtvis några större praktiska konsekvenser för amerikanskt vidkommande men är teoretiskt betydelsefull, i synnerhet om doktrinen ska tillämpas på svenska förhållanden. Om information anses oväsentlig till följd av att marknaden är medveten om dess existens föreligger ingen skyldighet för bolaget att offentliggöra information från första början. Däremot, skulle *truth-on-the-market*-doktrinen tillämpas inom ramen för tillitsprövningen innebär det att företaget faktiskt var skyldigt att offentliggöra informationen men att skadelidande investerare måste visa att de blivit missledda snarare än förlitat sig på priset.

---

<sup>168</sup> *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, U.S., No. 13-317 (2014).

<sup>169</sup> *In re Apple Sec. Litig.*, 886 F.2d 1109, 1115 (9th Cir. 1989).

<sup>170</sup> *Apple*, 886 F.2d 1109, 1115.

<sup>171</sup> *Longman v. Food Lion, Inc.* 197 F.3d 675 (4th Cir. 1999).

<sup>172</sup> *Apple*, 886 F.2d 1109, 1116.

<sup>173</sup> *City of Monroe Employees Retirement System v. Bridgestone Corporation*, 387 F.3d 468 (6th Cir 2004).

<sup>174</sup> Sobol, Robert N. (1999), *The Benefit of the Internet: The World Wide Web and the Securities Law Doctrine of Truth-on-the-Market*, J. Corp. L. 25, s. 92.

Av *Basic* att döma framstår det som att truth-on-the-market-doktrinen tar sikte på investerarnas tillit. Domstolen skriver bland annat att bolag kan bryta fraud-on-the-market-presumtionen genom att visa på att aktörer med möjlighet att påverka aktiekursen kände till de faktiska omständigheterna och att det därmed inte fanns något samband mellan aktiekursen och bolagets hemlighållande av den väsentliga informationen.<sup>175</sup>

### 5.3.3 Väsentlighet och rapporter om misstänkta biverkningar

Trots väsentlighetsbedömningens kontextuella karaktär finns det en rad rättsfall från de amerikanska domstolarna som berör frågan huruvida rapporter om misstänkta biverkningar kan vara väsentliga i frånvaron av statistisk signifikans.<sup>176</sup> Ett av de första fallen som betonade betydelsen av statistisk signifikans var *Carter-Wallace II*.<sup>177</sup> Omständigheterna i fallet var följande: Carter-Wallace, tillverkare av epilepsiläkemedlet Felbatol, hade inom en period om fem månader fått information om sex dödsfall i samband med användningen av dess läkemedel. Först efter att bolaget nåtts av rapporter om ytterligare fyra dödsfall, denna gång inom loppet av bara en månad, valde det att informera aktiemarknaden. Efter att aktiekursen dykt till följd av offentliggörandet inledde missnöjda investerare en talan under Rule 10b-5 baserat på att Carter-Wallaces uttalanden om Felbatols höga säkerhet utan hänvisning till de första fem rapporterna.<sup>178</sup> Domstolen ansåg dock att enskilda rapporter om misstänkta biverkningar till följd av deras inneboende opålitlighet inte kan etablera ett kausalt förhållande mellan den rapporterade biverkningen och läkemedlet. Av denna anledning behövde Carter-Wallace inte offentliggöra “isolated reports of illnesses suffered by users of their drugs until those reports provide statistically significant evidence that the ill effects may be caused by – rather than randomly associated with – use of the drugs and are sufficiently serious and frequent to affect future earnings”.<sup>179</sup>

---

<sup>175</sup> *Basic*, 485 U.S. 224, 248-249. Se dock *Conn. Ret. Plans and Trust Funds v. Amgen Inc.*, 660 F.3d 1170, 1177 (9th Cir. 2011) där truth-on-the-market-doktrinen beskrevs som “a method of refuting an alleged misrepresentation’s materiality.”

<sup>176</sup> Statistisk signifikans bestäms utifrån en given signifikansnivå och är ett kvantitativt mått på hur väl ett resultat styrker en hypotes. Vid en signifikansnivå av till exempel 5 % innebär *signifikans* att sannolikheten för att resultatet är en följd av slumpen – att urvalet inte avspeglar populationen – är mindre än 5 %, Blom, Gunnar (2004), *Sannolikhetsteori och statistikteori med tillämpningar*, Lund, s. 322 f.

<sup>177</sup> *In re Carter-Wallace, Inc. Sec. Litig.*, 150 F.3d 153 (2d Cir. 1998).

<sup>178</sup> *Carter-Wallace II*, 150 F.3d 153, 155.

<sup>179</sup> *Carter-Wallace II*, 150 F.3d 153, 157.

Även i *Biogen* tog domstolen fasta på den bristande tillförlitligheten hos rapporter om misstänkta biverkningar när den fann att ett läkemedelsbolag inte hemlighållit väsentlig information.<sup>180</sup> I detta fall tog domstolen särskild hänsyn till att läkemedelsanvändare ofta befinner sig i ett försvagat tillstånd och att det således kan finnas andra orsaker till den rapporterade biverkningen.<sup>181</sup>

Till skillnad från *Carter-Wallace II* och *Biogen* fann domstolen i *Pfizer* att statistisk signifikans inte är ett krav för väsentlighet.<sup>182</sup> Fallet baserades på omständigheter inte helt olika de i *Vioxx*-skandalen.<sup>183</sup> I likhet med *Merck* hade *Pfizer* marknadsfört anti-inflammatoriska läkemedel, i deras fall under namnen *Bextra* och *Celebrex*, med vetskapen att användarna löpte en ökad risk för hjärtproblem. Trots denna vetskap hade *Pfizer* vid ett antal tillfällen uttalat sig i positiva ordalag om läkemedlets säkerhetsprofil, bland annat att de var säkrare än *Vioxx*, utan att nämna rapporterna som tydde på motsatsen.

Grupptalan inleddes efter att *Pfizer* meddelat att de på uppmaning av den amerikanska läkemedelsmyndigheten, FDA, beslutat att dra tillbaka *Bextra* från marknaden och förse *Celebrex* med en så kallad ”black-box warning” – den allvarligaste varningen riktad till konsumenter.<sup>184</sup> Kärandens talan baserade sig bland annat på att *Pfizer* utelämnat väsentlig information rörande de missänkta biverkningarna och därmed överdrivit läkemedlets kommersiella potential.

Rapporterna i *Pfizer* var inte tillräckligt många för att skapa ett statistiskt signifikant samband mellan läkemedlen och biverkningarna. Domstolen fann dock att denna omständighet inte uteslöt att rapporterna var väsentliga.<sup>185</sup> Det vill säga att även om isolerade rapporter om misstänkta biverkningar inte nödvändigtvis bevisar att ett läkemedel är osäkert kan andra omständigheter bidra till att de ändå måste offentliggöras. I detta sammanhang tog domstolen särskilt fasta på att *Bextra* och *Celebrex* utgjorde nästan 9 procent av *Pfizers* omsättning.<sup>186</sup>

Splittringen kring vilken betydelse som ska tillmätas statistisk signifikans för väsentlighetsbedömningen avgjordes slutligen av den högsta domstolen i *Matrixx Initiatives*.<sup>187</sup> Omständigheterna i *Matrixx Initiatives* avviker inte i någon större utsträckning från de ovan beskrivna fallen. *Matrixx Initiatives* hade under en längre period marknadsfört och lovordat sin nässpray *Zicam* trots rapporter om att det orsakade anosmi, luktblindhet.

---

<sup>180</sup> *N.J. Carpenters Pension & Annuity Funds v. Biogen IDEC Inc.*, 537 F.3d 35 (1st. Cir. 2008).

<sup>181</sup> *Biogen*, 537 F.3d 35, 50.

<sup>182</sup> *In re Pfizer Inc. Sec. Litig.*, 584 F. Supp. 2d 621 (S.D.N.Y. 2008).

<sup>183</sup> Se avsnitt 1.1.

<sup>184</sup> *Pfizer*, 584 F. Supp. 2d 621, 631.

<sup>185</sup> *Pfizer*, 584 F. Supp. 2d 621, 633-636.

<sup>186</sup> *Pfizer*, 584 F. Supp. 2d 621, 636.

<sup>187</sup> *Matrixx Initiatives*, 131 S. Ct. 1309.

Den 30 januari 2004 rapporterade flera nyhetsbyråer att FDA inlett en undersökning gällande Zicams biverkningar och Matrixx Initiatives aktie började falla i värde. En vecka senare rasade aktien ytterligare efter att TV-programmet *Good Morning America* sände ett inslag om Zicam och dess koppling till anosmi. Till följd av den negativa mediauppmärksamheten föll Matrixx Initiatives aktie från \$13,55 till \$9,94. Även i *Matrixx Initiatives* saknades en statistisk signifikant koppling mellan läkemedlet och biverkningarna men en enig domstol uttalade ändå att: "the materiality of adverse event reports cannot be reduced to a bright-line rule".<sup>188</sup> Domstolen påpekade dock att det inte föreligger en generell skyldighet för läkemedelsbolag att offentliggöra *alla* rapporter om misstänkta biverkningar. Endast existensen av en rapport som i sig inte säger något om huruvida läkemedlet orsakat biverkningen är inte av betydelse för den förnuftige investeraren utan det krävs något mer. Det åligger därmed läkemedelsbolaget att i varje specifikt fall bedöma väsentligheten utifrån rapportens källa, innehåll och kontext.<sup>189</sup>

Det bör i detta sammanhang uppmärksammas att samtliga av de ovan refererade fallen avgjordes inom ramen för läkemedelsbolagens "motion to dismiss". Genom en motion to dismiss menar svaranden att kärandens talan inte kan leda till juridisk gottgörelse ens om alla påstådda omständigheter tas för sanna och tolkas till kärandens fördel.<sup>190</sup> Kraven för att käranden ska överleva svarandens "motion to dismiss" är givetvis lägre ställda än vad som krävs för att vinna vid en huvudförhandling. Enligt *Goldman v. Belden* ska kärandens talan endast ogillas till följd av bristande väsentlighet i motion to dismiss-stadiet om informationen är "so obviously unimportant to a reasonable investor that reasonable minds could not differ on the question of their importance".<sup>191</sup>

Investerarnas framgångar i *Pfizer* och *Matrixx Initiatives* var i teorin endast preliminära. Förvisso slog domstolarna i båda fallen fast att statistisk signifikans inte är en nödvändig förutsättning för att rapporter om misstänkta biverkningar ska anses väsentliga. Däremot avgjorde de inte huruvida de specifika rapporterna i respektive fall i sig var tillräckligt betydelsefulla för att nå upp till väsentlighetskravet; denna fråga kunde endast avgöras inom ramen för en huvudförhandling.

I praktiken är en grupptalan baserad på Rule 10b-5 avgjord efter att svarandens motion to dismiss besegrats. I synnerhet inom läkemedelsindustrin anses resultatet av en framgångsrik grupptalan vara så betungande för bolagen att behovet av att förlikas tar över.<sup>192</sup>

---

<sup>188</sup> *Matrixx Initiatives*, 131 S. Ct. 1309, 1313-1314.

<sup>189</sup> *Matrixx Initiatives*, 131 S. Ct. 1309, 1321.

<sup>190</sup> Fed. R. Civ. P. 12(b)(6).

<sup>191</sup> *Goldman v. Belden*, 754 F.2d 1059, 1067 (2d Cir. 1985).

<sup>192</sup> Cohn, Stuart R. och Swick, Erin M. (2010), *The Sitting Ducks of Securities Class Action Litigation: Bio-Pharmas and the Need for Improved Evaluation of Scientific Data*, Del. J. Corp. L. 35, s. 956.

Enligt en rapport från det amerikanska Chamber of Commerce publicerad i slutet av februari 2014 har 4226 fall av grupptalan baserade på den federala värdepappersmarknadslagstiftningen förts inför de amerikanska domstolarna under de tio senaste åren. Av dessa har endast 14 fall avgjorts efter huvudförhandling.<sup>193</sup>

---

<sup>193</sup> Institute for Legal Reform (2014), *Economic Consequences: The Real Cost of U.S. Securities Class Action Litigation*, Washington D.C., s. 5. Grupptalan i en kontext där det finns starka incitament för svarandebolaget att förlikas kallas emellanåt för strike suits. Möjligheten att driva denna typ av talan är omdiskuterad; inte minst för att de i regel är mycket kostsamma för bolagen och endast genererar begränsade vinster för de skadelidande investerarna, Härkönen 2013 s. 331. Enligt rapporten går aktieägarkollektivet varje år miste om cirka \$39 miljarder på grund av de negativa effekter strike suits har på aktiekursen, Institute for Legal Reform 2014 s. 3. Samtidigt har förlikningarna gett investerarna vinster på \$6 miljarder om året. Av denna summa har \$1 miljard gått till investerarnas ombud i form av rättegångskostnader. Enligt Greene och Schmid är hotet från strike suits en bidragande orsak till att den amerikanska lagstiftningen inte kräver en kontinuerlig informationsskyldighet, Greene, Edward och Schmid, Olivia (2013), *Duty-Free Insider Trading*, Colum. Bus. L. Rev. 2013, s. 410.

## 6 Analys

### 6.1 Rapporter om misstänkta biverkningar som kurspåverkande information

Rapporter om misstänkta biverkningar spelar en viktig roll vid identifieringen av ett läkemedels potentiella skadeverkningar. Rapporterna kan dock inte på egen hand etablera ett orsakssamband mellan läkemedlet och den eventuella biverkningen. Negativa effekter uppstår till följd av ett antal olika orsaker som inte nödvändigtvis har något samband med själva läkemedlet – ett faktum som accentueras av att läkemedelsanvändarna ofta befinner sig i ett försvagat hälsotillstånd. Den europeiska regleringen rörande säkerhetsövervakningen av läkemedel ställer inte heller några krav på orsakssamband för att det ska föreligga en skyldighet att rapportera biverkningen till Eudra-Vigilance-databasen. Istället anses det tillräckligt att ett sådant samband är en rimlig möjlighet. Den samlade bilden av rapporternas betydelse för säkerhetsövervakningen är att de utgör relevant data för utvärderingen av ett läkemedel riskprofil men att det sällan går att dra några kvalificerade slutsatser uteslutande utifrån rapporternas existens.

Eftersom bedömningen av läkemedlets riskprofil kräver något mer än förekomsten av rapporter om misstänkta biverkningar kan det diskuteras om rapporterna bör tillerkännas någon självständig betydelse i en aktiemarknadsrättslig kontext. Både i Sverige och USA är denna fråga kopplad till om den genomsnittlige investeraren hade ansett rapporterna relevanta för sitt beslutsfattande.

En argumentationslinje som går att urskilja i bland annat *Carter-Wallace II* gör gällande att eftersom enstaka rapporter sällan kan etablera något orsakssamband är de inte heller av betydelse för den genomsnittlige investeraren. Detta synsätt är kanske korrekt utifrån antagandet att den genomsnittlige investeraren endast betraktar rapporterna i isolering. Det kan dock ifrågasättas om detta antagande är korrekt. Vi har sett ovan att rapporter om misstänkta biverkningar endast utgör grunden för utvärderingen av läkemedlets riskprofil. Varför skulle inte den genomsnittlige investeraren anlägga samma kontextuella perspektiv vid sin bedömning av rapporternas kurspåverkan? *Matrixx Initiatives* bekräftar att "the materiality of adverse event reports cannot be reduced to a bright-line rule" och att bedömningen alltid är beroende av den vid varje tidpunkt tillgängliga informationen.

Enligt min uppfattning kan aktiemarknadsbolagets informationsskyldighet omfatta rapporter om misstänkta biverkningar även på den svenska marknaden. För svenskt vidkommande är ett aktiemarknadsbolag skyldigt att offentliggöra all information av kurspåverkande natur. Det finns inget som tyder på att frågan huruvida viss information är kurspåverkande är något annat än en kontextuell bedömning i det enskilda fallet.

Om rapporter om misstänkta biverkningar således *kan* utgöra kurspåverkande information blir den naturliga följdfrågan *när* så är fallet; det vill säga, vilka omständigheter är relevanta för den kontextuella bedömningen?

Även om statistisk signifikans inte är en nödvändig förutsättning för aktiemarknadsbolagets skyldighet att offentliggöra rapporterna spelar onekligen läkemedlets befintliga riskprofil in i bedömningen av kurspåverkan. Rapporter om misstänkta biverkningar har en inneboende otillförlitlighet och det förefaller därför mindre troligt att varje rapport uppfyller kravet på kurspåverkan. Däremot talar mängden av rapporter för ett underliggande samband mellan läkemedlet och biverkningen. Således borde sannolikheten för att en viss rapport är kurspåverkande öka i takt med antalet rapporter om snarlika biverkningar.<sup>194</sup>

Antalet liknande fall utgör bara en faktor som spelar in i bedömningen av om en rapport utgör kurspåverkande information. Under vissa omständigheter torde biverkningens omfattning vara så pass allvarlig att rapporten måste offentliggöras oavsett om fallet är tillsynes unikt. Det är i detta sammanhang värt att uppmärksamma de skilda syftena bakom den aktiemarknadsrättsliga regleringen och säkerhetsövervakningen av läkemedel. Aktiemarknadsrätten är mindre intresserad av kopplingen mellan biverkningen och läkemedlet än huruvida rapporten skulle vara relevant för den förnuftige investerarens beslutsfattande.

Förnuftiga investerare baserar sitt beslutsfattande framförallt på sina förväntningar om det aktuella bolagets framtida avkastning. Rapporter om misstänkta biverkningar säger i sig ingenting om läkemedelsbolagets ställning men de har en dynamisk dimension som innebär att de kan påverka investerarnas förväntningar om bolagets framtid.<sup>195</sup> Som jag berört ovan är rapporter om misstänkta biverkningar ofta otillförlitliga med detta hindrar inte att de innebär ett hot mot möjligheterna att marknadsföra läkemedlet i framtiden.

---

<sup>194</sup> Antalet rapporterade biverkningar måste givetvis sättas i relation till hur många människor som tar läkemedlet och hur länge det har funnits på marknaden.

<sup>195</sup> Jfr avsnitt 1.5.



Även allmänhetens känslighet för hälsoproblem orsakade av läkemedel bör beaktas inom ramen för bedömningen av kurspåverkan. Leder en rapport om misstänkta biverkningar till ett säkerställt samband mellan läkemedlet och biverkningen kommer detta med största sannolikhet påverka läkemedelsbolagets försäljningssiffror. Med detta sagt kan det ifrågasättas om det finns något utrymme att hemlighålla rapporter om *allvarliga* biverkningar. Är inte rapporter om dödsfall information som allmänheten och därmed investerare alltid anser vara relevant för sitt beslutsfattande?

Givetvis spelar produktens andel av bolagets totala omsättning också in i bedömningen av om det föreligger en skyldighet att offentliggöra den aktuella rapporten. Denna utgångspunkt exemplifieras av utgången i *Pfizer* där domstolen tog hänsyn till att de berörda läkemedlen utgjorde nio procent av bolagets omsättning. Enligt NASDAQ OMX Stockholms regelverk är denna typ av överväganden även av betydelse i svenskt kontext. Utgör det aktuella läkemedlet en liten del av läkemedelsbolagets totala omsättning måste mer till för att rapporter om misstänkta biverkningar ska anses kurspåverkande.

Kurspåverkande rapporter om misstänkta biverkningar härleder sin relevans för den förnuftige investeraren ur hans eller hennes kapacitet att påverka investerarens förväntningar och prognoser. En synnerligen betydelsefull frågeställning är om rapporternas ”mjuka” karaktär påverkar tidpunkten för deras offentliggörande. I *Geltl mot Daimler*, som rörde tolkningen av insiderinformation enligt marknadsmissbruksdirektivet, ansåg domstolen att de mellanliggande stegen i en över tiden pågående process kan utgöra insiderinformation. Målet ger uttryck för uppfattningen att aktiemarknadsbolagets informationsskyldighet omfattar hård information oavsett när i tiden den uppstår under förutsättning att den i övrigt uppfyller rekvisiten för insiderinformation. Avseende rapporter om misstänkta biverkningar blir detta problematiskt eftersom den kurspåverkande effekten inte följer av att någon lidit skada till följd av användningen av ett visst läkemedel utan snarare på grund av att detta i förlängningen kan leda till sviktande försäljningssiffror och i värsta fall ett indraget godkännande för försäljning, det vill säga, händelser som fortfarande ligger i framtiden när rapporterna når läkemedelsbolaget. Den samlade bilden är att rapporternas hårda kärna innebär att de uppfyller kraven på specificitet samtidigt som den dynamiska dimensionen gör att informationen relevant för den förnuftige investeraren och därmed kurspåverkande.

## 6.2 Betydelsen av EudraVigilance-databasen

Läkemedelsbolagens rapporteringsskyldighet utgör bara en del av det övergripande systemet för säkerhetsövervakning av läkemedel. Vid sidan av läkemedelsbolagen finns det andra aktörer såsom de nationella läkemedelsmyndigheterna, EMA samt hälso- och sjukvårdspersonal. Detta innebär också att rapporter om misstänkta biverkningar kan uppkomma genom andra källor än läkemedelsbolagen. Som beskrivits i avsnitt 2.2 ska rapporter om misstänkta biverkningar oavsett källa rapporteras in till EudraVigilance-databasen. Fråga uppstår i vilken utsträckning denna databas utsläcker läkemedelsbolagens aktiemarknadsrättsliga informationsskyldighet.

Som en preliminär utgångspunkt bör det understrykas att det faktum att läkemedelsbolagen *själva* rapporterar till EudraVigilance-databasen inte utesluter deras informationsskyldighet gentemot aktiemarknaden. Förvisso är formen för offentliggörandet inte längre preciserat i den aktiemarknadsrättsliga regleringen men det förefaller orimligt att en rapport till EudraVigilance-databasen i sig anses nå en så bred allmänhet som möjligt.<sup>196</sup> Där emot kan det ifrågasättas om de externa parternas rapporter förändrar informationens karaktär av insiderinformation när de presenteras i databasen.

Enligt marknadsmissbruksdirektivet utgör viss information endast insiderinformation om den inte är offentliggjord eller allmänt tillgänglig. Om en publicering i EudraVigilance-databasen innebär att en rapport om misstänkta biverkningar är offentliggjord eller allmänt känd utgör rapporten således inte insiderinformation och behöver därmed inte offentliggöras. Det är i detta sammanhang nödvändigt att skilja mellan läkemedel som godkänts genom det centrala förfarandet och övriga läkemedel eftersom endast rapporter om misstänkta biverkningar rörande läkemedel godkända genom det centrala förfarandet finns tillgängliga för allmänheten genom en webbportal.

Avseende de läkemedel som inte godkänts genom det centrala förfarandet är rapporterna endast tillgängliga för läkemedelsindustrins aktörer. Detta borde enligt min mening innebära att rapporterna fortfarande utgör icke-offentliggjord information när de når läkemedelsbolagen och att bolagen i sin tur har en skyldighet att offentliggöra informationen om den i övrigt uppfyller kraven på kurspåverkan.

Rapporter om misstänkta biverkningar för läkemedel som godkänts genom det centrala förfarandet finns publicerade på en webbportal hos EMA. Information som finns tillgänglig via en hemsida är under vissa förutsättningar allmänt känd och utgör därmed inte insiderinformation i marknadsmissbrukslagens mening. För att en publicering på en hemsida ska uppfylla kraven på allmänt känd måste hemsidan vara ”välkänd” och ”välbesökt”. Huruvida EMA:s webbrapport uppfyller dessa krav är givetvis svårt att besvara.

---

<sup>196</sup> Jfr avsnitt 4.5.

Mot bakgrund av att aktiemarknadsbolagets informationsskyldighet enligt de svenska förarbetena omfattar mer än insiderinformation behöver en publicering på en hemsida inte nödvändigtvis påverka aktiemarknadsbolagets skyldighet att offentliggöra informationen enligt VpmL och NASDAQ OMX Stockholms regelverk. Som jag berört ovan förefaller det osannolikt att ett läkemedelsbolag skulle uppfylla sin informationsskyldighet genom att rapportera misstänkta biverkningar till EMA som i sin tur offentliggör informationen via sin webbrapport.

I detta sammanhang ska dock påminnas om att även de svenska bestämmelserna om aktiemarknadsbolagets informationsgivning tar utgångspunkt i marknadsmissbruksdirektivets definition av insiderinformation och måste därför tolkas i enlighet med direktivets avsedda effekt. Vidare kan det argumenteras utifrån den effektiva marknadshypotesen att rapporter från läkemedelsindustrins övriga aktörer ska ges samma verkan som ett offentliggörande från läkemedelsbolaget.

I dess mest omfattande gestaltning är den effektiva marknadshypotesen ett uttryck för att aktiekurser omedelbart och rationellt diskonterar ny information. Som jag redan framhållit i avsnitt 3.5 innebär acceptansen av detta synsätt att regleringen av aktiemarknadsbolagets informationsgivning kan anpassas till de professionella segmenten av aktörerna på marknaden. I förhållande till diskussionen kring huruvida en publicering i EudraVigilance-databasen utsläcker bolagets informationsskyldighet gentemot aktiemarknaden skulle ett argument baserat på den effektiva marknadshypotesen utgå från följande argumentationslinje: även om den breda allmänheten är ovetande om EMA:s webbrapport eller oförmögen att förstå dessa innehåll kommer insatta, sofistikerade investerare omgående kunna tillgodogöra sig den nya informationen. Den senare gruppen kommer genom sin handel att påverka prisbildningen. Denna process sker tillräckligt snabbt så att den genomsnittlige investeraren i stort sett omgående kan dra nytta av de ”korrekta” aktiekurser som uppstått till följd av de professionella segmentens informationsbearbetning.

Ovanstående resonemang är inte bara teoretiskt utan tillämpas av de amerikanska domstolarna inom ramen för truth-on-the-market-doktrinen. Under förutsättning att uppgifterna spridits av en tredje part med ”a degree of intensity and credibility” innebär truth-on-the-market-doktrinen att aktiemarknadsbolagets bristande informationsgivning inte kan ligga till grund för en talan baserad på Rule 10b-5. Uppnår spridningen de uppställda kraven på intensitet och kredibilitet verkar formen för det externa offentliggörandet vara av underordnad betydelse. Således har även uppgifter från en fackförening ansetts omintetgöra de missnöjda investerarnas Rule 10b-5-talan.

Truth-on-the-market-doktrinen är ett praktiskt exempel på hur den effektiva marknadshypotesen kan påverka den aktiemarknadsrättsliga regleringen. Överfört på svenska förhållanden innebär den effektiva marknadshypotesen att kravet på huruvida information som publicerats på en hemsida ska anses allmänt känd och offentliggjord kan ställas förhållandevis lågt. En mer omfattande utvärdering av den ekonomiska teorin förutsätter dock att vi även beaktar det behavioristiska perspektivet.

Enligt behavioristisk ekonomisk teori är en stor del av investerarkollektivet irrationellt och de få rationella investerarna oförmögna att påverka prisbildningen i en nödvändig utsträckning. Behavioristisk ekonomisk teori ger oss en förklaringsmodell till varför aktiekurser avviker ifrån aktiernas fundamentala värden. Detta till trots är fundamentalt effektiva priser ett eftersträvansvärt mål.

Aktiekurser som speglar bolagens underliggande värde bidrar inte bara aktiemarknadens allokeringfunktion utan har även en investerarskyddsdimension. Investerare som handlar på fundamentalt effektiva marknader tillgodogör sig vad som vad som vid varje given tidpunkt utgör den bästa uppskattningen av aktiens underliggande värde.

Grossman och Stiglitz anser att fullständigt effektiva marknader är en omöjlighet och att graden av effektivitet stiger i takt med att antalet informerade investerare ökar. I linje med denna uppfattning uttalar Gilson och Kraakman att graden av effektivitet beror på de kostnader som är förenade med att producera, verifiera och analysera ny information. Den samlade bilden av dessa uttalanden och den behavioristiska ekonomiska teorin är att informationsgivningen bör anpassas så att största möjliga mängd investerare kan tillgodogöra sig informationen till minsta möjliga kostnad. Sett utifrån detta perspektiv bör kraven på när ett externt offentliggörande kan ersätta aktiemarknadsbolagets informationsskyldighet ställas högt.

Den ovanstående analysen ger vid handen följande slutsats: ett externt offentliggörande via EudraVigilance-databasen och EMA:s webbrapport kan påverka aktiemarknadsbolagets informationsskyldighet under förutsättning att webbrapporten är välkänd och välbesökt. De närmare konturerna av detta krav finns inte preciserat och det går att argumentera utifrån den ekonomiska teorin både för att kravet bör ställas högt och lågt.

## 6.3 Avslutande anmärkningar

Regleringen av säkerhetsövervakning av läkemedel innebär att de europeiska läkemedelsbolagen har en omfattande skyldighet att identifiera och rapportera misstänkta biverkningar hänförliga till deras läkemedel. Detta till trots kan aktiemarknadsrätten i vissa fall accelerera bolagets informations-skyldighet. Under förutsättning att en rapport om misstänkta biverkningar är kurspåverkande ska den enligt den aktiemarknadsrättsliga regleringen offentliggöras så snart som möjligt. Detta innebär att ett skarpere tidskrav än vad som föreskrivs enligt bestämmelserna om säkerhetsövervakning.

Tidigare fanns ett krav på att läkemedelsbolag inte fick ge allmänheten information relaterad till säkerhetsövervakningen utan att först meddela EMA. Om denna bestämmelse fortfarande gällde skulle det i praktiken innebära att tidsgränserna för läkemedelsbolagen rapporteringsskyldighet i vissa fall blev illusoriska. Även om regleringen har ändrats torde det inte finnas någon anledning att avvakta med rapporteringen av misstänkta biverkningar till Läkemedelsverket och EMA när de ändå måste offentliggöras på aktiemarknaden.

Aktiemarknadsbolagets informationsskyldighet gällande kurspåverkande rapporter om misstänkta biverkningar ligger i linje med syftet bakom den aktiemarknadsrättsliga regleringen. Offentliggörandet av kurspåverkande information bidrar till aktiemarknadens funktionssätt under såväl den effektiva marknadshypotesen som den behavioristiska ekonomiska teorin. En bredare frågeställning är huruvida offentliggörandet leder till negativa effekter inom en större samhälllig kontext. Denna frågeställning har inte undersökts inom ramen för denna uppsats, varför det endast kan bli fråga om att belysa de potentiella problemen.

I samband med införandet av ”the Pharma Package” år 2010 blev rapporter om misstänkta biverkningar för läkemedel godkända genom det centrala förfarandet tillgängliga för allmänheten via en webbrapport. Rapporter för läkemedel godkända genom övriga förfaranden är fortfarande bara tillgängliga för läkemedelsindustrins aktörer. Samtidigt som ”the Pharma Package” möjligtvis kan ses som ett uttryck för en önskan om ökad transparens inom läkemedelsindustrin kan det ifrågasättas om en sådan utveckling verkligen är önskvärd.

Det är förvisso sant att transparens är en nödvändig förutsättning för att undvika episoder såsom Vioxx-skandalen. Med detta sagt kan det ifrågasättas om det verkligen är bra att *all* information kommer allmänheten tillhanda. Även om den aktiemarknadsrättsliga regleringen tar sikte på den förnuftige investeraren kommer informationen även att nå oförnuftiga konsumenter. Aktiemarknadsbolagets informationsskyldighet rörande enstaka rapporter om misstänkta biverkningar är i detta sammanhang skadlig både i ett mikro- och ett makroperspektiv.

Sett ur ett mikroperspektiv kan offentliggörandet leda till en överreaktion hos läkemedlets användare som i avsaknad av den rätta kontexten slutar ta ett egentligen hälsosamt läkemedel till följd av en enstaka rapport om misstänkta biverkningar. Av denna anledning måste besökare av EMA:s webb-rapport kryssa i att de är införstådda i att informationen på webbplatsen inte återspeglar någon bekräftelse på en potentiell koppling mellan läkemedlet och den observerade effekten. Är reaktionen systematisk kan den i slutändan att påverka bolagets försäljningssiffror och därmed hota framtida forskning och produktion.

I den utsträckning den aktiemarknadsrättsliga informationsskyldigheten rörande rapporter om misstänkta biverkningar leder till ett offentliggörande av rapporter som hållits hemliga i avvaktan på utvärdering hos läkemedelsbolaget kan det skada läkemedelsindustrin i stort.

# Käll- och litteraturförteckning

## Unionsrättsligt offentligt tryck

Europaparlamentets och rådets direktiv 2001/83/EG av den 6 november 2001 om upprättande av gemenskapsregler för humanläkemedel, EGT L 311, 28.11.2001, s. 67

Europaparlamentets och rådets direktiv 2010/84/EU av den 15 december 2010 om ändring, när det gäller säkerhetsövervakning av läkemedel, av direktiv 2001/83/EG om upprättande av gemenskapsregler för humanläkemedel, EUT L 348, 31.12.2010, s. 74

Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk), EUT L 96/16, 12.4.2003, s. 1

Kommissionens direktiv 2003/124/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller definition och offentliggörande av insiderinformation och definition av otillbörlig marknadspåverkan, EUT L 399, 24.12.2003 s. 70

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, EUT L 390, 31.12.2004, s. 38

Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 726/2004 av den 31 mars 2004 om inrättande av gemenskapsförfaranden för godkännande av och tillsyn över humanläkemedel och veterinärläkemedel samt om inrättandet av en europeisk läkemedelsmyndighet, EUT L 136, 30.4.2004, s. 1

Kommissionens direktiv 2007/14/EG av den 8 mars 2007 om tillämpningsföreskrifter för vissa bestämmelser i direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad, EUT L 69, 9.3.2007, s. 27,

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1235/2010 av den 15 december 2010 om ändring, när det gäller säkerhetsövervakning av humanläkemedel, av förordning (EG) nr 726/2004 om inrättande av gemenskapsförfaranden för godkännande av och tillsyn över humanläkemedel och veterinärläkemedel samt om inrättandet av en europeisk läkemedelsmyndighet, och förordning (EG) nr 1394/2007 om läkemedel för avancerad terapi, EUT L 348, 31.12.2010, s. 1

## Svenskt offentligt tryck

Ds 2006:6, *Informationskrav i noterade företag, m.m.*

Prop. 2004/05:158, *Prospekt*

Prop. 2006/07:65, *Informationskrav i noterade företag, m.m.*

SOU 2004:69, *Marknadsmisbruk*

## Litteratur

Akerlof, George A. (1970), *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, Q.J. Econ. 84, s. 488-500.

Alchian, Armen A. och Demsetz, Harold (1972), *Production, Information Costs, and Economic Organization*, Am. Econ. Rev. 77, s. 777-795.

Andersen, Paul K. och Clausen, Nis J. (2008), *Børsretten II - Notering, oplysningspligt, overtagelsestilbud, markedsmisbrug og tilsyn*, Jurist- og Økonomforbundet. København.

Bergström, Clas och Samuelsson, Per (2009), *Aktiebolagets grundproblem*. 3 uppl. Norstedts juridik. Stockholm.

Bergström, Clas och Samuelsson, Per (2012), *Aktiebolagets grundproblem*. 4 uppl. Norstedts juridik. Stockholm.

Berle, Adolf A. och Means, Gardiner C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace & World, Inc., New York.

Black, Fischer (1986), *Noise*, Journal of Finance 41, s. 529-543.

Blom, Gunnar (2004), *Sannolikhets teori och statistikteori med tillämpningar*. 5 uppl. Studentlitteratur AB. Lund.

Bratton, William W. (2007), *Corporate Finance - Cases and Materials*. 6 uppl. Foundation Press. New York.

Cohn, Stuart R. och Swick, Erin M. (2010), *The Sitting Ducks of Securities Class Action Litigation: Bio-Pharmas and the Need for Improved Evaluation of Scientific Data*, Del. J. Corp. L. 35, s. 911-957.

Di Noia, Carmine och Gargantini, Matteo (2012), *Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime*, ECFR 2012, s. 484-529.

Easterbrook, Frank H. och Fischel, Daniel R. (1984), *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, Va. L. Rev. 70, s. 669-715.

Ekelöf, Per Olof och Edelstam, Henrik (2002), *Rättegång, första häftet*. 8 uppl. Nordstedts Juridik. Stockholm.



- Fama, Eugene F. (1970), *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. J. Finance 25, s. 383-417.
- Franco, Joseph A. (2002), *Why Antifraud Prohibitions are Not Enough: The Significance of Opportunism, Candor and Signaling in the Economic Case for Mandatory Securities Disclosure*, Colum. Bus. L. Rev. 2002, s. 223-362.
- Gilson, Ronald J. och Kraakman, Reinier H. (1984), *The Mechanisms of Market Efficiency*, Va. L. Rev. 70, s. 549-644.
- Gilson, Ronald J. och Kraakman, Reinier H. (2003), *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, J. Corp. L. 28, s. 715-742.
- Gordon, Jeffrey N. och Kornhauser, Lewis A. (1985), *Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research*, N.Y.U. L. Rev. 60, s. 761-849.
- Greene, Edward och Schmid, Olivia (2013), *Duty-Free Insider Trading*, Colum. Bus. L. Rev. 2013, s. 369-428.
- Grossman, Sanford J. och Stiglitz, Joseph E. (1980), *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, Am. Econ. Rev. 70, s. 393-408.
- Gulati, Mitu (1999), *When Corporate Managers Fear a Good Thing Is Coming to an End: The Case of Interim Nondisclosure*, UCLA L. Rev. 46, s. 675-756.
- Hellgardt, Alexander (2013), *The notion of inside information in the Market Abuse Directive: Geltl*, CML Rev. 50, s. 861-874.
- Hytönen, Kaisa, Baltussen Guido, van den Assem, Martijn J., Klucharev, Vasily, Sanfey, Alan G. och Smidts, Ale (2014), *Path Dependence in Risky Choice: Affective and Deliberative Processes in Brain and Behavior*, J. Econ. Behav. Org. (kommande)  
<http://ssrn.com/abstract=2385857> (Hämtad 2014-05-18).
- Härkönen, Elif (2013), *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning - särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv informationsgivning på sekundärmarknaden för värdepapper*, Jure Förlag. Stockholm.
- Institute for Legal Reform (2014), *Economic Consequences: The Real Cost of U.S. Securities Class Action Litigation*, U.S. Chamber Institute for Legal Reform. Washington D.C.
- Jensen, Michael C. (1978), *Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency*, JFE 2, s. 95-101.
- Jensen, Michael C. och Meckling, William H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, JFE 3, s. 305-360.
- Kahan, Marcel (1992), *Securities Law and the Social Costs of "Inaccurate" Stock*, Duke Law Journal 41, s. 977-1044
- Keisu, Jenny (2009), *Aktiemarknadsbolagens informationsgivning. Om hantering av kurspåverkande information, informationsläckor, rykten och educated guesses*, AMRS 1, s. 13-80.

- Kendall, Maurice G. (1953), *The Analysis of Economic Time-Series – Part I: Prices*, J. R. Stat. Soc. 96, s. 11-25.
- Krause, Hartmut och Brellochs, Michael (2013), *Insider trading and the disclosure of inside information after *Geltl v Daimler* – A comparative analysis of the ECJ decision in the *Geltl v Daimler* case with a view to the future European Market Abuse Regulation*, CMLJ 8, s. 283-299.
- Langevoort, Donald C. (1992), *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, U. Pa. L. Rev. 140, s. 851-920.
- Langevoort, Donald C. (2002), *Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation*, Nw. U. L. Rev. 97, s. 135-188.
- Moscary, George A. (2013), *Statistically Insignificant Deaths: Disclosing Drug Harm to Investors (and Patients) Under SEC Rule 10b-5*, Geo. Wash. L. Rev. 82, s. 111-164.
- Munck, Johan (2006), *Självregleringen på värdepappersmarknaden*, JT 2006/07 s. 553-565.
- Pearson, Karl (1905), *The Problem of the Random Walk*, Nature 72, s. 294.
- Peczenik, Aleksander (2005), *Juridikens allmänna läror*, SvJT 2005 s. 249-272.
- Porter, Gregory S. (2000), *What did You Know and When did You Know it?: Public Company Disclosure and the Mythical Duties to Correct and Update*, Fordham L. Rev. 68, s. 2199-2255.
- Posner, Richard A. (2011), *Economic Analysis of Law*. 8 uppl. Aspen Publishers. New York.
- Samuelson, Paul A. (1965), *Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly*, Ind. Mgmt Rev. 6, s. 41-49.
- Samuelsson, Per (1991), *Information och ansvar. Börsbolagens ansvar för vilseledande och bristfällig informationsgivning*. Norstedts Juridik. Stockholm.
- Samuelsson, Per, Afrell, Lars, Cavallin, Samuel och Sjöblom, Nils (2005), *Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar*, Norstedts Juridik. Stockholm.
- Shiller, Robert J. (1981), *Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?*, Am. Econ. Rev. 71 s. 421.
- Shiller, Robert J. (2000), *Irrational exuberance*. Princeton University Press. Princeton.
- Shleifer, Andrei (2000), *Inefficient markets: an introduction to behavioral finance*. Oxford University Press. New York.
- Shleifer, Andrei och Summers, Lawrence H. (1990), *The Noise Trader Approach to Finance*, J. Econ. Persp. 4, s. 19-33.

- Sobol, Robert N. (1999), *The Benefit of the Internet: The World Wide Web and the Securities Law Doctrine of Truth-on-the-Market*, J. Corp. L. 25, s. 85-102.
- Stattin, Daniel (2009), *Takeover. Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*. 2 uppl. Thomson Reuters. Stockholm.
- Stout, Lynn (1995), *Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation*, Va. L. Rev. 81, s. 611-712.
- Strömholm, Stig (1971), *Användning av utländskt material i juridiska monografier: Några anteckningar och förslag*, SvJT 1971 s. 251-263.
- Svensson, Bo (2001), *Lagstiftningsideologi och lagstiftningsteknik – erfarenheter från arbetet med en ny aktiebolagslag*, SvJT 2001 s. 637-654.
- Svernlöv, Carl (2007), *Ansvarsfrihet: dechargeinstitutet i svensk aktiebolagsrätt*, Nordstedts Juridik. Stockholm.
- Åhman, Ola (1997), *Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten: om aktiebolagets ställföreträdare och gränserna för deras representationsrätt*. Iustus Förlag, Uppsala.

## Tidningsartiklar

- Berenson, Alex, Harris, Gardiner, Meier, Barry och Pollack, Andrew (2004), *Despite Warnings, Drug Giant Took Long Path to Vioxx Recall*. New York Times. 14 november.  
[http://www.nytimes.com/2004/11/14/business/14merck.html?pagewanted=1&\\_r=1](http://www.nytimes.com/2004/11/14/business/14merck.html?pagewanted=1&_r=1) (Hämtad 2014-02-11).
- Berenson, Alex (2007), *Merck Agrees to Settle Vioxx Suits for \$4.85 Billion*, New York Times. 9 november.  
<http://www.nytimes.com/2007/11/09/business/09merck.html> (Hämtad 2014-02-11).
- Delasi, Christina (2011), *Back in District Court, Merck Securities Class Action Concerning Vioxx Continues On*, Bloomberg Law.  
<http://about.bloomberglaw.com/law-reports/merck-voxsecurities-class-action-concerning-vioxx-continues-on/> (Hämtad 2014-02-11).
- Neilan, Terrence (2004), *Merck Pulls Vioxx Painkiller From Market, and Stock Plunges*. New York Times. 30 september.  
<http://www.nytimes.com/2004/09/30/business/30CND-MERCK.html> (Hämtad 2014-02-11).
- Wilson, Duff (2011), *Merck to Pay \$950 Million Over Vioxx*. New York Times. 22 november.  
<http://www.nytimes.com/2011/11/23/business/merck-agrees-to-pay-950-million-in-vioxx-case.html> (Hämtad 2014-02-11).

## Pressmeddelanden

Läkemedelsverket (2004), *Vioxx och Vioxx Akut dras från marknaden*, 1 oktober 2004.

<http://www.lakemedelsverket.se/Alla-nyheter/NYHETER---2004/Vioxx-och-Vioxx-Akut-dras-fran-marknaden/> (Hämtad 2014-04-07)

Läkemedelsverket (2012), *Ny farmakovigilanslagstiftning*, 20 december 2012.

<http://www.lakemedelsverket.se/OVRIGA-SIDOR/Ny-EU-lagstiftning-for-lakemedel/> (Hämtad 2014-04-07)

EMA (2013), *European Medicines Agency publishes initial list of medicines under additional monitoring*, 25 april 2013.

[http://www.ema.europa.eu/ema/index.jsp?curl=pages/news\\_and\\_events/news/2013/04/news\\_detail\\_001771.jsp&mid=WC0b01ac058004d5c1](http://www.ema.europa.eu/ema/index.jsp?curl=pages/news_and_events/news/2013/04/news_detail_001771.jsp&mid=WC0b01ac058004d5c1) (Hämtad 2014-04-07).

## Elektroniska källor

Supreme Court of the United States, *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., U.S., No. 13-317 (2014), Oral Argument Transcript*.

[http://www.supremecourt.gov/oral\\_arguments/argument\\_transcripts/13-317\\_e18f.pdf](http://www.supremecourt.gov/oral_arguments/argument_transcripts/13-317_e18f.pdf) (Hämtad 2014-04-04).

EMA, *European Database of Suspected Adverse Drug Reaction Reports*.

<http://www.adrreports.eu/en/> (Hämtad 2014-04-07).

Läkemedelsverket, *Periodisk säkerhetsrapportering*.

<http://www.lakemedelsverket.se/malgrupp/Foretag/Lakemedel/PSUR-Work-Sharing-human/> (Hämtad 2014-04-07).

Svenskt Näringsliv, *Remissvar avseende Förslag till ändrade marknadsplatsföreskrifter (FI Dnr 12-2840) [SN Dnr 213/2012]*

[http://www.svensktnaringsliv.se/material/remissvar/forslag-till-andrade-marknadsplatsforeskrifter\\_568555.html](http://www.svensktnaringsliv.se/material/remissvar/forslag-till-andrade-marknadsplatsforeskrifter_568555.html) (Hämtad 2014-05-30).

# Rättsfallsförteckning

## EU

Mål 14/83, *Sabine von Colson och Elisabeth Kamann mot Land Nordrhein-Westfalen*, [1984] ECR 1891

Mål C-106/89, *Marleasing SA mot Comercial Internacional de Alimentacion SA*, [1990] ECR I-4135

Mål C-19/11, *Markus Geltl mot Daimler AG*, [2012] I-\*\*\*

## USA

*Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988)

*Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980)

*City of Monroe Employees Retirement System v. Bridgestone Corporation*, 387 F.3d 468 (6th Cir 2004)

*Conn. Ret. Plans and Trust Funds v. Amgen Inc.*, 660 F.3d 1170, (9th Cir. 2011)

*Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corp.*, 332 F.Supp. 544 (E.D.N.Y. 1971)

*Goldman v. Belden*, 754 F.2d 1059 (2d Cir. 1985)

*Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, U.S., No. 13-317 (2014)

*In re Apple Sec. Litig.*, 886 F.2d 1109 (9th Cir. 1989)

*In re Carter-Wallace, Inc. Sec. Litig.* 150 F.3d 153 (2d Cir 1998)

*In re Merck & Co., Inc. Sec., Derivative & "ERISA" Litig.*, Nos. 05-1151 (SRC), 2011 WL 3444199 (D.N.J. Aug. 8, 2011)

*In re Pfizer Inc. Sec. Litig.*, 584 F. Supp. 2d 621 (S.D.N.Y. 2008)

*In re Time Warner Inc. Sec. Litig.*, 9 F.3d 259 (2d Cir 1993)

*Longman v. Food Lion, Inc.*, 197 F.3d 675 (4th Cir. 1999).

*Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 131 S. Ct. 1309 (2011)

*N.J. Carpenters Pension & Annuity Fund v. Biogen IDEC Inc*, 537 F.3d 35 (1st Cir 2008)

*SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir 1967)

*Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co.*, 494 U.S. 6 (1971)

*TSC Industries. v. Northway*, 426 U.S. 438 (1976)

*Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg*, 501 U.S. 1083 (1991)

*Wielgos v. Commonwealth Edison Co.*, 892 F.2d 509 (7th Cir. 1989)