



JURIDISKA FAKULTETEN  
vid Lunds universitet

Carl Öberg

# Från MAD Men till MAR-dröm?

En studie av det utvidgade offentliggörandekravet i  
Marknadsmissbruksförordningens era

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet  
30 högskolepoäng

Handledare: Henrik Norinder

Termin för examen: HT2016

# Innehåll

<b>SUMMARY</b>	<b>1</b>
<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>2</b>
<b>FÖRORD</b>	<b>3</b>
<b>FÖRKORTNINGAR</b>	<b>4</b>
<b>1 INLEDNING</b>	<b>6</b>
1.1 Bakgrund	6
1.2 Syfte och frågeställningar	7
1.3 Avgränsningar	8
1.4 Metod och material	9
1.4.1 Val av metod	9
1.4.2 Val av material	10
1.5 Forskningsläge	12
1.6 Disposition	12
<b>2 EN RÄTTSEKONOMISK BILD AV MAR</b>	<b>14</b>
2.1 Det rättsekonomiska perspektivet	14
2.2 Värdepappersmarknadens rättsekonomiska problem	14
2.3 Insiderinformation och informationsasymmetrier	17
2.4 Sammanfattning av kapitlet	19
<b>3 HISTORISK REGLERING</b>	<b>20</b>
3.1 Enstegs- och tvåstegsmodellen	20
3.1.1 Bakgrund	20
3.1.2 Enstegsmodellen	23
3.1.3 Tvåstegsmodellen	24
3.2 Den svenska regleringen och MAD	26
3.3 Den brittiska regleringen och MAD	29
3.4 Jämförelse mellan Sverige och Storbritannien	30
3.5 Sammanfattning av kapitlet	31

<b>4</b>	<b>DAGENS REGLERING – EN ÖVERBLICK</b>	<b>33</b>
4.1	Från MAD till MAR	33
4.2	Från svensk rätt till MAR	37
4.3	Sammanfattning av kapitlet	39
<b>5</b>	<b>ANALYS</b>	<b>40</b>
5.1	Rättsekonomiska motiv till reglerat offentliggörandekrav	40
5.2	Historiska motiv till MAR	41
5.3	MAR:s konsekvenser för svenska aktörer	42
<b>6</b>	<b>SLUTSATS</b>	<b>44</b>
	<b>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</b>	<b>46</b>
	<b>RÄTTSFALLSFÖRTECKNING</b>	<b>51</b>

# Summary

The new Market Abuse Regulation (the MAR) entered into force on July 3<sup>rd</sup> 2016. The MAR is the latest step in a long-running regulatory process from the EU concerning the securities market, and as it entered into force it replaced the previously applicable Market Abuse Directive (the MAD). The MAR contains a few novelties, which can appear alien to Swedish operators at the securities market. For example, the concept of inside information has been extended to include information concerning intermediate steps in a protracted process. This, in turn, has led to an extension of the disclosure obligation, which raises questions concerning the application of the procedure concerning delaying such disclosures. This thesis firstly investigates the motives for regulating disclosure obligations. This is done from an economic point of view, since economic theories and methods works well as a complementary perspective to the legal one, in cases concerning securities markets. Further, a historic perspective is donned while examining the MAD and why this directive was deemed necessary to be replaced by the MAR. In addition to a EU law perspective, a comparative method is applied while comparing the Swedish regulation to the British, in order to highlight the flaws concerning the harmonisation of the securities market following the MAD. Finally, a study of the current legal position is made, comparing the MAR to the MAD and the previous Swedish regulation of the securities market during the era of the MAD.

The conclusion of the study is that the MAR has involved an extension of the disclosure obligation, which in turn has resulted in that Swedish issuers will be forced to utilise the nowadays formal and systematised procedure concerning the delaying of disclosing inside information. It is noted that this extension might imply certain future problems, although these have not yet emerged at the Swedish market.

# Sammanfattning

Den 3 juli 2016 trädde den nya marknadsmissbruksförordningen (MAR) i kraft. MAR är det senaste ledet i en länge pågående regleringsprocess av värdepappersmarknaden från EU:s håll, och ersatte vid ikraftträdandet det tidigare tillämpliga marknadsmissbruksdirektivet (MAD). MAR innehåller vissa nyheter som kan anses främmande för svenska aktörer på värdepappersmarknaden. Bland annat har begreppet insiderinformation utvidgats till att även inbegripa information rörande mellanliggande steg i en över tiden pågående process. Detta i sin tur har lett till en utvidgning av kravet att offentliggöra insiderinformation, vilket väcker frågor angående tillämpningen av förfarandet rörande att skjuta upp sådana offentliggöranden. Uppsatsen utreder först motiven till att reglera offentliggöranden av insiderinformation. Detta görs ur ett rättsekonomiskt perspektiv, då ekonomiska teorier och metoder fungerar bra som komplement till de juridiska när det rör sig om värdepappersmarknaden. Efter detta ges ett historiskt perspektiv på MAD och varför detta direktiv ansågs vara i behov av att bytas ut till förmån för MAR. Här tillämpas, förutom en EU-rättslig metod, en komparativ metod där Sveriges reglering jämförs med i huvudsak den brittiska, för att visa på de brister i harmoniseringen av värdepappersmarknaden som följde i MAD:s kölvatten. Slutligen görs en utredning av dagens rättsläge där MAR jämförs med MAD och den tidigare svenska regleringen av värdepappersmarknaden under MAD-eran.

Slutsatsen av utredningen är att MAR inneburit en utvidgning av offentliggörandekravet, vilket resulterar i att svenska emittenter i högre grad än tidigare kommer tvingas använda sig av det numera formella och systematiserade förfarande gällande uppskjutande av offentliggörande av insiderinformation. Det påpekas att utvidgningen kan innebära vissa problem i framtiden, men att dessa än så länge inte har visat sig på den svenska marknaden.

# Förord

Så var det över. Det är inte utan en känsla av tomhet som jag skriver dessa rader. Förordet till mitt examensarbete är samtidigt en avslutningstext till min tid vid Lunds universitet. Det finns mycket jag är tacksam för och många jag vill tacka, men med risk för att glömma någon (och vetskap om att få kommer läsa detta) får de flesta tack förbli osagda, åtminstone här.

Jag vill dock självfallet tacka min mamma, pappa och syster för deras osvikliga tro på min förmåga, även när min egen stundtals vacklat. Med varm hand och villkorlös kärlek kommer man långt. Åtminstone har det tagit mig hit.

På tal om kärlek vill jag tacka Elin för hennes uppmuntrande ord och löften om framtiden. Det blir så mycket lättare att kämpa om man har något att kämpa för.

Jag vill även tacka Advokatfirman Vinge och alla medarbetare på Malmökontoret för en inspirerande och lärorik praktikperiod under hösten. Jag lärde mig mycket, inte minst från min oerhört kompetenta mentor Astrid. Tack för kaffet.

Ett varmt tack vill jag även framföra till min handledare Henrik Norinder. Med full förståelse för min arbetsprocess drabbades han aldrig av panik, utan stöttade och gav råd när jag behövde det, skämtade och skrattade när jag behövde det. Och tack för hjälpen med titeln. Jag kan inte ta åt all ära för den själv.

Jag vill även uttrycka min djupaste tacksamhet till mina vänner på JHT. Utan er hade jag inte varit där jag är idag. Antagligen hade jag varit betydligt längre fram. Men jag hade inte varit den jag är idag. Och det hade varit sämre. Jag kommer alltid att sakna de gångna åren.

Nog med terminer. Det får räcka nu.

Lund, den 4 januari 2016

*Carl Öberg*

# Förkortningar

CESR	<i>The Committee of European Securities Regulators</i> [sv. Europeiska värdepapperstillsynskommittén]
EMH	<i>Efficient Market Hypothesis</i> [sv. Hypotesen om den effektiva marknaden]
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i> [sv. Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten]
ESME	European Securities Markets Expert Group [sv. Europeiska värdepappersmarknadsexpertgruppen]
EU	Europeiska unionen
FFFS	Finansinspektionens författningssamling
MAD	Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk)
MAR	Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordning) och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG
MTF	Multilaterala handelsplattformar
OTF	Organiserade handelsplattformar

Prop.

RINGA

VpmL

Proposition

Relevant information not generally available [sv. Relevant information i allmänhet inte tillgänglig]

Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden



# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund

Den 3 juli 2016 trädde den nya marknadsmissbruksförordningen (MAR)<sup>1</sup> i kraft. Förordningen, som är det senaste ledet i en länge pågående regleringsprocess av värdepappersmarknaden från EU:s håll, ersatte det tidigare tillämpliga marknadsmissbruksdirektivet (MAD)<sup>2</sup> och blev vid datumet ovan direkt tillämplig i Sverige. EU:s val att reglera värdepappersmarknaden i form av en förordning, istället för ett direktiv, är ett led i unionens tydliga arbete för en harmoniserad europeisk reglering.<sup>3</sup> Denna vision om enhetliga bestämmelser på finansmarknadens område över hela unionen låg som grund redan för MAD, men efter finanskrisen 2007-2008 blev det tydligt att ytterligare harmoniserad reglering var nödvändig.<sup>4</sup> Som nämns i skälen till MAR ansåg unionens lagstiftare att en ny rättsakt var behövlig i enlighet med Larosièrerapporten från den 25 februari 2009, dels för att på ett direkt tillämpligt sätt harmonisera medlemsstaternas lagstiftning på området, dels för att reglerna skulle hållas uppdaterade på en snabbt föränderlig marknad.<sup>5</sup>

MAR innehåller vissa nyheter som kan ses främmande för svenska aktörer och myndigheter. En av de mest ingripande nyheterna är en skärpning av reglerna rörande offentliggörande av insiderinformation, vilket har resulterat i att emittenter sedan förordningens ikraftträdande har varit skyldiga att offentliggöra mer information än tidigare. Detta offentliggörandekrav har utökats till att inbegripa information rörande mellanliggande steg i en över tiden pågående process, exempelvis under pågående förhandlingar.<sup>6</sup> I syfte

---

<sup>1</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om

<sup>2</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk).

<sup>3</sup> MAR, ingressen, skäl (3).

<sup>4</sup> Larosièrerapporten, 2009, s. 1 & 27.

<sup>5</sup> Se not 3.

<sup>6</sup> MAR, art 7(3).

att skydda emittenternas intressen har, som en konsekvens av denna nya regel, utökade möjligheter till uppskjutande av offentliggörande av insiderinformation kodifierats i förordningen.

Den svenska regleringen har både före och under MAD haft en någorlunda inofficiell hantering av både offentliggörandekravet och möjligheter till uppskjutande av offentliggöranden. MAR:s status som förordning har resulterat i att svenska emittenter och myndigheter har fått omstrukturera sina rutiner i syfte att följa de nya reglerna, då förordningen har direkt effekt.

## 1.2 Syfte och frågeställningar

Vid första anblick ger reglerna i MAR intryck av att kraftigt skärpa kraven på emittenter att offentliggöra insiderinformation, inte minst tack vare den nya regeln om att information rörande mellansteg i en pågående process kan klassas som insiderinformation, information som då måste offentliggöras. I och med detta utökade krav blir självfallet frågan om hur en emittent kan skjuta upp sådana offentliggöranden central. Eftersom dessa mekanismer är relativt outforskade i svensk rätt finns det ett syfte med att undersöka de skillnader i reglering som MAR innebär för svenska aktörer på värdepappersmarknaden. Det är även intressant att utröna bakgrunden till varför insiderinformation över huvud taget bör offentliggöras. Målet med uppsatsen kommer därför vara att ge läsaren en motivering till regleringen, en jämförelse med hur området reglerats tidigare, samt en överblick av var vi befinner oss idag. För att uppnå detta mål kommer följande frågeställningar att utredas:

1. Vad är motiveringen till att emittenter på en värdepappersmarknad ska offentliggöra insiderinformation?
2. Hur har den tidigare regleringen av offentliggörande av insiderinformation, i EU och Sverige, sett ut tidigare?

3. Vilka konsekvenser har de nya reglerna enligt MAR fått för svenska aktörer på värdepappersmarknaden?

## 1.3 Avgränsningar

För att uppnå uppsatsen mål har ett kombinerat europarättsligt och svenskt perspektiv anlagts. En kort avstickare till brittisk rätt kommer även att göras i syfte att förtydliga bilden av MAR:s inverkan på medlemsstaternas nationella rättstraditioner, och en jämförelse mellan den svenska och brittiska implementeringen av MAD kommer att göras. Det hade varit intressant att utforska ytterligare europeiska rättsordningar, i synnerhet den tyska, men då dessa perspektiv inte behövs för att uppfylla uppsatsens syfte har övriga medlemsstater huvudsakligen lämnats därhän. Den komparativa bedömningen av den brittiska rätten gör inga som helst anspråk på att vara utförlig, utan har, med hänsyn till uppsatsen omfattning, avgränsats till att vara relativt ytlig.

Uppsatsen behandlar offentliggörande av insiderinformation, samt möjligheterna till att skjuta upp sådana offentliggöranden. Dessa mekanismer tar sikte på marknadsmissbruksformen insiderhandel. MAR behandlar även andra former av marknadsmissbruk, såsom marknadsmanipulation och olagligt röjande av insiderinformation. Dessa former av marknadsmissbruk kommer inte att beröras, med hänvisning till uppsatsens syfte. Inte heller regler om vilka personer som omfattas av missbruksformen insiderhandel kommer att beröras.

Det ska även påpekas att det offentliggörandekrav som avhandlas i uppsatsen är av löpande karaktär. Redogörelse för regler gällande periodiskt offentliggörande rörande exempelvis årsredovisningar och prospekt ligger inte i linje med uppsatsens syfte och kommer därmed inte heller att beröras. Slutligen kommer uppsatsen inte att ta upp eventuella sanktioner vid brott mot reglerna som behandlas.

## 1.4 Metod och material

### 1.4.1 Val av metod

För att uppnå uppsatsens syfte och kunna presentera svar på frågeställningarna har ett antal metoder och perspektiv anlagts. I de delar av uppsatsen som redogör för rättsläget har den rättsdogmatiska metoden tillämpats i form av konsulterande av lagtext, förarbeten och doktrin.<sup>7</sup> Rättskällevärdet, gällande både svenska och EU-rättsliga regleringar, har tillämpats. Då uppsatsen till stor del tar avstamp i EU-rättsliga lagregler har dessutom självklart den EU-rättsliga metoden tillämpats, inte minst i syfte att tolka hur de EU-rättsliga reglerna har implementerats och bör tolkas i förhållande till den inhemska svenska rättsordningen.<sup>8</sup> Vid tolkning av EU-rättsliga regler, såsom förordningar och direktiv, finns ofta ett behov av en ändamålstolkning. Denna metod, även kallad den teleologiska metoden, används ofta av EU-domstolen i syfte att utröna ”tanken bakom” EU-rättsakter.<sup>9</sup> Detta perspektiv har även anlagts i denna uppsats, i syfte att belysa de berörda unionsrättsliga bestämmelsernas sammanhang och de syften som eftersträvas.

I samma anda som det nyss sagda har ett rättsekonomiskt perspektiv använts. Som framkommer senare i uppsatsen hämtar regleringen av värdepappersmarknaden, inte minst gällande marknadsmissbruk, mycket inspiration från de ekonomiska perspektiven, varför rättsekonomi förefaller vara ett naturligt perspektiv att använda sig av i denna uppsats.

Uppsatsen har ett antal komparativa inslag, i huvudsak gällande skillnader och likheter mellan den svenska och den brittiska regleringen av marknadsmissbruk. Dessa inslag ämnar ge läsaren förståelse för hur skillnader i medlemsstaternas implementeringar av MAD resulterat i MAR:s strängare krav på harmonisering av regleringen av marknadsmissbruk.

---

<sup>7</sup> Korling & Zamboni, 2013, s. 21.

<sup>8</sup> Korling & Zamboni, 2013, s. 109.

<sup>9</sup> Korling & Zamboni, 2013, s. 122.

På tal om MAD så har detta direktiv tagit relativt stor plats i framställningen, med tanke på uppsatsens fokus på den ersättande förordningen MAR. Det finns dock uppenbara skäl till att göra avstamp i direktivet, då detta bäddar för jämförelser (MAD, MAR, Sverige, Storbritannien) och historik.

## 1.4.2 Val av material

En uppsats präglad av ett pluralistiskt perspektiv, såsom denna, med infallsvinklar rörande både svensk rätt, EU-rätt och komparativ rätt, kräver material som täcker alla delar av perspektiven. De olika perspektiven har sina egna källor, även om dessa överlappar bitvis.

När det kommer till den svenska regleringen har, förutom svensk lagstiftning och förarbeten, i huvudsak svensk doktrin konsulterats, däribland verk författade av Torsten Örtengren, Robert Sevenius, Karin Eklund och Daniel Stattin. Eftersom den svenska modellen gällande reglering av marknadsmissbruk till stora delar överensstämmer med Danmarks och Finlands respektive regleringar har mycket material och inspiration kunnat hämtas från Jesper Lau Hansen, professor i finansmarknadsrätt vid juridiska fakulteten vid Köpenhamns universitet, samt från Märten Knuts, professor i värdepappersmarknadsrätt vid den juridiska fakulteten vid Helsingfors universitet.

Vid utredningen av EU-rättsakterna och hithörande modeller och koncept har vägledning hämtats hos ett antal författare från olika medlemsstater. Doktrinen överlappar varandra med olika infallsvinklar på samma ämnen, men de verk jag refererat till flitigast och som varit avgörande för framställningen, framförallt rörande begreppet insiderinformations dubbla funktion, är artikeln *The MAD disclosure regime and the twofolded notion of inside information: the available solution* skriven av Jesper Lau Hansen och David Moalem, samt artikeln *Issuers at Midstream: Disclosure of*

*Multistage Events in the Current and in the Proposed Market Abuse Regime*  
av Carmine Di Noia och Matteo Gargantini.

Kapitlet om rättsekonomi har hämtat vägledning från Lunds universitets egna Christian Dahlman, Marcus Glader och David Reidhav och deras verk *Rättsekonomi – En introduktion*. I övrigt har rättsekonomiska klassiker som *Law & Economics* av Robert Cooter och Thomas Ulen, *The Market of Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism* av George Akerlof samt *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work* av Eugene Fama konsulterats i syfte att klargöra specifika begrepp och mekanismer.

Som komplement till doktrinen har jag även konsulterat de riktlinjer som författats av myndigheten European Securities and Market Authority, ESMA. Myndigheten inrättades 2011 och benämndes tidigare som The Committee of European Securities Regulators, CESR. ESMA:s uppdrag som oberoende myndighet är att bevaka investerarens intressen på den europeiska värdepappersmarknaden och utfärdar löpande riktlinjer klassificerade som softlaw. Sådan softlaw kan få normativ betydelse och fungera som tolkningsunderlag för nationella domstolar och myndigheter, speciellt i fall då annat tolkningsmaterial saknas.<sup>10</sup>

Då väldigt lite är skrivet, ur ett svenskt perspektiv, om de delar av MAR som undersökts i denna uppsats har jag fått vända mig till börsen och praktiker i viss mån. Avsnitt 4.2 innehåller därför referenser till två källor hänförliga till Nasdaq, ett så kallat Q&A-dokument publicerat på Nasdaqs hemsida och en filmad intervju publicerad på Youtube. Dessa källor kan visserligen inte strängt taget sägas representera någon akademisk tyngd, men med detta i minne har jag ändå tillåtit mig att konsultera dessa börsens experter.

---

<sup>10</sup> Korling & Zamboni, 2013, s. 127.

## 1.5 Forskningsläge

Forskningsläget i Sverige på området offentliggörande av insiderinformation och uppskjutandet av sådana offentliggöranden kan beskrivas som skralt, minst sagt. Den svenska doktrin som hänvisas till i kapitel 1.4.2 har konsulterats utan några större framgångar vad gäller dessa ämnen. Definitionen av insiderinformation har behandlats i högre grad av svenska rättsvetenskapare, men oftast i förhållande till insiderhandel och inte offentliggörandekravet. Eklund och Stattin avhandlar i sitt verk *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, publicerad 2016, de inverningar på den svenska värdepappersmarknaden som MAR fått rörande bland annat offentliggörandekravet och uppskjutandemöjligheterna. Alexandra Hagander, tidigare juriststudent vid Lunds universitet, gjorde i sitt examensarbete *Uppskjutet offentliggörande av insiderinformation i en pågående process*, publicerad strax innan sommaren 2016, en utmärkt genomlysning av dessa regler ur ett EU-rättsligt perspektiv. Linda Hellstén, tidigare juriststudent vid Helsingfors universitet, gjorde dessförinnan en något bredare undersökning av MAR:s potentiella inverkan på bland annat svensk rätt i sitt examensarbete *Disclosure and delayed disclosure of inside information in the light of the EU Market Abuse Regulation*, publicerad 2015. Medan Haganders uppsats endast har konsulterats i syfte att finna källor, har jag valt att hänvisa till Hellsténs utmärkta uppsats vid ett tillfälle.

Forskningsläget på EU-nivå är något större, som har nämnts. Denna forskning fokuserar dock till största del på just den EU-rättsliga aspekten av MAR, vilket i och för sig inte behöver innebära så stora problem tack vare MAR:s status som förordning. En utförligare presentation av forskare som har konsulterats i arbetet med uppsatsen står att finna i kapitel 1.4.2.

## 1.6 Disposition

I kapitel 1 finnes uppsatsens bakgrund, syfte, avgränsningar, metod och forskningsläge. Kapitel 2 ger läsaren en rättsekonomisk bild av MAR, och

ämnan dissekera ekonomiska och juridiska motiv till ett reglerat offentliggörandekrav. Denna dissekering har som syfte att ge en bakgrund för den analys och slutsats som avslutar uppsatsen. Kapitel 3 beskriver den historiska utvecklingen av framförallt den EU-rättsliga, svenska och, till viss del, brittiska regleringen av berörda delar av värdepappersmarknaden, från MAD till MAR. Även detta perspektiv är viktigt för att förstå motiveringen bakom de nya regler som MAR introducerat. I kapitel 4 ges en relativt detaljerad beskrivning av först hur MAD förhåller sig till MAR och sedan hur den svenska regleringen förhåller sig till MAR. Detta kapitel ämnar ge läsaren en klar bild av det aktuella rättsläget. Kapitel 5 redogör för en kort analys med utgångspunkt från uppsatsens tre frågeställningar, varefter kapitel 6 presenterar författarens slutsats.



# 2 En rättsekonomisk bild av MAR

## 2.1 Det rättsekonomiska perspektivet

Syftet med MAR får anses vara att skapa en integrerad, välfungerande, effektiv och öppen värdepappersmarknad med hög integritet inom EU.<sup>11</sup> Reglering av marknader, vare sig det handlar om finansmarknader eller marknader för begagnade bilar, beskrivs gärna med hjälp av rättsekonomi, ett av rättsvetenskapens perspektivämnen som, likt namnet antyder, väljer att observera, beskriva och förklara juridiken ur ett ekonomiskt perspektiv.<sup>12</sup> Vi ska i detta kapitel utforska de rättsekonomiska motiven till ett reglerat offentliggörande av insiderinformation.

## 2.2 Värdepappersmarknadens rättsekonomiska problem

Grundtanken med värdepappersmarknaden vilar på idén om den fria marknaden, där utbud och efterfrågan reglerar priset på varorna, i förevarande fall värdepappret. Priset på varan kan ses som en kompromiss mellan säljaren och köparen som vilar på deras respektive vetskap om marknaden och varan, det vill säga vilken information som finns tillgänglig för dem.<sup>13</sup> Utmaningen för marknaden och dess aktörer är att se till att denna information på ett så icke-diskriminerande sätt som möjligt tillgängliggörs för alla aktörer på marknaden, för att på så sätt undvika felaktig prisbildning. Sådan optimal prisbildning har diskuterats länge inom den ekonomiska litteraturen och brukar sammanfattas i hypotesen om den effektiva marknaden, eller EMH ("Efficient Market Hypothesis").<sup>14</sup> Denna

---

<sup>11</sup> MAR, ingressen, skäl (1) – (3).

<sup>12</sup> Dahlman, Glader & Reidhav, 2013, s. 9.

<sup>13</sup> Knuts, 2010, s. 31f.

<sup>14</sup> Eklund & Stattin, 2016, s. 411.

hypotes lades fram av den amerikanske ekonomen Eugene Fama 1970 där han beskriver värdepappersmarknadens syfte att fördela marknadens kapital genom en ideal marknad där emittenter och investerare kan göra välinformerade val och lita på att marknaden själv alltid sätter ”rätt” pris på värdepappret, ett pris som reflekterar all tillgänglig information på marknaden.<sup>15</sup> Det är först när priset på värdepapperen till fullo reflekterar all tillgänglig information på marknaden som marknaden, enligt Fama, kan anses effektiv. Denna hypotes om en ideal, effektiv marknad är just endast en hypotes, och i praktiken kan en sådan marknad antagligen aldrig uppnås, vilket Fama själv insåg. Graden av effektivitet har därför delats upp i tre former: en svag, en semi-stark och en stark. Dessa former är graderingar av korrelationen mellan information och kurspåverkan. I en svagt effektiv marknad påverkas marknadspriserna av historisk information. I en semi-stark marknad påverkas marknadspriserna av all offentliggjord information. Slutligen, i en stark marknad påverkas priserna av all information, vare sig den är offentliggjord eller inte.<sup>16</sup>

EMH har kritiserats från många olika håll, inte minst ur ett behavioristiskt perspektiv, då hypotesen använder sig av ett starkt rationalitetsperspektiv, det vill säga den grundar sig i tanken om den rationelle investeraren.<sup>17</sup> Sina brister till trots<sup>18</sup> kan EMH ses som ett uttryck för att värdepappersmarknadens effektivitet åtminstone till viss del är beroende av informationstillgång; högre grad av informationstillgång genererar en förbättrad prisbildning. Lägre grader av informationstillgång resulterar i informationsasymmetri, vilket är ett så kallat marknadsmisslyckande. Informationsasymmetri beskriver det faktum att det alltid finns en obalans vad gäller tillgänglig information mellan marknadens aktörer.<sup>19</sup> Denna obalans leder till två stora problem på värdepappersmarknaden som i sin tur

---

<sup>15</sup> Fama, 1970, s. 1.

<sup>16</sup> Knuts, 2010, s.40.

<sup>17</sup> Eklund & Stattin, 2016, s. 411; Knuts, 2010, s. 43ff.

<sup>18</sup> EMH har i efterhand pekats ut som en av de stora anledningarna till finanskrisen 2008, se Knuts, 2010, s. 46.

<sup>19</sup> Cooter & Ulen, 2008, s. 46.

dels förhindrar investerare från att investera på ett effektivt sätt och dels förhindrar emittenter från att locka investerarna.<sup>20</sup>

Det första problemet, kallat informationsproblemet, beskriver hur en emittent alltid har mer information om deras investeringserbjudanden än investerarna. Detta problem, även kallat citronproblemet efter Akerlofs klassiska framställning i *The Market of Lemons*, visar hur bristande information i värsta fall kan leda till ett fullständigt haveri av hela marknaden.<sup>21</sup> Om informationsasymmetrier existerar har investerarna inga möjligheter att göra informerade val, eftersom de inte kan se skillnad på bra och dåliga investeringar. Entreprenörer med dåliga idéer kommer, i brist på tillgänglig information, att marknadsföra sina idéer som lika bra som de verkligt bra idéerna. Investerarna förstår detta, och deras incitament att betala sjunker till en genomsnittlig nivå, vilket resulterar i att dåliga investeringar övervärderas och bra investeringar undervärderas.<sup>22</sup> Resultatet blir en marknad där förtroendet för produkter och emittenter är lågt och marknaden saknar integritet.

Det andra problemet till följd av informationsasymmetrier är agent-principalproblemet. Medan informationsproblemet beskriver informationsasymmetrin mellan emittenten och investeraren *innan* investeringen behandlar agent-principalproblemet informationsasymmetrin som fortlöper *efter* att investeraren har köpt in sig i emittentens verksamhet. En emittent (agent) kommer alltid att ha mer information än investeraren (principalen) och denna asymmetri skapar incitament för emittenten att agera enligt sina egna intressen och kanske åsidosätta investerarens bästa. Investeraren kan inte vara säker på att emittenten alltid agerar som överenskommet, varför investeraren måste övervaka emittenten. Detta resulterar i agentkostnader och sänker värdet av emittentens tjänster.<sup>23</sup>

---

<sup>20</sup> Healy & Palepu, 2001, s. 407.

<sup>21</sup> Se Akerlof, 1970.

<sup>22</sup> Healy & Palepu, 2001, s. 408.

<sup>23</sup> Healy & Palepu, 2001, s. 409f.

## 2.3 Insiderinformation och informationsasymmetrier

Marknadsmissbruk, såsom insiderhandel, är att anse som en av den effektiva marknadens största fiender på grund av de stora informationsasymmetrier som utnyttjas.<sup>24</sup> Informationsasymmetrier, om än oundvikliga, bör därför minskas så mycket som möjligt. Detta kan i huvudsak göras på tre sätt. Det första sättet är att kräva att den informerade parten, alltså emittenten, offentliggör informationen den har och därmed ger upp sitt monopol på information, det vill säga lagstifta om offentliggörande av insiderinformation. Det andra sättet är att förbjuda den informerade parten att utnyttja sitt informationsövertag, det vill säga förbud mot insiderhandel. Medan dessa båda strategier fokuserar på situationer då en part vet mer än en annan, fokuserar det tredje sättet på informationsasymmetrier då den ena parten är felinformerad och den andra inte. Det tredje sättet är alltså att förbjuda spridning av felaktig information, det vill säga lögner och marknadsmanipulation.<sup>25</sup> MAR tar upp alla dessa tre sätt, men här kommer vi fokusera på de två första, då de båda berör offentliggörande av insiderinformation.

Om man anlägger ett rättsekonomiskt perspektiv syns offentliggörande av insiderinformation vara ett bra sätt att skapa en effektiv marknad och hantera både informationsproblemet och agent-principalproblemet. Enriques och Gilotta har sammanfattat det lagstadgade offentliggörandekravets positiva effekter på värdepappersmarknaden i tre punkter: investerarskydd, minskning av agentkostnader och förbättrad prisbildning.<sup>26</sup>

Investerarskyddet motiverades tidigare med tankar om rättvisa, i det avseendet att det helt enkelt var orättvist och omoraliskt att personer med tillgång till insiderinformation kunde handla på andra premisser än investerare utan denna information. Denna motivering har under senare tid

---

<sup>24</sup> Avgouleas, 2005, s. 4.

<sup>25</sup> Lau Hansen, 2002, s. 248.

<sup>26</sup> Enriques & Gilotta, 2014, s. 4.

övergivits till förmån för en mer ekonomiskt betingad förklaring i Akerlofs anda om asymmetrisk information. Om investerare upplever obalans i informationsgivningen kommer de förhålla sig skeptiska till marknaden, varpå de i värsta fall väljer att inte investera sitt kapital över huvud taget och vi får en marknad som lider av informationsproblemet. ”Rättvisemotiveringen” av offentliggörandekravet har på senare tid flutit samman med den ekonomiska informationsmotiveringen eftersom det finns en vikt av att investerarna upplever att informationsfördelningen är i balans för att de ska lita på marknaden.<sup>27</sup>

Minskningen av agentkostnaderna ämnar, vilket kan utläsas av punktens namn, läka aspekter av agent-principalproblemet. Offentliggörande av insiderinformation minskar de kostnader som principalen, det vill säga investeraren, måste betala för att övervaka och kontrollera agenten, alltså emittenten. Ökad transparens minskar även risken för opportunistisk och klandervärd beteende från både emittentens och majoritetsägares håll. Offentliggörande av insiderinformation har alltså en stark inverkan på minoritetsägares möjligheter att göra sina röster hörda. Det ska här påpekas att regler om offentliggöranden visserligen bidrar till ökad kontroll och transparens, men att det är lätt att övervärdera reglernas inverkan. Personer som bryter mot regler i syfte att gagna sina egna intressen i form av exempelvis bedrägeri kan inte förväntas samvetsgrant följa reglerna om offentliggöranden, utan snarare bryta även mot dessa för att dölja sina spår. Däremot innebär regleringen att sådana personer måste anstränga sig ytterligare för att lyckas med sina kriminella uppsåt, än om offentliggörandekravet inte existerade.<sup>28</sup>

Vi har här sett två motiveringar till ett reglerat offentliggörandekrav som grundar sig i två av de problem som beskrevs ovan: investerarskyddet adresserar informationsproblemet och de minskade agentkostnaderna adresserar agent-principalproblemet. Kvar står motiveringen om förbättrad

---

<sup>27</sup> Enriques & Gilotta, 2014, s. 4 – 7.

<sup>28</sup> Enriques & Gilotta, 2014, s. 7 – 10.

prisbildning, som kan ses som en motivering som grundar sig i hypotesen om en effektiv marknad. Den uppmärksamme läsaren ser hur denna hypotes faller upp sig likt ett paraply över både investerarskyddet och agentkostnaderna; minskade informationsasymmetrier och agentkostnader bidrar till ökad effektivitet på marknaden. Förbättrad prisbildning, eller mer korrekt prissättning, ökar också marknads effektivitet. Offentliggörande av relevant information leder till en högre grad av korrekt prisbildning, vilket i sin tur leder till ökad likviditet, minskad osäkerhet och en effektivare marknad.<sup>29</sup> Det finns därmed starka argument för tvingande regler om offentliggöranden, eftersom man får anta att emittenter annars hade valt att endast offentliggöra information som skulle framställa dem i så god dager som möjligt, och gömma den information som potentiellt skulle kunna göra marknaden uppmärksam på negativa aspekter.

## 2.4 Sammanfattning av kapitlet

Grundtanken med värdepappersmarknaden vila på idén om den fria marknaden, en marknad som är effektiv och bygger på förtroende och integritet. För att en marknad ska vara så effektiv som möjligt krävs, bland annat enligt hypotesen EMH, tillräckliga mängder tillgänglig information. Om det brister i emittenters informationsgivning drabbas marknaden av informationsasymmetrier, vilket i sin tur leder till två problem: informationsproblemet och agent-principalproblemet. Informationsproblemets grund är att investerare, i brist på tillgänglig information från emittenter, inte kan göra informerade val, medan agent-principalproblemet huvuddrag är att brist på transparens minskar emittenternas incitament att arbeta för investerarnas bästa, vilket ökar investerarnas övervakningskostnader. Tvingande regler om offentliggörande av insiderinformation ämnar lösa dessa problem genom de tre positiva effekterna investerarskydd, minskning av agentkostnader och förbättrad prisbildning.

---

<sup>29</sup> Enriques & Gilotta, 2014, s. 10 – 12.

## 3 Historisk reglering

I syfte att till fullo förstå de förändringar som har skett i den europeiska regleringen av värdepappersmarknaden, och hur dessa förändringar påverkar den svenska regleringen, behöver läsaren ett historiskt perspektiv. Detta kapitel ämnar beskriva hur oklarheter i MAD:s begreppsmodell i kombination med dess status som direktiv resulterade i stora skillnader i medlemsstaternas implementering av direktivet. Som nämndes inledningsvis kommer, förutom en EU-rättsligt övergripande bild, en jämförelse mellan Sveriges och Storbritanniens implementering av direktivet att presenteras. Detta ämnar illustrera de brister i harmoniseringen av värdepappersmarknadsregleringen som MAR nu hoppas kunna eliminera.

### 3.1 Enstegs- och tvåstegsmodellen

#### 3.1.1 Bakgrund

Som har nämnts ovan har EU länge arbetat för en mer harmoniserad reglering av värdepappersmarknaden. MAD var det första steget i denna riktning, ett direktiv som man hoppades skulle resultera i en högre nivå av funktionalitet och integritet vad gäller marknaden, något som i sin tur skulle leda till förutsebarhet och stärka investerarens förtroende, marknadens effektivitet och den ekonomiska tillväxten. Detta blev dock inte fallet, vilket är en av anledningarna till att EU nu valt att ersätta MAD med förordningen MAR. MAD implementerades nämligen på olika sätt i de olika medlemsstaterna, vilket resulterade i att den önskade harmoniseringen, med efterföljande goda konsekvenser, aldrig uppnåddes.<sup>30</sup> Trots den unionsrättsliga regleringen som MAD innebar skilde sig reglerna för värdepappersmarknaden mellan medlemsstaterna. MAR är menat att lösa problemet med den haltande harmoniseringen i och med statusen som förordning och den direkta effekt sådan normgivning innebär.<sup>31</sup>

---

<sup>30</sup> ESME, 2007, s. 1.

<sup>31</sup> Se ovan, not 3.

Ett av de tydligaste exemplen på hur implementeringen av MAD skiftade mellan medlemsstater är definitionen av begreppet insiderinformation, trots att MAD ämnade etablera en gemensam och tydlig definition av insiderinformation.<sup>32</sup> Detta till skillnad från tidigare direktiv, då termen *inside information* hänvisade till förbud mot att missbruka insiderinformation för en persons egen eller andras räkning (insiderhandelsförbudet), medan termen *major new developments* refererade till den sorts insiderinformation som ska offentliggöras (offentliggörandekravet).<sup>33</sup> I tidigare direktiv reglerades insiderhandelsförbudet och offentliggörandekravet alltså var för sig och beskrevs med olika termer. MAD samlade dessa två termer i begreppet insiderinformation och gav därmed begreppet en dubbel funktion, något som anses vara en av anledningarna till att implementeringen av direktivet har varierat så mycket mellan medlemsstaterna och att det har tolkats så varierande i olika rättsordningar.<sup>34</sup> Enligt art. 1(1) MAD var begreppet insiderinformation att förstå som icke offentliggjord information av specifik natur, som direkt eller indirekt hänför sig till en eller flera emittenter av finansiella instrument eller till ett eller flera finansiella instrument och som, om den offentliggjordes, skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade derivatinstrument. Denna definition av begreppet innebar att insiderinformation skulle vara icke-offentliggjord, av specifik natur samt ha en signifikant inverkan på priset på dessa finansiella instrument.<sup>35</sup> I enlighet med dess dubbla funktion användes begreppet insiderinformation både i art. 2(1) MAD angående förbudet mot insiderhandel och i art. 6(1) MAD om offentliggörandekravet.

En kortare genomgång av offentliggörandekravet krävs för ökad förståelse för den kommande framställningen. Art. 6(1) MAD föreskrev att emittenter

---

<sup>32</sup> MAD, art. 1(1) samt ingressen, skäl (16).

<sup>33</sup> ESME, 2007, s. 1.

<sup>34</sup> Lau Hansen & Moalem, 2009, s. 324; ESME, 2007, s. 5.

<sup>35</sup> ESMA, 2015, s. 6.



av finansiella instrument så snabbt som möjligt skulle informera allmänheten om insiderinformation som direkt berörde dessa emittenter. Nedan kommer kompletterande regler i ytterligare ett direktiv att beskrivas. Vad gäller uppskjutande av offentliggörande av insiderinformation, såsom beskrivet i art. 6(1) MAD, stadgade art. 6(2) MAD att en emittent på eget ansvar fick skjuta upp sådant offentliggörande i syfte att inte skada sina egna legitima intressen. Detta under förutsättning att det inte var sannolikt att den uteblivna informationen skulle vilseleda allmänheten och att emittenten kunde säkerställa att informationen skulle förbli konfidentiell. Direktivet gav även medlemsstaterna möjligheten att i sina nationella lagstiftningar kräva att en emittent skulle informera behörig nationell myndighet om beslut att uppskjuta offentliggörande av insiderinformation.

Medlemsstaterna valde vid implementeringen av MAD att hantera insiderinformationsbegreppet två funktioner genom en av två olika modeller, vilka kan beskrivas som *enstegsmodellen* och *tvåstegsmodellen*.<sup>36</sup> I rättsordningar som tillämpade enstegsmodellen, exempelvis Tyskland och Frankrike, utlöste uppkomsten av insiderinformation både handelsförbudet och offentliggörandekravet på samma gång. Rättsordningar som tillämpade tvåstegsmodellen, exempelvis Sverige och Storbritannien, tolkade istället MAD:s regler på ett sätt som resulterade i att handelsförbudet utlöstes i ett första steg, innan offentliggörandekravet utlöstes i ett senare steg. Det ska observeras att en tvåstegsmodell inte nödvändigtvis innebar att rättsordningen innehöll två skilda definitioner av begreppet insiderinformation, utan snarare att definitionen tolkades på olika sätt beroende på om den specifika situationen rörde handelsförbud eller offentliggörandekrav.

---

<sup>36</sup> Modellerna diskuteras utförligt i Lau Hansen & Moalem, 2009; Di Noia & Gargantini, 2012; Krause & Brellochs, 2013.

### 3.1.2 Enstegsmodellen

Utan att gå in alltför mycket på MAD:s version av enstegsmodellen, då denna modell kommer att diskuteras i högre grad i förhållande till MAR nedan, bör det ändå påpekas att vissa medlemsstater implementerade MAD på ett sådant sätt att deras inhemska lagstiftning anpassades efter enstegsmodellens tolkning av begreppet insiderinformation.

Tyskland kan ses som den jurisdiktion som valde den mest bokstavliga tolkningen när det kom till implementering av direktivets syn på insiderinformation och enstegsmodellen. I samband med implementeringen av MAD inarbetades en enskild definition av begreppet insiderinformation i den tyska lagstiftningen, och de tyska reglerna angående uppskjutet offentliggörande av sådan information anpassades för att till fullo efterlikna reglerna i MAD.<sup>37</sup>

Det ska dock nämnas att reglerna kring offentliggörande av insiderinformation inte varit helt klar i Tyskland under MAD. Det tydligaste exemplet på detta är även ett av de viktigaste fallen från EU-domstolen på området, Gettl mot Daimler, mål C-19/11, kallat Daimler-fallet.<sup>38</sup> I korthet handlade fallet om hur företaget Daimler AG:s VD sade upp sig. VD:n diskuterade uppsägningen med styrelseordföranden, informerade företagsledningen och lät förbereda en pressrelease innan hans önskan om uppsägning lades fram till styrelsen. Omedelbart efter att styrelsen fattat beslut om att låta VD:n avgå offentliggjordes denna information, vilket resulterade i att Daimlers aktiekurs sköt i höjden. En investerare vid namn Gettl, samt ett antal andra investerare, hade sålt sina aktier innan informationen om VD:ns uppsägning offentliggjordes och krävde Daimler på skadestånd med motiveringen att informationen borde offentliggjorts tidigare. Den tyska domstolen hänsköt till EU-domstolen frågan angående när en summa eller serier av händelser, i en beslutsprocess, var att betrakta som sådan *specifik information* som utgjorde en del av definitionen av

---

<sup>37</sup> Di Noia & Gargantini, 2012, s. 513.

<sup>38</sup> C-19/11, Markus Gettl mot Daimler AG, EU:C:2012:397.

insiderinformation i MAD. Av de insikter som gavs i domen kan den viktigaste nog anses vara denna:

[Reglerna i MAD] ska tolkas så, att i fråga om en över tiden pågående process som syftar till att en viss omständighet ska förverkligas eller till att en viss händelse ska inträffa, är det inte enbart den nämnda omständigheten eller händelsen som kan anses utgöra information av specifik natur i den mening som avses i dessa bestämmelser, utan även de mellanliggande stegen i processen, vilka är knutna till förverkligandet av omständigheten eller händelsen.<sup>39</sup>

EU-domstolen slog här alltså fast att varje enskilt mellansteg i en pågående process kunde utgöra specifik information. Denna specifika information kunde därmed även utgöra insiderinformation, om övriga kriterier för begreppet uppfyllts. EU-domstolen meddelade att sådan insiderinformation skulle offentliggöras, om det fanns faktiska utsikter för att de omständigheter som informationen berörde skulle inträffa, ett koncept som har kommit att kallas för *the realistic prospect doctrine*.<sup>40</sup>

Även Frankrike anpassade sin lagstiftning efter MAD i hög grad, med en enda definition av insiderinformation. Det ska dock nämnas att vissa undantag när det kommer till offentliggörandekravet existerade i den franska lagstiftningen, vilket gjorde möjligheterna till uppskjutet offentliggörande något större än motsvarande möjligheter enligt MAD och, för den delen, den tyska lagstiftningen.<sup>41</sup>

### 3.1.3 Tvåstegsmodellen

Tvåstegsmodellen, som i korthet beskrevs ovan, skiljde sig från MAD:s regelverk i det avseendet att begreppet insiderinformation i ett första steg utlöste handelsförbudet och i ett andra steg offentliggörandekravet. Grunden

---

<sup>39</sup> Geltl mot Daimler, EU:C:2012:397, p. 40.

<sup>40</sup> Geltl mot Daimler, EU:C:2012:397, p. 56. Se även MAR, ingressen, skäl (16).

<sup>41</sup> Di Noia & Gargantini, 2012, s. 511f.

till tvåstegsmodellen står att finna i en tolkning som medlemsstaterna, explicit eller implicit, gjorde av art. 2(2) Implementeringsdirektivet<sup>42</sup>:

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 inte har formaliserats.

Medlemsstater som tillämpade tvåstegsmodellen såg i denna artikel en möjlighet att skjuta upp offentliggörande av insiderinformation på en annan grund än den som presenterades i art. 6(2) MAD. För att ytterligare illustrera tankegången kan man hänvisa till art. 1(1) Implementeringsdirektivet, rörande definitionen av insiderinformation:

Vid tillämpningen av artikel 1.1 i direktiv 2003/6/EG skall information anses vara av specifik natur om den anger omständigheter som föreligger eller rimligtvis kan komma att föreligga eller 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 omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på priserna på finansiella instrument eller relaterade derivatinstrument.

En noggrann genomläsning och jämförelse av dessa två artiklar avslöjar att art. 1(1) Implementeringsdirektivet presenterade en bredare definition av insiderinformation än art. 2(2) Implementeringsdirektivet. Medan definitionen i art. 1(1) täckte osäkra framtida händelser täckte definitionen i art. 2(2) endast information som uppstod till följd av händelser som faktiskt har inträffat. Det ska påpekas att art. 2(2) inte ska tolkas som ytterligare en definition av begreppet insiderinformation, eftersom den endast behandlade tidsaspekten när det kommer till offentliggörande av sådan information, och påverkar därmed inte definitionen av begreppet som sådant i artiklarna 1(1) Implementeringsdirektivet och 1(1) MAD. Snarare ska ordvalet i art. 2(2) Implementeringsdirektivet tolkas som så att offentliggörandekravet utlöstes först när insiderinformationen var säker. Detta var alltså själva grunden till tvåstegsmodellen.<sup>43</sup>

---

<sup>42</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 otillbörlig marknadspåverkan.

<sup>43</sup> Lau Hansen & Moalem, 2009, s. 329.

De nordiska länderna (Sverige, Danmark och Finland) implementerade tvåstegsmodellen på likartade sätt, med två olika utlösningpunkter för handelsförbudet och offentliggörandekravet. Med hänvisning till de bredare möjligheterna till att vänta med offentliggörande av insiderinformation som kan uttolkas genom art. 2(2) Implementeringsdirektivet har man i den engelskspråkiga litteraturen valt att använda termen *deferred disclosure* som ett alternativ till *delayed disclosure*. Medan *delayed disclosure* hänvisar till uppskjutet offentliggörande av insiderinformation enligt reglerna i art. 6(2) MAD, hänvisar *deferred disclosure* istället till den mer inofficiella mekanismen som innebär att emittenter helt enkelt kan låta bli att offentliggöra information som inte är säker.<sup>44</sup> Detta resulterade i att mekanismen om uppskjutet offentliggörande enligt art. 6(2) MAD inte behövde användas särskilt ofta i de nordiska länderna.

## 3.2 Den svenska regleringen och MAD

Den svenska regleringen av värdepappersmarknaden har påverkats starkt av EU under relativt lång tid. MAR är bara en av den senaste tidens förändringar i den svenska värdepappersmarknadsregleringen, och man kan anta att fler kommer att följa. I Sverige kontrolleras efterlevnaden av dessa regler av Finansinspektionen som har tillgång till ett antal marknadsorienterade sanktioner som kan riktas mot aktörer som inte följer reglerna.<sup>45</sup> MAD har under åren legat som grund för ett antal förändringar i den svenska regleringen, men vi ska inte förirra oss bland de många olika lagar och förordningar som följt i dess kölvatten. Det ska dock poängteras att den svenska värdepappersmarknaden är föremål för en omfattande självreglering som ofta går in mer på detaljnivå än de lagar och förordningar som riksdagen och regeringen levererar. Till följd av EU:s alltmer

---

<sup>44</sup> Lau Hansen & Moalem, 2009, s. 328ff; Di Noia & Gargantini, 2012, s. 510.

<sup>45</sup> Sevenius & Örtengren, 2012, s. 91.

omfattande reglering har värdepappersmarknadens självreglering dock tappat mer och mer i relevans.<sup>46</sup>

Begreppet insiderinformation definieras i svensk lag i § 1 i lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (Marknadsmissbrukslagen) som information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument. Märk väl att denna definition, genom lag (2016:1307) om straff för marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden, kommer att bytas ut till definitionen i art. 7 MAR den 1 februari 2016 då även lag 2005:377 upphör att gälla i sin helhet. När det kommer till reglering av offentliggörande av insiderinformation hittar vi dessa i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (VpmL). Enligt 15 kap. 6 § VpmL ska en emittent offentliggöra de upplysningar om sin verksamhet och värdepapperen som är av betydelse för bedömning av kursvärdet på värdepapperen. Regeln överfördes till VpmL från lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet när VpmL trädde i kraft 2007. Denna regel kompletteras av 10 kap. 3 § Finansinspektionens författning FFFS 2007:17 som stadgar att en emittent ("utgivare") så snart som möjligt ska offentliggöra kurspåverkande information om den fattar ett beslut eller om det inträffar en händelse som i icke oväsentlig grad påverkar bilden av emittenten i förhållande till tidigare offentliggjord information.

Den svenska tvåstegsmodellen målas här upp på ett ganska tydligt sätt. Handelsförbudet, som tar sikte på förhindrande av insiderhandel, relaterar till definitionen av insiderinformation i Marknadsmissbrukslagen, medan offentliggörandekravet, som berör regler om emittenters informationsplikt, har sin egen definition av begreppet i VpmL, med vidareutvecklingar av begreppet i FFFS 2007:17. Definitionen i Marknadsmissbrukslagen består av tre rekvisit som alla måste vara uppfyllda för att informationen ska klassas som insiderinformation, nämligen att informationen *inte ska vara offentlig*, att den ska vara *ägnad att påverka marknadspriset* samt slutligen

---

<sup>46</sup> Sevenius & Örtengren, 2012, s. 81f.

att prispåverkan ska vara *väsentlig*.<sup>47</sup> Det mest intressanta rekviritet här är det rörande att informationen ska vara *ägnad att* påverka marknadspriset. Detta innebär att någon faktisk, reell prispåverkan inte behöver kunna konstateras för att rekviritet ska anses uppfyllt.<sup>48</sup> Definitionen i VpmL, däremot, tar sikte på information rörande faktiska beslut eller händelser, en tolkning som stärks ytterligare om man konsulterar FFFS 2007:17.<sup>49</sup>

Här blir det tydligt att Sverige använt sig av den ovan beskrivna tvåstegsmodellen, då offentliggörandekravet är kopplat till verkliga beslut eller händelser och inte till osäker information. Detta innebär att regler om uppskjutet offentliggörande, som finns i 15 kap. 7 § VpmL, hade ett snävare tillämpningsområde än enligt MAD, eftersom den svenska regleringen tillämpade mekanismen med deferred disclosure som beskrivits ovan.

Denna svenska version av tvåstegsmodellen baserades på ett koncept känt som *realitetsprincipen*. Denna princip, som tillämpades i både Sverige, Finland och Danmark både innan och under MAD, innebar i korthet att offentliggörandekravet utlöstes först när en händelse som uppfyllde kriterierna för att klassas som insiderinformation blev en realitet, snarare än en formalitet.<sup>50</sup> Den svenska regeringen ansåg i prop. 2004/05:142 att den svenska regleringen gällande offentliggörande av insiderinformation uppfyllde MAD:s krav både vad gällde tidskravet som sättet för offentliggörande.<sup>51</sup> Märk väl att regeringen i denna proposition talade om reglerna i lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet. I propositionen till VpmL upprepade regeringen sitt förtroende för den svenska tolkningen av MAD och valde, som nämnts, att mer eller mindre endast föra över lagregeln från den tidigare lagen till VpmL.<sup>52</sup> De svenska lagstiftarna ansåg alltså att den tidigare svenska lagstiftningen angående offentliggörandekravet inte stod i konflikt med MAD:s regler. De kunde

---

<sup>47</sup> Acebo, 2015, s. 68.

<sup>48</sup> Sevenius & Örtengren, 2012, s. 250.

<sup>49</sup> Sevenius & Örtengren, 2012, s. 178f.

<sup>50</sup> Lau Hansen & Werlauff, 2008, s. 48.

<sup>51</sup> Prop. 2004/05:142, s. 76ff.

<sup>52</sup> Prop. 2006/07:115, s. 466.

dessutom luta sig på de ovan nämnda reglerna i Implementeringsdirektivet angående det vi kallar deferred disclosure.<sup>53</sup> Tanken om att offentliggörandekravet endast utlöses vid uppkomsten av information gällande händelser som faktiskt inträffat var alltså grunden i den svenska, och nordiska, idén om realitetsprincipen. Det svenska offentliggörandekravet har aldrig varit direkt kopplad till något av MAD:s kriterium för insiderinformation förutom effekten informationen kan ha på priset på värdepapperen. Detta gjorde att realitetsprincipen var så pass inflytelserik på den svenska värdepappersmarknaden.

### 3.3 Den brittiska regleringen och MAD

Storbritannien valde också att tolka MAD genom en tvåstegsmodell, dock på ett annat sätt än Sverige. Precis som Sverige hade Storbritannien ett steg för utlösande av handelsförbudet och ett annat för utlösandet av offentliggörandekravet. Till skillnad från Sverige hade däremot Storbritannien aldrig en realitetsprincip som grund för offentliggörandekravet, utan implementerade den delen av MAD enligt direktivets egna kriterier. Det som skilde den brittiska regleringen från MAD var istället ett koncept kallat RINGA, vilket står för *relevant information not generally available*.<sup>54</sup> RINGA innebar att definitionen av insiderinformation i förhållande till handelsförbudet blev bredare än motsvarande definition i MAD, vilket resulterade i att handelsförbudet utlöstes tidigare än det kanske var tänkt i MAD. Definitionen av insiderinformation breddades till att inkludera icke-offentlig information som inte är tillgänglig för marknaden, men som, om den var offentlig, hade ansetts relevant. Eftersom denna definition förefaller bredare än MAD:s definition av begreppet innebar RINGA att handelsförbudet potentiellt kunde utlösas mycket tidigare än offentliggörandekravet. Storbritannien

---

<sup>53</sup> Prop. 2004/05:142, s. 78.

<sup>54</sup> FSMA, 2008, s. 10.



övervägde att stryka RINGA ur sin lagstiftning redan 2009 men valde att behålla konceptet i väntan på nya regler från EU.<sup>55</sup>

### 3.4 Jämförelse mellan Sverige och Storbritannien

Vid en jämförelse mellan de två olika versionerna av tvåstegsmodellen som här har presenterats kan en intressant slutsats dras. Medan den svenska modellen inskränkte MAD:s definition av insiderinformation i förhållande till offentliggörandekravet innebar Storbritanniens RINGA-orienterade modell ett breddande av definitionen i förhållande till handelsförbudet. Man kan med andra ord sammanfatta förhållandet som så att det första steget i den brittiska tvåstegsmodellen (handelsförbudet) utlöstes *tidigare* än motsvarande steg i MAD och den svenska tvåstegsmodellen, till skillnad från i Sveriges reglering, där det istället var det andra steget i tvåstegsmodellen (offentliggörandekravet) som utlöstes *senare* än i MAD eller den brittiska tvåstegsmodellen. Båda regleringar innebar en tvåstegsmodell i det avseendet att handelsförbudet och offentliggörandekravet utlöstes vid två olika tidpunkter, men man kan skönja en skillnad i motiveringarna till modellerna. Medan den brittiska regleringen verkade syfta till att skydda investerare genom att tidigarelägga utlösandet av handelsförbudet och därmed förhindra att insiders utnyttjade sina fördelar<sup>56</sup> verkade den svenska regleringen istället motiveras av ett intresse att skydda emittenternas intressen genom att senarelägga offentliggörandekravet och på så sätt förhindra att känslig information offentliggjordes för tidigt. Anledningen till denna skillnad i skyddsintressen mellan rättsordningarna kan spåras till strukturerna i ländernas ägandeförhållanden i företag samt bolagsstyrning. Storbritanniens ägandeförhållanden karaktäriseras av ett spritt ägande mellan många investerare, vilket har lett till att ägandeintressen har premierats i landets lagstiftning. Å sin sida har Sverige en tradition av starka investerare i form

---

<sup>55</sup> FSMA, 2008, s. 10f; Krause & Brellocks, 2013, s. 296f.

<sup>56</sup> FSMA, 2008, s. 11.

av institutionella ägare eller staten. Sådana ägandeförhållanden har inga större behov av starka skyddsregler, vilket har resulterat i lagstiftning som fokuserat på emittenternas intressen. Detta är ett tydligt exempel på hur medlemsstaternas inhemska kulturer påverkar implementeringar av unionsrättsliga regler.<sup>57</sup>

### 3.5 Sammanfattning av kapitlet

MAD var det första steget i arbetet för en mer harmoniserad reglering av den europeiska värdepappersmarknaden. Detta mål uppnåddes inte genom MAD, eftersom medlemsstaterna valde att implementera direktivet på olika sätt i sina nationella regleringar. Anledningen till bristen på harmonisering mellan medlemsstaterna beror på ett antal olika faktorer. En av dessa faktorer var de oklarheter som vissa av MAD:s regler led av. MAD introducerade en enda definition av begreppet insiderinformation som hänvisade både till handelsförbudet och till offentliggörandekravet, företeelser som tidigare hade kopplats till olika versioner av insiderinformation. Detta gav begreppet insiderinformation en dubbel funktion och betydde i praktiken att både handelsförbudet och offentliggörandekravet nu skulle utlösas samtidigt.

Vid implementeringen av MAD valde medlemsstaterna att hantera det nya insiderinformationsbegreppet genom antingen en enstegsmodell eller en tvåstegsmodell. Enstegsmodellen, som tillämpades av exempelvis Tyskland och Frankrike, innebar att handelsförbudet och offentliggörandekravet utlöstes vid samma tidpunkt. Tvåstegsmodellen, som tillämpades av bland annat de nordiska länderna och Storbritannien, innebar istället att handelsförbudet utlöstes i ett första steg och offentliggörandekravet först senare. EU-domstolen valde att i Daimler-fallet ytterligare förstärka enstegsmodellen genom att förklara att även information rörande mellansteg i en över tiden pågående process, det vill säga osäker information rörande

---

<sup>57</sup> Hellstén, 2015, s. 34f.

händelser eller företeelser som ännu inte var realiteter, kunde utgöra insiderinformation som skulle offentliggöras. De nordiska länderna grundade sin version av tvåstegsmodellen på realitetsprincipen, som innebar att offentliggörandekravet endast skulle utlösas om information rörde faktiska händelser eller företeelser, vilket innebar att offentliggörandekravet utlöstes senare än i enstegsmodellen. Storbritanniens version av tvåstegsmodellen grundades på konceptet RINGA, vilket utgjorde en ännu bredare definition av begreppet insiderinformation än MAD:s. Detta resulterade i att handelsförbudet utlöstes tidigare än i enstegsmodellen.

# 4 Dagens reglering – en överblick

## 4.1 Från MAD till MAR

Sedan den 3 juli 2016 har MAR varit direkt gällande i Sverige. Som nämnts tidigare är syftet med förordningen, i likhet med MAD, en verklig inre marknad för finansiella tjänster i EU, med ökad marknadsintegritet och höjt förtroende från investerare, för att öka marknadseffektiviteten.<sup>58</sup> Som har visats i denna uppsats är en av de största anledningarna till att MAR ersätter MAD den brist på klarhet gällande vissa regler som MAD lidit av, vilket har resulterat i en lägre nivå av harmonisering än önskat. Oklarheterna ledde istället till stora skillnader i medlemsstaternas implementering av direktivet, vilket har poängterats både av staterna själva,<sup>59</sup> rättsvetare<sup>60</sup> och utredningar från EU.<sup>61</sup> MAR:s status som förordning visar hur EU ämnar minska riskerna för brister i harmoniseringen genom att ta ifrån medlemsstaterna möjligheten att själva implementera reglerna.

Även om MAR har inverkan på ett antal olika aspekter av regleringen av marknadsmissbruk<sup>62</sup> har vi i denna uppsats koncentrerat oss på tre tätt sammankopplade koncept: definitionen av begreppet insiderinformation, offentliggörande av sådan information samt slutligen möjligheten att skjuta upp sådana offentliggöranden. I det här kapitlet kommer de nya reglerna i MAR gällande dessa koncept att redogöras för.

Definitionen av begreppet insiderinformation står i huvudsak oförändrad. Art. 1(1) MAD har överförts till art. 7(1a) MAR och artiklarna 1(1) och 1(2) i Implementeringsdirektivet har överförts till artiklarna 7(2) och 7(4) MAR. Art. 1(1) MAR räknar upp fyra kriterier för definitionen av

---

<sup>58</sup> MAR, ingressen, skäl (1) & (2).

<sup>59</sup> FSMA, 2008, s. 3;

<sup>60</sup> Di Noia & Gargantini, 2012, s. 510; Lau Hansen & Moalem, 2009, s. 328ff; mfl.

<sup>61</sup> ESME, 2007, s.1.

<sup>62</sup> Mest noterbart är att MAR, till skillnad från MAD, även gäller för bolag registrerade på MTF- och OTF-plattformar.

insiderinformation, nämligen att informationen ska (a) vara av specifik natur, att den (b) inte ska vara offentliggjord, att den (c) direkt eller indirekt ska röra en eller flera emittenter eller ett eller flera finansiella instrument samt slutligen att informationen (d), om den offentliggjordes, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument. Vad gäller kriteriet angående specifik natur utvecklas detta i art. 7(2) som en beskrivning av *the realistic prospect doctrine*, det vill säga att information ska anses vara av specifik natur om den anger omständigheter som föreligger eller rimligtvis kan komma att föreligga eller en händelse som har inträffat eller som rimligtvis kan förväntas inträffa och om denna information är tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på priserna på finansiella instrument. Vad gäller kriteriet angående att informationen sannolikt skulle ha en väsentlig påverkan på priset på berörda finansiella instrument, avser detta kriteriet information som en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut.<sup>63</sup> Detta kallas för *the reasonable investor test*.

En nyhet i MAR är art. 7(3) MAR som representerar en kodifiering av EU-domstolens uttalande i Daimler-fallet genom att tydligt meddela att ett mellanliggande steg i en över tiden pågående process ska anses vara insiderinformation om den i sig uppfyller de kriterier för insiderinformation som i övrigt avses i art. 7 MAR. Detta tydliga ställningstagande för *the realistic prospect doctrine* kan ytterligare utläsas ur skäl 16 i ingressen till förordningen.

Offentliggörandekravet står i huvudsak oförändrat i MAR, då art. 6(1) MAD är överförd till art. 17(1) MAR, med samma rekvisit i förordningen som i direktivet. När det gäller uppskjutandet av sådant offentliggörande gäller i stort samma kriterier i MAR som i MAD; art. 6(2) MAD har överförts till art. 17(4) MAR. Artikeln har dock två tillägg som är nya i förhållande till MAD. För det första har en tvingande regel om emittenters

---

<sup>63</sup> Prop. 2015/16:120, s. 34.

informationsplikt till behörig myndighet inkluderats i artikeln. Denna regel stadgar att om en emittent har skjutit upp ett offentliggörande av insiderinformation, ska denne omedelbart efter det att informationen offentliggjorts informera den behöriga myndigheten om att offentliggörandet av informationen hade skjutits upp. Medlemsstaten får själv avgöra om en skriftlig förklaring till uppskjutandet måste inlämnas till myndigheten eller om en sådan redogörelse endast behöver tillhandahållas myndigheten på begäran. För det andra innehåller artikeln ett stycke som riktar sig specifikt till uppskjutande av sådan insiderinformation som definieras i art. 7(3) MAR, det vill säga mellanliggande steg i en över tiden pågående process. Detta får ses som ett försök till att balansera det utökade offentliggörandekravet som är ett resultat av art. 7(3) MAR med utökade möjligheter till uppskjutande.

ESMA har publicerat riktlinjer angående art. 17(4).<sup>64</sup> Artikeln ställer upp tre villkor, eller rekvisit, som måste vara uppfyllda för att insiderinformation ska kunna skjutas upp. Dessa rekvisit, som återspeglar den tidigare regeln i art. 6(2) MAD, kan sammanfattas som så att uppskjutande av offentliggörande av insiderinformation är tillåtet om a) ett omedelbart offentliggörande sannolikt skulle skada legitima intressen för emittenten, b) det inte är sannolikt att ett uppskjutet offentliggörande skulle vilseleda allmänheten och slutligen om c) emittenten kan säkerställa att informationen förblir konfidentiell.

Vad gäller det första rekvisitet räknar ESMA upp ett antal situationer som kan innebära att ett omedelbart offentliggörande skulle skada emittentens legitima intressen och därmed motivera ett uppskjutande av offentliggörande. Till sådana situationer räknas förhandlingar rörande exempelvis fusioner, förvärv, avknoppningar, omstruktureringar eller omorganisationer. Det kan också handla om situationer då emittenten ekonomiska bärkraft är i allvarlig och överhängande fara, och där ett omedelbart offentliggörande skulle kunna äventyra pågående förhandlingar

---

<sup>64</sup> ESMA, 2016b.

som har till syfte att säkerställa emittentens ekonomiska återhämtning. Regeln tar även sikte på information rörande beslut fattade av emittentens ledningsorgan, men som enligt nationell lag eller emittentens bolagsordning först måste godkännas av emittentens organ än bolagsstämman för att träda i kraft. Regeln tar även hänsyn till situationer som skulle kunna äventyra emittentens immateriella rättigheter.<sup>65</sup> Listan över dessa situationer är inte uttömmande.

ESMA ger i dessa riktlinjer även vägledning för när ett uppskjutet offentliggörande sannolikt kan vilseleda allmänheten. Insiderinformation som väsentligen avviker från emittentens tidigare offentliggjorda meddelanden om den fråga som insiderinformationen avser får inte vara föremål för uppskjutet offentliggörande. Uppskjutet offentliggörande av insiderinformation som gäller det faktum att emittentens finansiella mål inte kommer att uppnås, om dessa mål tidigare har offentliggjorts, är inte tillåtet. Slutligen nämner ESMA att uppskjutet offentliggörande av insiderinformation som står i strid med marknadens förväntningar inte får skjutas upp, om sådana förväntningar baseras på signaler som emittenten tidigare har skickat till marknaden, i form av exempelvis intervjuer eller presentationsmöten med investerare. Inte heller denna lista är uttömmande.<sup>66</sup>

Dessa riktlinjer speglar även skäl 50 i ingressen till MAR och utvecklas ytterligare i ESMA:s rapport från den 13 juli 2016.<sup>67</sup> Skäl 50 i ingressen till MAR är en spegling av art. 3(1) Implementeringsdirektivet.

För att sammanfatta synes den stora nyheten i MAR, som framgått, vara det utökade offentliggörandekravet till följd av kodifieringen av Daimler-målet. Vad detta rent praktiskt betyder för svenska aktörer på marknaden ska beskrivas nedan. I övrigt framstår MAR följa i MAD:s spår i hög utsträckning, och det är tydligt att EU håller fast vid den enstegsmodell som presenterades redan i direktivet.

---

<sup>65</sup> ESMA, 2016b, s. 4f.

<sup>66</sup> ESMA, 2016b, s. 5f.

<sup>67</sup> ESMA, 2016a.

## 4.2 Från svensk rätt till MAR

Den tidigare svenska lagstiftningen på området har redan omnämnts ovan, i kapitel 3.2. Där nämndes även att Sverige tidigare ansåg att reglerna i VpmL inte stod i strid med varken MAD eller Implementeringsdirektivet. Trots detta är det uppenbart att Sverige efter den 3 juli 2016 inte har kunnat behålla den tvåstegsmodell som tidigare har tillämpats, baserat på realitetsprincipen. I och med MAR har tidpunkten för offentliggörandekravet flyttats bakåt för att, i teorin, sammanfalla med utlösandet av handelsförbudet. Dessutom har begreppet insiderinformation, genom art. 7(3) MAR, utökats till att kunna inkludera information som rör mellanliggande steg i en pågående process. Information som berör händelser som inte är realiteter kan alltså klassas som offentliggörandepliktig information, något som är nytt för Sverige.<sup>68</sup>

Det finns inte mycket skrivet om MAR:s utökande av offentliggörandekravet i Sverige. Propositionen om tillsyn över att MAR följs problematiserar inte kodifieringen av Daimler-målet, utan regeringen nöjer sig med citera art. 7(1) MAR angående definitionen av insiderinformation samt art. 7(4) MAR angående tillämpningen av definitionens väsentlighetsrekvisit.<sup>69</sup> Propositionen berör också kortfattat offentliggörandekravet och möjligheten till uppskjutandet av offentliggörande av insiderinformation, men berör inte heller här de utökade uppskjutningsmöjligheterna som kommit till följd av art. 7(3) MAR, utan endast huvudreglerna i art. 17(1) och 17(4)a – c, samt en belysning av kravet på emittenter att informera behörig myndighet om ett offentliggörande varit föremål för uppskjutning.<sup>70</sup> Finansinspektionen har publicerat ett informationsbrev på sin hemsida angående bland annat art. 17 MAR.<sup>71</sup> Inte heller här problematiseras regeln i art. 17(3).

---

<sup>68</sup> Sevenius & Örtengren, 2012, s. 177f.

<sup>69</sup> Prop. 2015/16:120, s. 34.

<sup>70</sup> Prop. 2015/16:120, s. 38.

<sup>71</sup> Finansinspektionen, 2016.



I brist på doktrin får man ibland vända sig till praktiker. Nasdaq Stockholm har varit relativt flitiga i att för sina emittenter publicera börsens tolkningar av MAR:s regler. Utan att göra några större anspråk på akademisk tyngd, får börsen ändå anses vara en god källa för tankar och tolkningar rörande de nya reglerna. Nasdaq har bland annat publicerat ett så kallat Q&A-dokument med frågor och svar angående regler hänförliga till MAR.<sup>72</sup> De har även publicerat en intervju med tre av Sveriges främsta experter på området, nämligen Patrik Marcelius, Björn Kristiansson och Erik Sjöman,<sup>73</sup> på Youtube.<sup>74</sup> Dessa publikationer ger en bild av att Sveriges praktiker inte ser MAR:s nya regler om offentliggöranden som ett stort problem, rent praktiskt, och att reglerna inte kommer att resultera i fler offentliggöranden i någon större utsträckning.<sup>75</sup> Vad gäller tidpunkten för offentliggöranden påpekar börsen att MAR visserligen har meddelat att begreppet insiderinformation numera kan omfatta pågående skeenden som inte är slutliga, genom art. 7(3) MAR, vilket kan innebära att offentliggörandekravet inträffar tidigare än innan MAR trädde i kraft, men att detta i praktiken inte behöver innebära några större skillnader för svenska emittenter så länge villkoren för uppskjutet offentliggörande är tillämpliga och emittenten fattar beslut om ett sådant förfarande.<sup>76</sup> Rörande mekanismen för uppskjutet offentliggörande skriver Nasdaq att ett sådant förfarande visserligen är mer systematiserat och formellt än tidigare, men att några större förändringar inte inträffat, rent praktiskt. I övrigt hänvisas till ESMA:s riktlinjer som beskrivits ovan.<sup>77</sup> Dessa synpunkter och tolkningar av MAR återkommer även i intervjun på Youtube, vilket visar att både

---

<sup>72</sup> Nasdaq, 2016a.

<sup>73</sup> Patrik Marcelius är advokat och delägare på Mannheimer Swartling. Björn Kristiansson är advokat och delägare på Hannes Snellman. Erik Sjöman är advokat och delägare på Vinge. Marcelius är rankad som "Rising Star" av IFLR1000, medan både Kristiansson och Sjöman är rankade som "Leading Lawyer". Kristiansson vann 2015 utmärkelsen Client Choice och sitter som ledamot av Kollegiet för svensk Bolagsstyrning. Sjöman vann 2015 tidskriften Leagally Yours utmärkelse Advokaternas advokat, är ledamot av Aktiemarknadsnämnden och satt under sex år som ledamot av Nasdaq Stockholms bolagskommitté.

<sup>74</sup> Nasdaq, 2016b.

<sup>75</sup> Nasdaq, 2016a, s. 2.

<sup>76</sup> Nasdaq, 2016a, s. 4.

<sup>77</sup> Nasdaq, 2016a, s. 6f.

börsen och tre av Sveriges största advokatbyråer är överens om hur reglerna ska tolkas.<sup>78</sup>

### 4.3 Sammanfattning av kapitlet

Vad gäller definitionen av begreppet insiderinformation, offentliggörande av sådan information samt slutligen möjligheten att skjuta upp sådana offentliggöranden kan övergången från MAD till MAR sammanfattas som följer. Definitionen av insiderinformation står i huvudsak oförändrad, dock med det viktiga tillägget angående information rörande mellanliggande steg i över tiden pågående processer. Offentliggörandekravet har utökats för att omfatta offentliggöranden av sådan information. Förfarandet gällande uppskjutet offentliggörande baseras på samma kriterier i MAR som det gjorde i MAD. Det har dock lagts till en regel som riktar sig direkt mot uppskjutande av offentliggörande av information rörande mellanliggande steg i pågående processer. Dessutom har en tvingande regel om emittenters informationsplikt till behörig myndighet inkluderats i MAR. Om en emittent har skjutit upp ett offentliggörande av insiderinformation ska denne omedelbart efter det att informationen offentliggjorts informera den behöriga myndigheten om att offentliggörandet av information hade skjutits upp. ESMA har publicerat riktlinjer angående tolkningen av rekvisiten i art. 17(4) gällande uppskjutande av offentliggörande av insiderinformation, varigenom ges vägledning rörande rekvisitet om legitima intressen samt när ett uppskjutet offentliggörande sannolikt kan vilseleda allmänheten.

Sverige har genom ikraftträdandet av MAR sett slutet för realitetsprincipen och den tvåstegsmodell som byggdes på denna. Detta kan potentiellt innebära stora omställningar för svenska emittenter, men svenska praktiker verkar inte oroliga och förväntar sig heller inte att antalet offentliggöranden kommer att skjuta i höjden, då emittenterna i hög grad kommer använda sig av möjligheten till uppskjutet offentliggörande.

---

<sup>78</sup> Nasdaq, 2016b.

# 5 Analys

## 5.1 Rättsekonomiska motiv till reglerat offentliggörandekrav

Som visades i kapitel 2 är regler som kräver att emittenter offentliggör insiderinformation välmotiverade ur ett rättsekonomiskt perspektiv. För att en värdepappersmarknad ska kunna fungera så effektivt som möjligt krävs det att investerarna ska kunna lita på emittenterna och marknadens integritet för att vilja investera sitt kapital på marknaden. En marknad utan offentliggörandekrav blir en marknad präglad av informationsasymmetrier mellan marknadens aktörer, vilket resulterar i att investerarna saknar förmåga att kunna göra informerade val. Om investerare inte har möjligheten att avgöra vilka investeringar som är bra eller dåliga kommer betalningsviljan och därmed marknadspriserna att sjunka, vilket i sin tur leder till en skev prisbildning. Informationsasymmetrier riskerar även att öka transaktionskostnader hänförliga till investerarnas övervakning av emittenterna, övervakning som blir nödvändig vid bristande transparens.

Till följd av att offentliggörande av insiderinformation verkar kunna göra värdepappersmarknaden effektivare och säkrare till följd av en hög grad av transparens framstår det som motiverat att MAR utökat offentliggörandekravet till att även inkludera information rörande mellansteg i pågående processer. Det finns dock även problem med ett så pass väl tilltaget krav på offentlighet. Det är tydligt hur MAR är menat att skydda investerarnas intressen, en tanke som grundar sig i det ovan anförda att mer transparens på marknaden närmast automatiskt resulterar i en evigt effektivare marknad. Risker finns dock att lagstiftaren, i sin iver att skydda investerarna, skadar emittenterna till följd av alltför extensiva krav på offentliggöranden.

Mekanismen med uppskjutet offentliggörande syftar till att skapa en balans mellan investerarnas behov av information och emittenternas behov av

konfidentialitet. Denna mekanism är nu viktigare än någonsin, tack vare kravet på att i vissa fall offentliggöra insiderinformation rörande mellansteg i pågående processer. Dessa situationer handlar ofta om exempelvis långdragna förhandlingar rörande omstruktureringar, fusioner, avknoppningar eller liknande. Där man å ena sidan kan se ett behov för investerarna att ha vetskap om sådana processer för att kunna göra informerade val, ser man å andra sidan också ett behov hos emittenterna att behålla sådan information för sig själva. I värsta fall kan sådan information inte bara sabotera pågående processer, utan även riskera att vilseleda marknaden i händelse av att information som är osäker görs offentlig för tidigt. Här ser vi hur ett striktare offentliggörandekrav slår tillbaka på sig självt, då sådana situationer kan resultera i minskad säkerhet och ökade övervakningskostnader.

## **5.2 Historiska motiv till MAR**

Som framkommit i denna uppsats led eran under MAD av problem med harmonisering. Syftet med direktivet var att skapa en verkligt harmoniserad reglering av värdepappersmarknaden i hela unionen, en vision som inte uppfylldes. Anledningen till medlemsstaternas skilda implementeringar av MAD verkar bero på olika faktorer. För det första led direktivet av oklara, ospecificerade regler, något som, i brist på klargörande riktlinjer och förklarande förhandsavgöranden från EU-domstolen, resulterade i att medlemsstaterna tolkade MAD på olika sätt. För det andra syntes medlemsstaternas kulturella skillnader gällande bolagsstyrning och ägandeförhållanden, aspekter som påverkade implementeringarna av direktivets regler exempelvis rörande fokus på investerarskydd respektive emittenternas intressen.

Skillnaderna i implementeringarna av MAD i medlemsstaterna illustreras väl av enstegs- och tvåstegsmodellen. Framförallt de nordiska länderna, med sin sedan tidigare starka realitetsprincip, visade en ovilja att anpassa sina nationella regler efter MAD:s enstegsmodell. Oaktat för- och nackdelar med

dessas två olika modeller verkar MAR:s status som förordning vara nästa logiska steg för EU att ta i jakten på en harmoniserad reglering av den europeiska värdepappersmarknaden, då förordningens direkta effekt effektivt hindrar medlemsstaterna från att implementera reglerna på skilda vis.

Med det sagt kan man ställa sig frågande till huruvida det utvidgade offentliggörandekravet kan motiveras ur detta historiska perspektiv. Den nya regeln angående offentliggörande av insiderinformation rörande mellansteg i pågående processer är en kodifiering av Daimler-fallet och utökar potentiellt emittenters offentliggörandekrav avsevärt i jämförelse med regleringen under MAD. Larosièrerapporten tar upp finanskrisen 2008 som en indikation på att reglerna på värdepappersmarknaden var i behov av skärpning, och ur det historiska perspektivet kan man se fördelarna med att öka graden av transparens i MAR jämfört med MAD. Det ska dock poängteras att strängare regler inte per automatik gör att marknaden fungerar bättre. USA har länge haft en hård reglering gällande marknadsmissbruk med höga krav på offentliggöranden, men likväl har finanskriser som den 2008 och enskilda skandaler som Enron-skandalen inträffat.

### **5.3 MAR:s konsekvenser för svenska aktörer**

MAR:s inverkan på den svenska rättsordningen kan sammanfattas i tre övergripande punkter: i) begreppet insiderinformation har utvidgats till att innefatta information rörande mellanliggande steg i pågående processer, ii) offentliggörandekravet utlöses samtidigt som handelsförbudet, och iii) svenska emittenter måste efter ett offentliggörande meddela Finansinspektionen om offentliggörandet var uppskjutet. Punkt i) innebar slutet för realitetsprincipen, då även osäkra, ännu icke realiserade omständigheter eller händelser numera kan klassas som insiderinformation. Punkt ii) innebar slutet för tvåstegsmodellen i stort, då

offentliggörandekravet och handelsförbudet utlöses vid samma tidpunkt, det vill säga så fort information uppfyller definitionen av insiderinformation i art. 7 MAR. Punkt iii) innebar i praktiken att förfarandet vid uppskjutande av offentliggörande av insiderinformation numera är mer formellt och systematiserat, vilket ställer högre krav på emittenternas administrativa rutiner.

I föregående delar av detta kapitel har riskerna med MAR:s utvidgade offentliggörandekrav, grundat i den breddade definitionen av insiderinformation, presenterats ur olika perspektiv. Likväl verkar de svenska myndigheterna och praktikerna inte särdeles oroliga. Börsen menar att antalet offentliggöranden inte kommer att öka framöver, då emittenter med uppdaterade rutiner kommer att utnyttja möjligheterna till uppskjutande av offentliggöranden i lika hög utsträckning som man tidigare har utnyttjat den inofficiella mekanismen *deferred disclosure*. En av de större riskerna med de nya reglerna kan tänkas vara att emittenter låter bli att använda sig av det formella uppskjutandeförfarandet till följd av dåligt uppdaterade rutiner eller bristfällig rådgivning, vilket skulle kunna resultera i att sanktioner kommer utdömas. Denna risk är större för emittenter som är listade på MTF-plattformar. MAR:s regler är helt nya för dessa emittenter, då MAD inte var tillämplig för handel på sådana plattformar. Dessa emittenter är dessutom ofta mindre bolag som inte har möjlighet att anlita löpande rådgivning, vilket kan resultera i att frågor som dessa kan falla mellan stolarna. I förlängningen skulle detta kunna urholka marknadens förtroende, eftersom investerarna kan räkna med en lägre grad av förutsebarhet gällande emittenters informationsgivning.

## 6 Slutsats

Av uppsatsens frågeställningar är de två första att anse som frågor som syftar till att ge perspektiv på den nya reglering som MAR har inneburit, medan den tredje frågan snarare får ses som en uppmaning till utredning av det aktuella rättsläget. Poängen här är att svaren på de första frågorna ska utgöra en bakgrund till svaret på den sista, och av denna kombination av bakgrund och utredning ska en slutsats dras. Så vad har vi kommit fram till?

Vi har kommit fram till att det är viktigt, ur en rättsekonomisk synpunkt, att insiderinformation offentliggörs. Värdepappersmarknaden vilar på förtroende, och det är värdepappersmarknadsregleringens uppgift att säkerställa att detta förtroende för marknaden och dess emittenter är starkt. Vi har kommit fram till att det är viktigt med en harmoniserad reglering av den europeiska värdepappersmarknaden. Det säger sig självt, i många avseenden, att om alla aktörer spelar efter samma regler så minskar riskerna för missförstånd medan förtroendet ökar.

Till följd av detta har vi sett hur offentliggörandekravet har utvidgats, åtminstone för ett stort antal medlemsländer, däribland Sverige. Ett antal problem med detta faktum kan räknas upp. Risken finns att offentliggörandekravet har utvidgats så pass mycket att emittenters förhandlingsprocesser kan komma att äventyras. Det finns även en risk att information offentliggörs för tidigt, vilket kan resultera i att informationen blir vilseledande, något som får ses som själva motsatsen till offentliggörandekravets syfte. För att balansera detta bredare offentliggörandekrav kan man räkna med att emittenter i hög utsträckning kommer att skjuta upp offentliggöranden. Då detta förfarande numera är mer formellt och systematiserat kommer emittenternas kostnader att öka, inte minst på grund av instiftanden av nya rutiner och utnyttjande av konsulter och rådgivare.

Än så länge har det varit relativt tyst från svenska aktörer angående dessa nya regler. Detta kan antingen bero på att emittenterna, med rädsla för att göra fel, anstränger sig för att göra rätt i så hög grad att reglerna inte har inneburit några större problem, eller att reglerna är så pass svåra att hantera att ingen inser att de bryter mot dem.

Det kan argumenteras att offentliggörandekravet har utvidgats för mycket, att begreppet insiderinformation har fått en för bred definition. Om detta visar sig vara marknadens ståndpunkt kan vi räkna med klargörande praxis från EU-domstolen under åren som kommer. Till dess verkar de svenska aktörerna på värdepappersmarknaden inte oroade, vilket väl får ses som lugnande i sammanhanget.



# Käll- och litteraturförteckning

## Offentligt tryck Sverige

### Regeringens propositioner

Prop. 2004/05:142 – Marknadsmisbruk

Prop. 2006/07:115 – Ny lag om värdepappersmarknaden

Prop. 2015/16:120 – Tillsyn över att EU:s marknadsmisbruksförordning följs

---

## Elektroniska källor

### Tryckta källor

Finansinspektionen, *Nya regler för insiderinformation, insiderförteckningar och rapportering av förändringar i innehav för personer i ledande ställning inom börs- och MTF-bolag*, FI Dnr. 16-9214, hämtad den 1 januari 2017, [http://www.fi.se/upload/30\\_Regler/110\\_mar/2016/infobrev\\_Mar.pdf](http://www.fi.se/upload/30_Regler/110_mar/2016/infobrev_Mar.pdf)

[Finansinspektionen, 2016]

HM Treasury, *FSMA market abuse regime: a review of the sunset clauses. A consultation*, consultation paper, publicerad den 7 februari 2008, hämtad den 1 januari 2017,

[http://www.betterregulation.com/external/consult\\_fsmamarket\\_abuse070208.pdf](http://www.betterregulation.com/external/consult_fsmamarket_abuse070208.pdf) [FSMA, 2008]

Hellstén, Linda, *Disclosure and delayed disclosure of inside information in the light of the EU Market Abuse Regulation*, masteruppsats, Helsingfors universitet, juridiska fakulteten, publicerad februari 2015, hämtad den 5 oktober 2016, <https://helda.helsinki.fi/handle/10138/154075> [Hellstén, 2015]

Nasdaq Stockholm, *Marknadsmisbruksförordningen (MAR) och skyldigheten att offentliggöra insiderinformation – Frågor och svar med anledning av implementeringen av Marknadsmisbruksförordningen 596/2014 (MAR) 3 juli 2016*, uppdaterad den 23 december 2016, hämtad den 1 januari 2017, <http://business.nasdaq.com/list/Rules-and-Regulations/European-rules/nasdaq-stockholm#> [**Nasdaq, 2016a**]

## Otryckta källor

Nasdaq Stockholm, *MAR – what is the impact for company disclosures?*, videoklipp, publicerad den 22 juni 2016, hämtad den 1 januari 2017, <https://youtu.be/fks4TCkxm14?list=FLN0tFrsjpmwbugiCyh01ECg> [**Nasdaq, 2016b**]

---

## EU-rättsliga källor

### Författningar

Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk). [**MAD**]

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. [**Implementeringsdirektivet**]

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmisbruk (marknadsmisbruksförordning) och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG. [**MAR**]

## ESMA

ESMA/2015/1635 *Questions and Answers on the common operation of the Market Abuse Directive*, 9 november 2015. [ESMA, 2015]

ESMA/2016/1130 *Final Report. Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information*, 13 juli 2016. [ESMA, 2016a]

ESMA/2016/1478 SV *Riktlinjer om MAR. Uppskjutet offentliggörande av insiderinformation*, 20 oktober 2016. [ESMA, 2016b]

## Övrigt EU-rättsligt material

ESME Report. *Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation*, Bryssel 6 juli 2007. [ESME, 2007]

The high-level group of financial supervision in the EU chaired by Jacques de Larosière Report, Bryssel 25 februari 2009. [Larosièrerapporten, 2009]

---

## Litteratur

### Böcker

Ackebo, Anders, *Marknadsmisbruk*, Örtengren, Torsten (red.), *Ledning och kontroll på värdepappersmarknaden*, 1:a upplagan, Studentlitteratur, Lund, 2015, s. 65 – 72. [Ackebo, 2015]

Avgouleas, Emilios, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse. A Legal and Economic Analysis*, 1:a upplagan, Oxford University Press, Oxford, England, 2005. [Avgouleas, 2005]

Cooter, Robert & Ulen, Thomas, *Law & Economics*, 5:e upplagan, Pearson Education, Inc, Boston, USA, 2008. [Cooter & Ulen]

Dahlman, Christian & Glader, Marcus & Reidhav, David, *Rättsekonomi – En introduktion*, 2:a upplagan, Studentlitteratur, Lund, 2013. **[Dahlman, Glader & Reidhav, 2013]**

Eklund, Karin & Stattin, Daniel, *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, 2:a upplagan, Iustus Förlag AB, Uppsala, 2016. **[Eklund & Stattin, 2016]**

Knuts, Mårten, *Kursmanipulation på värdepappersmarknaden*, 1:a upplagan, Publikationer av Suomalainen Lakimiesyhdistys, Serien A Nr 296, Helsingfors, 2010. **[Knuts, 2010]**

Korling, Fredrik & Zamboni, Mauro (red.), *Juridisk metodlära*, 1:a upplagan, Studentlitteratur, Lund, 2013. **[Korling & Zamboni, 2013]**

Sevenius, Robert & Örtengren, Torsten (red.), *Börsrätt*, 3:e upplagan, Studentlitteratur, Lund, 2012. **[Sevenius & Örtengren]**

## **Artiklar**

Akerlof, George, *The Market of Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, s. 488 – 500, 1970. **[Akerlof, 1970]**

Di Noia, Carmine & Gargantini, Matteo, *Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime*, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 9, Issue 4, s. 484 – 529, 2012. **[Di Noia & Gargantini, 2012]**

Enriques, Luca & Gilotta, Sergio, *Disclosure and Financial Market Regulation*, European Corporate Governance Institute (ECGI), Law Working Paper no. 252/2014, 2014. **[Enriques & Gilotta, 2014]**

Fama, Eugene, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance, vol. 25, No. 2, s. 383 – 417, 1970.

**[Fama, 1970]**

Healy, Paul & Palepu, Krishna, *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, Journal of Accounting and Economics, Vol. 31, Issue 1 – 3. s.

405 – 440, 2001. **[Healy & Palepu, 2001]**

Krause, Hartmut & Brellochs, Michael, *Insider trading and the disclosure of inside information after Gettl v Daimler – A comparative analysis of the ECJ decision in the Gettl v Daimler Regulation*, Capital Markets Law

Journal, Vol. 8, No. 3, s. 283 – 299, 2013. **[Krause & Brellochs, 2013]**

Lau Hansen, Jesper, *The New Proposal for a European Union Directive on Market Abuse*, Journal of International Law, Vol. 23, Issue 2, s. 241 – 268,

2002. **[Lau Hansen, 2002]**

Lau Hansen, Jesper & Werlauff, Erik, *A Stricter Duty to Disclose*

*Information to the Markets in Denmark? The Dilemma faced by Danish Companies, and their Options under the Decision by the Danish Securities Council in the TDC Case*, European Company Law, Vol. 5, Issue 2, s. 47 –

55, 2008. **[Lau Hansen & Werlauff, 2008]**

Lau Hansen, Jesper & Moalem, David, *The MAD disclosure regime and the twofold notion of inside information: the available solution*, Capital Markets

Law Journal, Vol. 4, No. 3, s. 323 – 340, 2009. **[Lau Hansen & Moalem, 2009]**

# Rättsfallsförteckning

## Europeiska unionens domstol

C-19/11, Markus Gelll mot Daimler AG, EU:C:2012:397