



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Filip Alvedal

Eventstudier som bevismedel i insiderfall

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet
30 högskolepoäng

Handledare: Per Samuelsson

Termin för examen: Period 2 VT2017

Innehåll

Summary	1
Sammanfattning	2
Vissa förkortningar	3
1 Inledning	4
1.1 Bakgrund	4
1.2 Syfte och frågeställningar	5
1.3 Metod	5
1.3.1 Metodologisk utgångspunkt	5
1.3.2 Användningen av ekonomisk teori	6
1.3.3 Användningen av amerikansk rätt	9
1.3.4 Rättsdogmatisk och EU-rättslig metod	10
1.4 Avgränsningar	10
1.5 Disposition	11
2 Insiderregleringens bakgrund och syfte	12
3 Definitionen av insidereinformation	14
3.1 Av specifik natur	14
3.2 Inte offentliggjord	14
3.3 Direkt eller indirekt rör en eller flera emittenter	15
3.4 Väsentlig inverkan på priset	16
4 Det svenska sanktionssystemet i översikt	17
4.1 Marknadsmisbrukslagen	17
4.2 Kompletteringslagen	18
5 Eventstudien	19
5.1 Metodbeskrivning	19
5.1.1 Överblick	19
5.1.2 Steg 1: definiering av eventfönstret	19
5.1.3 Steg 2: beräkning av den abnormala avkastningen	20
5.1.4 Steg 3: signifikanstest	22

5.2	Begränsningar med eventstudier.....	24
5.2.1	Statistiska felslut.....	24
5.2.2	Confounding effects.....	25
6	Användning av eventstudier i insiderfall.....	26
6.1	Bedömning av viss informations prispåverkan.....	26
6.1.1	Väsentlighetsrekvisitet och materialitet.....	26
6.1.2	Problem med bedömningar ex ante.....	27
6.1.3	Alternativ metod – bedömning ex post genom eventstudier.....	28
6.2	Beräkning av vinst och undviken förlust.....	29
6.2.1	Metoder för beräkning av vinningen.....	30
6.2.2	Vinningens betydelse i svensk rätt.....	32
6.2.3	Beräkning av vinningen – de lege lata.....	33
6.2.4	Beräkning av vinningen – de lege ferenda.....	34
7	Eventstudier av svenska insiderhandelsfall.....	35
7.1	Studsvik (RH 2009:29 och B 7638-09).....	35
7.1.1	Sammanfattning av fallen.....	35
7.1.2	Eventstudie.....	36
7.1.3	Kommentar.....	37
7.2	SSAB (B 11526-14).....	38
7.2.1	Sammanfattning av fallet.....	38
7.2.2	Eventstudie.....	38
7.2.3	Kommentar.....	39
8	Slutsats.....	40
	Käll- och litteraturförteckning.....	42

Summary

An event study is a statistical method for determining how a particular event – e.g. the release of new information – affected the prices of stocks. Through an event study, stock price movements associated with a specific firm may be separated from overall market movements. This thesis analyses two possible uses of event studies in Swedish cases of insider trading: Firstly, how can an event study be used to determine whether a particular piece of information was material? Secondly, how can event studies be used to calculate the gain resulting from insider trading? The first conclusion of this thesis is that event studies could present a solution to the problems faced by prosecutors and courts in assessing the materiality of a particular piece of information. The second conclusion of this thesis is that gain in cases of insider trading should be calculated using event studies, since the methods used today provide inaccurate results.

Sammanfattning

En eventstudie är en statistisk metod för att fastställa hur en viss händelse – t.ex. offentliggörandet av ny information – har påverkat priset på en eller flera aktier. Genom metoden kan de prisförändringar som inte beror på den studerade händelsen borträknas. Detta arbete analyserar två möjliga användningsområden för eventstudier vid misstanke om överträdelse av insiderregleringens handels- och rådgivningsförbud: dels hur de kan användas för att fastställa om viss information varit ägnad att väsentligt påverka priset på en aktie, dels hur de kan användas för beräkna den vinning som en överträdelse medfört. Uppsatsens slutsats avseende den första frågan är att metoden hade kunnat bidra som en lösning på de problem som brottsutredande myndigheter och domstolar ställs inför vid bedömningen av viss informations prispåverkande potential. Uppsatsens slutsats avseende den andra frågan är att vinstberäkningar som utförs genom eventstudier ger mera rättvisande resultat än beräkningar som utförs med de metoder som används i dag.

Vissa förkortningar

AR	Abnormal avkastning
CAR	Kumulativ abnormal avkastning
CESR	Committee of European Securities Regulators
EMH	Teorin om effektiva marknader
E(R)	Förväntad avkastning
HD	Högsta domstolen
JT	Juridisk Tidskrift
KompL	Lag (2016:1306) med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmisbruksförordning
MAR	EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS FÖRORDNING (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmisbruk
MmL	Lag (2016:1307) om straff för marknadsmisbruk på värdepappersmarknaden
NJA	Nytt juridiskt akriv
Prop.	Proposition
R	Avkastning
SFS	Svensk författningssamling
SvJT	Svensk Juristtidning

1 Inledning

For the rational study of the law the blackletter man may be the man of the present, but the man of the future is the man of statistics and the master of economics.

Oliver Wendell Holmes, Jr.¹

1.1 Bakgrund

Förbudet mot insiderhandel innebär, generellt sett, ett förbud mot förvärv eller avyttring av aktier eller andra finansiella instrument för den som innehar *icke offentliggjord, kurspåverkande* information.² Rekvisitet om kurspåverkan har visat sig särskilt svårhanterligt för såväl domstolar som brottsutredande myndigheter vid bedömningen av om viss information utgör insiderinformation. Orsaken till dessa svårigheter är kravet att bedömningen ska ske *ex ante*, vilket innebär att domstolen inte ska fästa någon vikt vid informationens faktiska, visade prispåverkan. Utan beaktande av det faktiska utfallet har brottsutredande myndigheter och domstolar väldigt lite att hänga upp sin bedömning på, med ogillade åtal och nedlagda förundersökningar som följd.³ En alternativ bedömningsmetod bör presenteras då ett effektivt verkställande av insiderlagstiftningen kan antas vara av stor vikt för finansmarknadens funktion.⁴

Ett andra problem som uppmärksammas ligger i beräkningen av den vinning som en överträdelse av förbudet mot insiderhandel medfört. Enligt de beräkningsmetoder som åklagare och domstolar i dag har att tillgå riskerar resultatet att påverkas av faktorer som inte går att hänföra till bruket av insiderinformation.

¹ Oliver Wendell Holmes, Jr., "The Path of The Law", 10 *Harv. L. Rev.* 457, 1897, s. 469.

² Stephen M. Bainbridge, "The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer", Feb 2001, s. 1. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=261277 (hämtad 2017-05-22).

³ Catarina af Sandeberg, "Strikt ansvar vid insiderbrott – administrativa sanktioner för effektivare brottsbekämpning", JT 2002–03 ss. 878-879.

⁴ Mårten Knuts, "Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet" December 2011 Finansmarknadskommitténs Rapport nr 9, s. 22.

Med utgångspunkt i insikter från finansiell ekonomisk forskning undersöker detta arbete en möjlig lösning på ovan nämnda problem: *eventstudien*. En eventstudie är en empirisk metod för att fastställa hur en eller flera aktier reagerar på ny information.⁵ Metoden bygger på antagandet att aktiepriser snabbt justeras för att spegla ny information. Efter att de prisrörelser som präglar marknaden som helhet har borträknats, kan storleken av den eventuella kursstegring eller det eventuella kursfall som följer på offentliggörandet av ny information mätas. Metoden är sedan länge etablerad i USA, och är där ett vanligt inslag i både straffrättsliga och civilrättsliga mål som rör insiderhandel.

1.2 Syfte och frågeställningar

Ett syfte med detta arbete är att undersöka om och hur eventstudier kan användas som bevismedel i fall av överträdelser av förbudet mot insiderhandel. Detta övergripande syfte innefattar två frågeställningar:

- Kan eventstudier bidra som bevismedel vid prövningen av insiderförbudets kurspåverkansrekvisit?
- Kan eventstudier bidra till vinstberäkningen vid fall av överträdelser av insiderförbudet?

1.3 Metod

1.3.1 Metodologisk utgångspunkt

I min mening måste rätten ibland assimilera extern kunskap för att kunna presentera meningsfulla lösningar på problem. Extern kunskap kan här syfta till insikter från olika vetenskaper, men även lösningar från utländsk rätt bör kunna ge värdefulla insikter. Rättspsykiatriska bedömningar är ett vanligt inslag i brottmål, och inom skadeståndsrätten kan miljövetenskaplig forskning användas för att bevisa orsakssamband.⁶ Den finansiella ekonomins insikter tycks däremot i det närmaste ha ignorerats. En metodologisk utgångspunkt för detta arbete är alltså att rätten inte är ett slutet system, utan att yttre influenser kan – och

⁵ Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, Mark L. Mitchell & Jeffrey M. Netter, "Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of *Basic v. Levinson*", *Faculty Scholarship Series*. Paper 1639, 1991, s. 1028.

⁶ Mårten Schultz, "Sambandsbedömningar och expertkunskap", SvJT 2015, s. 466.

bör – vara av intresse. Arbetet använder sig av två sådana influenser: Dels ekonomisk forskning, dels amerikansk rätt. Det för svensk juridisk forskning något ovanliga metodvalet kommer att diskuteras mera ingående nedan.

1.3.2 Användningen av ekonomisk teori

Finansiell ekonomisk teori används för att undersöka eventstudien som en möjlig lösning på den presenterade tillämpningsproblematiken. En ändamålsenlig lösning kräver givetvis beaktande av de speciella omständigheter som råder när eventstudier ska användas som bevismedel i svenska insiderfall. Dessa beaktanden kräver en djupare förståelse för eventstudiens metod och den ekonomiska teori som ligger till grund för denna.

Den ekonomiska delen av detta arbete tar avstamp i Eugene Famas nobelprisbelönade *teori om effektiva marknader* (*efficient market hypothesis, EMH*). En grundläggande förståelse för teorin behövs dels för att förstå motivet bakom regleringen av insiderhandel, dels för att teorin ligger till grund för eventstudier och utformningen av dessa. Enligt EMH speglar en akties pris all tillgänglig information som kan tänkas påverka tillgångens värde, och det finns således ingen möjlighet att, på grundval av allmänt tillgänglig information, hitta och erhålla överavkastning på undervärderade eller övervärderade tillgångar.⁷ Det bör noteras att teorin inte säger att marknadens värdering av information alltid är *korrekt* i den mening att priset alltid skulle motsvara tillgångens underliggande, fundamentala värde. Med effektivitet åsyftas i stället *informationseffektivitet*, d.v.s. att marknadspriset på en tillgång snabbt justeras mot ett jämviktspris i takt med att ny, väsentlig information tillförs marknaden.⁸ Informationseffektivitet bör förstås i relativa, inte absoluta, termer; eftersom det inte finns någon marknad där aktiekurserna assimilerar ny information *i samma ögonblick* som den offentliggörs är frågan *hur* effektiv en viss marknad är snarare än om den är effektiv eller inte i någon absolut bemärkelse.⁹

⁷ Eugene F. Fama, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the TwentyEighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969, 1970, s. 383.

⁸ Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, "Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs", 100 *Va. L. Rev.* 313, 2014, ss. 321-326.

⁹ *Ibid.*, ss. 318-319.

Enligt teorin kan marknadseffektivitet anta tre olika former efter vilken *sorts* information som återspeglas i aktiepriset. Enligt teorins *svaga* form återspeglar en akties nuvarande pris all tillgänglig information om aktiens historiska priser.¹⁰ På en svagt effektiv marknad kan en investerare med andra ord inte erhålla överavkastning genom att analysera historiska kurspriser. Enligt den *halvstarka formen* av EMH reflekterar aktiepriser, utöver historiska prisrörelser, även övrig tillgänglig information.¹¹ Hit inkluderas såväl företagsspecifik information som information om makroekonomiska händelser. Därmed antas all allmänt tillgänglig information – såsom exempelvis ett företags förväntade intäkter eller förändringar på arbetsmarknaden – bearbetad och prissatt av marknaden.¹² Överavkastning kan då endast erhållas på basis av icke offentlig information. Under den *starka formen* av EMH inkorporeras *all* information i aktiepriserna. Även information som inte är allmänt tillgänglig antas vara reflekterad i kursen, med följden att inte ens investerare som besitter insiderinformation kan erhålla överavkastning.¹³ Implikationen av en starkt effektiv marknad hade med andra ord varit att marknadsmissbrukslagstiftning, åtminstone ur ett effektivitetsperspektiv, vore överflödigt.

EMH förklaras ofta med *random walk*-teorin, där kursernas prisrörelser antas vara helt frikopplade från dess historik. Prisförändringar beror i stället på den till synes slumpmässiga produktionen av ny, prisrelevant information.¹⁴ Denna syn har dock inte fått stå oemotsagd. Kritiker från olika håll menar att det i grund och botten handlar om statistik eller psykologi, och att aktiernas kursrörelser därmed går att förutsäga till viss del.¹⁵ Den stora mängd empiriska studier av finansmarknaden som genomförts de senaste decennierna tycks ändå peka på aktiemarknader generellt sett är *halvstarkt effektiva*.¹⁶

Om då finansmarknadens prismekanism antas vara en effektiv förmedlare av ny information, bör man också kunna mäta effekten av en viss händelse genom att inom en bestämd tidsram

¹⁰ Fama, s. 383.

¹¹ Ibid.

¹² Hans Byström, *Finance: markets, instruments & investments*, 3. uppl., Studentlitteratur AB, Lund, 2010, s. 203.

¹³ Ibid., ss. 203-204.

¹⁴ Byström, s. 187.

¹⁵ För en genomgång av kritiken mot EMH, se Burton G. Malkiel, ”The Efficient Market Hypothesis and Its Critics”, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 17, Number 1, Winter 2003, ss. 59-82.

¹⁶ Byström, s. 207.

studera de prisrörelser som händelsen ger upphov till. Detta är också grundidén bakom en *eventstudie*: vad som krävs är – med MacKinlays ord – en ”rationell marknad”, i betydelsen att aktiepriserna snabbt inkorporerar ny information.¹⁷ En eventstudie utförs genom att en händelse, t.ex. offentliggörandet av ny information, kopplas samman med prisförändringar på en aktie eller annat finansiellt instrument. Detta görs genom att den faktiska avkastningen på den eller de aktier som studeras jämförs en hypotetisk förväntad avkastning, d.v.s. den avkastning som aktierna givit om den studerade händelsen aldrig hade inträffat.¹⁸

Eventstudier har många användningsområden, såväl praktiska som teoretiska. Inom juridisk och ekonomisk forskning kan de t.ex. användas för att avgöra hur ny reglering har påverkat värdet på företag eller för att undersöka effektiviteten på börsen – d.v.s. hur snabbt aktiekurserna assimilerar ny information. Inom den praktiska juridiken kan eventstudier användas för skadeberäkning och för att bevisa kausalitet i skadeståndsmål där skadan består i en värdeminskning av en finansiell tillgång.¹⁹ Eventstudier används flitigt i USA:s domstolar, men har ännu inte riktigt nått det svenska rättssystemet. Av NJA 2014 s. 272 att döma har HD ingen vetskap om att eventstudier existerar som verktyg.²⁰ Fallet rörde en revisors skadeståndsansvar för brister i årsredovisningen, och HD konstaterade vad gäller skadeberäkningen att *“ett ansvar som omfattar börskursens riktighet riskerar att inte bara leda till en mycket stor krets av skadeståndsberättigade, utan också till en betydande svårighet att beräkna skadan eftersom oriktigheten i årsredovisningen skulle behöva isoleras från alla andra faktorer som kan ha påverkat börskursen.”*²¹ Här hade en eventstudie kunnat användas för att isolera publiceringen av den felaktiga årsredovisningen som kurspåverkande händelse. Eftersom arbetet inte är en eventstudie, utan snarare presenterar metoden som en lösning på ett rättsligt problem, följer en mera ingående beskrivning av eventstudiens metod i avsnitt 5.1.

¹⁷ A. Craig MacKinlay, “Event Studies in Economics and Finance”, *Journal of Economic Literature* Vol. XXXV, Mars 1997, s. 13.

¹⁸ Macey et al., s. 1029.

¹⁹ Ibid.

²⁰ Daniel Sveen & Jan Andersson, “Skyddet för investerare efter BDO-domen – Bör investerare överhuvudtaget bry sig om svenska börsnoterade aktier”, *JT* nr 2016–17, ss. 251-252.

²¹ NJA 2014 s. 272, p. 65.

1.3.3 Användningen av amerikansk rätt

En undersökning av eventstudiens användning i amerikansk *securities law* kan ge vägledning inför ett möjligt svenskt anammande av metoden. Oaktat de skillnader som föreligger mellan den amerikanska och den svenska rättsliga systematiseringen av insiderbrottslighet, kan bruket av eventstudier som bevismedel tänkas aktualisera samma frågor i de båda rättsordningarna. Härvid anläggs ett funktionellt angreppssätt, där den rättsliga systematiken placeras i bakgrunden till förmån för rättens funktion och syfte.²²

Komparationen med amerikansk *securities law* motiveras främst utifrån USA:s självklara auktoritet på området i egenskap av ursprungsland för regleringen av marknadsmissbruk. I USA har insiderhandel varit föremål för reglering i över ett sekel, och eventstudier har använts som bevismedel i amerikanska domstolar sedan 1990-talet.²³ Följaktligen bör den amerikanska rättsliga hanteringen av eventstudier i en kontext av insiderhandel kunna ge värdefulla insikter. För det första används amerikansk rätt i ett *normerande* syfte. Det amerikanska anammandet av eventstudier som bevismedel i insiderfall studeras och används som stöd för en argumentation kring hur en möjlig svensk användning bör se ut. Den amerikanska rätten används här närmast som empiriskt stöd för en viss rättslig lösning.²⁴ Amerikansk rätt används dessutom till viss del i ett *deklaratoriskt* syfte, d.v.s. som stöd vid tolkningen av svenska och EU-rättsliga rättsregler. Man ska självfallet vara försiktig när utländsk rätt används som stöd för resonemang *de lege lata*, eftersom utländsk rätt inte är en svensk rättskälla. Den amerikanska regleringen av insiderhandel är dock en tydlig förlaga till såväl den svenska som den unionsrättsliga regleringen. Av den anledningen bör den amerikanska tolkningen av en viss regel kunna användas som stöd för en viss tolkning av motsvarande svenska regel.²⁵

²² Ralf Michaels, ”The Functional Method of Comparative Law”, i Mathias Reimann & Reinhard Zimmermann (red) *The Oxford Handbook of Comparative Law*, 1 uppl., Oxford University Press, 2006, ss. 339 ff.

²³ Mark L. Mitchell, & Jeffrey M. Netter, ”The Role of Financial Economics in Securities Fraud Cases: Applications at the Securities and Exchange Commission”, *The Business Lawyer* Vol. 49, No. 2, feb 1994, s. 550.

²⁴ Rolf Dotevall, *Aktiebolagsrätt – Fördjupning och Komparativ Belysning*, 1 uppl., Norstedts Juridik, 2015, s. 25.

²⁵ Elif Härkönen, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning – särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper*, Jure Förlag, 2013, s. 40.

1.3.4 Rättsdogmatisk och EU-rättslig metod

I arbetet används även den traditionella rättsdogmatiska metoden, där allmänt accepterade rättskällor används för att fastställa innehållet i gällande rätt.²⁶ Grunden i en rättsdogmatisk framställning kan sägas vara rättskällevärdet, d.v.s. studiet av de olika rättskällorna och deras inbördes prioritetsordning.²⁷ Rättskällevärdet kan självfallet anta olika skepnader beroende på vilken rättsordning som studeras. I den traditionella svenska rättskällevärdet betraktas lagtext, förarbeten, praxis och doktrin som giltiga rättskällor. Hierarkin rättskällorna emellan kan beskrivas enligt följande: lagstiftning *ska* beaktas, förarbeten och praxis *bör* beaktas och doktrin *får* beaktas.²⁸ Eftersom insiderregleringen till stor del grundar sig på EU-rättslig lagstiftning, används även vad som benämns som en EU-rättslig metod. Den EU-rättsliga metodens särdrag, i förhållande till den traditionella rättsdogmatiska metoden, kan sägas vara att stor vikt fästs vid EU-domstolens avgöranden och unionsrättsliga principer.²⁹

1.4 Avgränsningar

Arbetet behandlar eventstudiens användningsområden vid fall av överträdelser av insiderregleringens handels- och rådgivningsförbud i art. 14(a) respektive 14(b) marknadsmissbruksförordningen (MAR).³⁰ Fokus ligger således på de straffrättsliga och administrativa sanktioner som är förenade med sådana överträdelser. Såväl den i art. 17 MAR fastställda skyldigheten för emittenter att offentliggöra insiderinformation som förbudet mot röjande av insiderinformation enligt art. 14(c) MAR behandlas därmed inte inom ramen för detta arbete. Det kan dock påpekas att MAR innehåller en enhetlig definition av insiderinformation, varför den presenterade metoden kan användas vid en prövning av kurspåverkansrekvisitet även vid fall som rör röjandeförbudet eller skyldigheten att offentliggöra insiderinformation.

²⁶ Jan Kleineman, "Rättsdogmatisk metod", i Fredric Korling & Mauro Zamboni (red) *Juridisk metodlära*, 1 uppl., Studentlitteratur, 2013, s. 21.

²⁷ Åke Frändberg, "Den allmänna rättsläran — tidlös och ständigt aktuell", SvJT 2002 ss. 569-570.

²⁸ Alexander Peczenik, *Juridikens teori och metod. En introduktion till allmän rättslära*, Fritzes Förlag AB, 1995, s. 35.

²⁹ Jörgen Hettne & Ida Otken Eriksson (red.), *EU-rättslig metod: teori och genomslag i svensk rättstillämpning*, 2., omarb. uppl., Norstedts juridik, Stockholm, 2011, s. 34.

³⁰ EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS FÖRORDNING (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 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. (hädanefter MAR).

Arbetets ekonomiska ansats utgår i enlighet med metodbeskrivningen ovan från teorin om effektiva marknader. En implikation av att teorin accepteras som en deskriptiv modell för finansmarknadens funktionssätt är att eventstudien blir ett kraftfullt och precist verktyg för att fastställa hur viss information påverkat en akties pris. På en informationseffektiv finansmarknad tillåts man nämligen dra långtgående slutsatser av uppmätta eller uteblivna prisförändringar dagarna runt ett offentliggörande. Andra förklaringsmodeller till marknadens funktionssätt – från exempelvis den behavioristiska skolan – hade givetvis motiverat andra slutsatser.

1.5 Disposition

Arbetet inleds med en kort genomgång av insiderregleringens syften. En yttlig förståelse för framför allt den ekonomiska motiveringen bakom regleringen av insiderhandel kan antas vara av vikt om ändamålsenliga lösningar på de beskrivna problemen ska kunna presenteras. Därefter följer en redogörelse för de olika rekvisiten i begreppet insiderinformation. Även om det främst är rekvisitet om kurspåverkan som är av relevans för den fortsatta framställningen, bör en helhetsbild ges av begreppet insiderinformation. Därefter följer en kort redogörelse för relevanta gällande bestämmelser. I avsnitt 5.1 presenteras en eventstudie som anpassats till den specifika kontexten av svenska insiderfall. I avsnitt 6 redogörs för två av eventstudiens användningsområden för insiderfall och den problematik i bl.a. bevishänseende som eventstudien kan tänkas lösa. I avsnitt 7 exemplifieras metoden genom tillämpning på två svenska insiderfall. Arbetet avslutas i avsnitt 8 med en slutsats.

2 Insiderregleringens bakgrund och syfte

Ursprunget till förbudet mot insiderhandel hittas i tidig amerikansk bolagsrätt. I *Oliver v. Oliver* formulerade *Georgia Supreme Court* år 1903 en skyldighet för företagsledare att dela med sig av *materiell, icke offentliggjord information* innan aktiehandel kunde äga rum.³¹ Denna skyldighet kan ses som en förlängning av företagsledares generella skyldighet att agera i enlighet med aktieägarnas intressen, och gällde således inte i fall då en företagsledare sålde aktier till någon som inte redan var aktieägare.³² Även om ett brott mot en sådan s.k. *fiduciary duty* gentemot aktieägarna fortfarande – formellt sett – är ett krav för att ansvar för insiderhandel ska inträda enligt amerikansk rätt, har den senare regleringen främst motiverats med argument om rättvisa och marknadseffektivitet. Rättviseargumentet bygger på tanken att det finns något inherent orättvist med ett system som tillåter att de med ett informationsövertag utnyttjar detta för att göra ekonomisk vinning på aktiemarknaden. Det anses av rättviseskäl viktigt att det råder lika spelregler för alla på marknaden – en vinst ska uppnås genom en överlägsen analys av all allmänt tillgänglig information, inte genom överlägsen tillgång till information.³³ Eftersom rena rättviseargument i många fall inte väger tillräckligt tungt för att ensamt motivera ett förbud, har den svenska insiderregleringen främst motiverats utifrån argument om vikten av att upprätthålla investerarnas förtroende för finansmarknaden.³⁴ Utan rättvisa spelregler kan investerare antas tappa förtroendet för finansmarknaden, vilket riskerar att leda till färre investeringar och, i förlängningen, sämre marknadseffektivitet. *Förtroendeargumentet* tar alltså sikte på insiderhandelns negativa inverkan på värdepappersmarknadens kapitalallokerande funktion.³⁵

Insikten från EMH:s halvstarka form att kurspriser justeras i takt med att tidigare otillgänglig information offentliggörs, kan sägas ligga till grund för regleringen av insiderhandel. Den till synes inherenta orättvisan i att investerare med tillgång till insiderinformation kan handla på grundval av denna tycks ändå vara beroende av en prismekanism som möjliggör överavkastning. Denna möjlighet till överavkastning beror – om EMH:s halvstarka form antas

³¹ *Oliver v. Oliver*, 45 S.E. 232 (Ga. 1903).

³² Bainbridge, s.7.

³³ Catarina af Sandeberg, *Marknadsmisbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, Iustus, Uppsala, 2002, s. 26.

³⁴ Jfr t.ex. prop 1990/91:42 s 38 och skäl 24 i MAR.

³⁵ Per Samuelsson, Lars Afrell, Samuel Cavallin & Nils Sjöblom, *Lagen om marknadsmisbruk och anmälningsskyldighet. En kommentar*, Stockholm 2005, s. 150.

stämman – på att investerare med tillgång till icke offentlig information har en bättre uppfattning om en akties värde än investerare utan tillgång till denna information. När informationen blir allmänt tillgänglig kommer marknadens värdering av aktien att justeras så att marknadspriset återspeglar den tillförda informationen. Vid detta läge har investerare med tillgång till insiderinformationen hunnit tillgodogöra sig överavkastning genom att utnyttja marknadens ursprungliga prissättning av aktien.³⁶

³⁶ Jonn R. Beeson, “Rounding the Peg to Fit the Hole: A Proposed Regulatory Reform of the Misappropriation Theory”, 144 *U. Pa. L. Rev.* 1077, 1996, s. 1088.

3 Definitionen av insiderinformation

Den gällande definitionen av insiderinformation hittas i marknadsmissbruksförordningen (MAR), vilken sedan ikraftträdandet den 3 juli 2016 är direkt tillämplig som svensk lag. Art. 7(1)(a) i MAR definierar insiderinformation som ”information av specifik natur som inte har offentliggjorts, som direkt eller indirekt rör en eller flera emittenter eller ett eller flera finansiella instrument och som, om den offentliggjordes, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade finansiella derivatinstrument.” Nedan följer en genomgång av de olika rekvisiten i MAR:s definition av insiderinformation.

3.1 Av specifik natur

Enligt Art. 7(2) MAR ska 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 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”. Vidare kan enligt sista stycket samma artikel att mellanliggande steg i en process som syftar till att förverkliga en framtida händelse kan i sig anses vara av specifik natur. Rekvisitetet har preciserats i EU-domstolens förhandsavgörande i Lafonta-målet.³⁷ Domstolen konstaterade att det inte är nödvändigt att det kan förutses i vilken *riktning* viss information potentiellt kan påverka priset på ett finansiellt instrument.³⁸ Det är således tillräckligt att informationen potentiellt kan påverka priset på en aktie, även om det inte går att säga något om riktningen av denna påverkan.

3.2 Inte offentliggjord

För att viss information ska klassas som insiderinformation kräver MAR dessutom att den inte har offentliggjorts. MAR:s definition tycks på denna punkt vidare än den tidigare gällande definitionen i 2005 års marknadsmissbrukslag, där ”en icke offentliggjord eller inte allmänt

³⁷ Dom av den 11 mars 2015, Jean-Bernard Lafonta mot Autorité des marchés financiers, C-628/13, EU:C:2015:162.

³⁸ Ibid., p. 34.

känd omständighet” har tolkats som två kumulativa rekvisit: information ska *varken* vara offentliggjord eller allmänt känd för att klassas som insiderinformation.³⁹

Vad gäller sättet för offentliggörande står det klart att viss informationen får anses offentliggjord även om offentliggörandet inte sker på i art 17 angivet sätt. Även om informationen läckt ut via en tredje part är alltså rekvisitet uppfyllt.⁴⁰ En fråga i sammanhanget är om det kan sättas några krav på spridning för att viss information ska anses offentliggjord enligt MAR. Eftersom förbudet mot insiderhandel enligt skäl 24 ska tolkas i ljuset av förordningens uttryckliga syfte att skydda finansmarknadernas integritet och höja investerarnas förtroende för dem, bör information anses offentliggjord först när marknaden hunnit bearbeta och prissätta denna.⁴¹ Skäl 24 anger vidare att förtroendet för finansmarknaden bygger på att investerarna har tillförsäkrats likabehandling. Fram till den tidpunkt då marknadspriset helt ut har inkorporerat den offentliggjorda informationen, kan investerare med tillgång till informationen erhålla överavkastning på basis av denna. Så länge informationsövertaget kan generera sådan överavkastning har investerarna inte tillförsäkrats likabehandling. Frågan om när i tiden offentliggjord information helt ut inkorporerats i marknadspriset bör lösas med utgångspunkt i ekonomisk teori och insikter om finansmarknadernas funktionssätt.

3.3 Direkt eller indirekt rör en eller flera emittenter

Det klargörs inte i MAR vilken sorts information som kan anses direkt eller indirekt röra emittenten. Den enda vägledning som finns att tillgå är CESR:s (Committee of European Securities Regulators) riktlinjer som senast uppdaterades i juli 2007. Riktlinjerna innehåller icke uttömmande listor med exempel på information som direkt eller indirekt rör emittenten. Exempel på information som direkt rör emittenten inkluderar information om bolagets resultat, gäldenärens solvens, eventuella patent, fusioner, förändringar i förväntat resultat och förändringar i företagsledningen.⁴² Att information som indirekt rör emittenten inkluderas betyder att även icke företagsspecifik information omfattas. Exempel sådan information enligt

³⁹ Samuelsson et al., s. 187.

⁴⁰ Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06-562b, juli 2007, s. 5.

⁴¹ Niamh Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3. uppl., Oxford University Press, Oxford, 2014, s. 721.

⁴² CESR/06-562b, juli 2007, ss. 7-8.

CESR:s riktlinjer inkluderar information om räntebeslut från centralbanken, myndighetsbeslut rörande t.ex. beskattning eller skuldhantering, beslut från konkurrensmyndighet och statistik från statistikmyndighet.⁴³ Även information av närmast makroekonomisk karaktär – t.ex. information om räntebeslut, vilka påverkar hela marknaden – tycks alltså inkluderas. Av CESR:s exempel att döma ska alltså ”indirekt” ges en vid tolkning. Här bör det dock påpekas att den i art. 17 MAR föreskrivna skyldigheten för emittenter att offentliggöra insiderinformation endast gäller företagsspecifik information.

3.4 Väsentlig inverkan på priset

För att viss information ska utgöra insiderinformation kräver MAR att informationen i fråga sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på den finansiella tillgångens pris (väsentlighetsrekvisitet). Enligt art. 7(4) ska sådan information avse ”information som en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut.”

Bedömningen av om viss information skulle ha utnyttjats av en förnuftig investerare ska enligt MAR ske *ex ante*, alltså på grundval av all information som fanns tillgänglig vid investeringsbeslutet. Som skäl för att den faktiska kursutvecklingen inte bör ligga till grund för bedömningen anförs i skäl 14 i MAR att förnuftiga investerare grundar sina investeringsbeslut på all information som fanns tillgänglig vid tillfället för investeringen. Enligt skäl 15 kan efterhandsinformation användas för att kontrollera ett antagande om att viss förhandsinformation var kurspåverkande, men att efterhandsinformation inte bör användas för att vidta åtgärder mot någon som drog rimliga slutsatser av denna. Således kan den faktiska kursutvecklingen användas för att styrka eller vederlägga ett antagande om kurspåverkan. Väsentlighetsrekvisitet och dess bevisproblematik kommer att behandlas mera ingående i avsnitt 6.1.

⁴³ Ibid., ss. 8-9.

4 Det svenska sanktionssystemet i översikt

4.1 Marknadssmissbrukslagen

Den straffrättsliga implementeringen av MAR skedde genom införandet av lag (2016:1307) om straff för marknadssmissbruk på värdepappersmarknaden (marknadssmissbrukslagen, MmL). Lagen trädde i kraft den 2 februari 2017 och ersatte därmed 2005 års marknadssmissbrukslag. Nytt är att lagen inte innehåller någon egen definition av insiderinformation; genom 1 kap. 4 § hänvisas i stället direkt till definitionen i artikel 7 i MAR.

Enligt 2 kap. 1 § 1 p. MmL ska den som har insiderinformation och för egen eller annans räkning förvärvar eller avyttrar finansiella instrument som informationen rör, eller ändrar eller återkallar en order avseende sådana finansiella instrument, dömas för insiderbrott. Enligt det s.k. *rådgivningsförbudet* i 2 p. ska även den som har insiderinformation och som med råd eller genom uppmaning föranleder någon annan att förvärva eller avyttra finansiella instrument som informationen rör genom handel på värdepappersmarknaden, eller att ändra eller återkalla en order avseende sådana finansiella instrument, dömas för insiderbrott. En nyhet i MmL i förhållande till 2005 års marknadssmissbrukslag är att det införts en fristående straffbestämmelse om att följa ett råd eller en uppmaning att förvärva eller avyttra aktier: enligt 2 kap. 1 § 3 p. MmL ska den som följer ett sådant råd eller en sådan uppmaning som avses i 2 p. genom att förfara på det sätt som anges i 1 p., om rådet eller uppmaningen grundar sig på insiderinformation, dömas för insiderbrott. Eftersom den tidigare gällande marknadssmissbrukslagen inte innehöll någon självständig bestämmelse om ansvar för den som mottar ett tips, grundades sådant ansvar på huvudbestämmelsen om ansvar för handel eller avyttring. Med andra ord skulle själva rådet att handla i sig utgöra insiderinformation för att handeln skulle träffas av förbudet. I och med införandet av den nya bestämmelsen i 3 p. krävs det inte längre att den som tar emot rådet också fått ta del av insiderinformationen i sig. En förutsättning för ansvar är dock uppsåt i förhållande till att rådet eller uppmaningen grundar sig på insiderinformation.⁴⁴

Straffet för insiderbrott av normalgraden är enligt 2 kap. 1 § 2 st. MmL fängelse i högst två år. För grovt brott döms enligt 3 st. till fängelse i lägst sex månader och högst sex år. Vid

⁴⁴ Prop. 2016/17:22, s 281.

bedömningen av om brottet är grovt ska hänsyn tas till gärningsmannens ställning, den vinning för gärningsmannen som brottet medfört samt övriga omständigheter. Vid ringa fall av insiderbrott döms enligt 4 st. inte till ansvar.

4.2 Kompletteringslagen

MAR ställer – vid sidan av kraven på straffrättsliga sanktioner – krav på införande av en rad administrativa sanktioner att tillämpa vid överträdelser av reglerna om marknadsmissbruk. För att tillgodose dessa krav infördes genom lag (2016:1306) med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmissbruksförordning (kompletteringslagen, KompL) ett administrativt sanktionssystem. Då 2003 års marknadsmissbruksdirektiv gav medlemsstaterna frihet att välja mellan straffrättsliga och administrativa sanktioner vid överträdelser av reglerna om marknadsmissbruk, valde Sverige att behålla det huvudsakligen straffrättsliga sanktionssystemet. Fram till införandet av KompL var således de administrativa sanktionerna kopplade till bestämmelser av uteslutande preventiv karaktär, såsom anmälningsskyldigheter för insynspersoner.⁴⁵

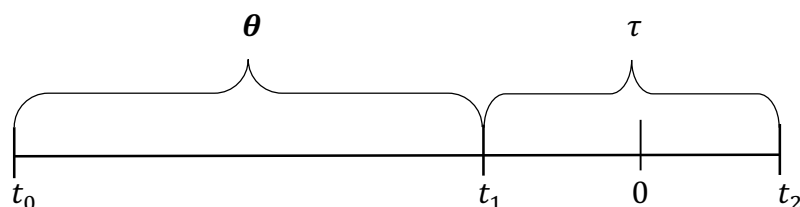
Enligt 5 kap. 1 § 1 p. KompL ska Finansinspektionen ingripa mot den som har överträtt förbudet mot insiderhandel i artikel 14 i marknadsmissbruksförordningen. De ingripanden som härvid står Finansinspektionen till buds är förbud enligt 4 §, återföring enligt 5 § och sanktionsavgift enligt 6 §. Vid valet av ingripande ska enligt 15 § Finansinspektionen ta hänsyn till hur allvarlig överträdelsen är och hur länge den har pågått. Särskild hänsyn ska tas till överträdelsens konkreta och potentiella effekter på det finansiella systemet, skador som uppstått och graden av ansvar.

⁴⁵ Prop. 2016/17:22, s. 56.

5 Eventstudien

5.1 Metodbeskrivning

5.1.1 Överblick



Figur 1: Förloppet av en eventstudie.

En eventstudie genomförs vanligtvis som en process med en rad olika steg. Figuren ovan kan illustrera förloppet av en eventstudie. θ är estimeringsfönstret, d.v.s. den period under vilken aktien studeras för förväntad avkastning ska kunna bestämmas. τ är eventfönstret för studien och 0 är tidpunkten för den händelse som ska studeras. I insiderfall representerar således 0 tidpunkten för offentliggörandet av insiderinformationen.

5.1.2 Steg 1: definiering av eventfönstret

Det första steget är att definiera ett event, d.v.s. den händelse som ska undersökas, samt ett eventfönster, d.v.s. ett lämpligt tidsspänn för att undersöka händelsens prispåverkan. Vid bestämmande av eventfönstrets längd måste några beaktanden göras. För det första måste eventfönstret vara tillräckligt stort för att fånga upp alla de prisrörelser som kan tänkas ha orsakats av den studerade händelsen. För det andra får inte eventfönstret vara så stort att prisrörelser som *inte* orsakats av den studerade händelsen fångas upp. Här är det även av vikt att påpeka att EMH inte säger att all nyligen offentliggjord information kommer att *omedelbart* och helt ut assimileras i priset, utan att priset kommer att reflektera all information så fort denna har bearbetats av marknaden.⁴⁶ Eventfönstrets längd kan alltså behöva anpassas efter marknadsens relativa informationseffektivitet och den studerade informationens komplexitet. Ett lämpligt förfarande kan härvid vara att studera prisrörelserna som följer på händelsen för att avgöra när informationen helt ut assimilerats i aktiepriset. Studier pekar dock på att

⁴⁶ Se S.C Hillmer & P.L Yu, "The Market Speed of Adjustment to New Information", *Journal of Financial Economics* 7, 1979, ss. 321–345.

information, generellt sett, snabbt inkorporeras i aktiepriset.⁴⁷ En utgångspunkt bör därför vara – åtminstone när en tydlig tidpunkt för informationens offentliggörande kan fastställas – att ett kort eventfönster används.⁴⁸ Om informationen offentliggörs i etapper får självfallet ett längre eventfönster användas.

Eventfönstret omfattar vanligen dagen för publikgörandes av informationen i fråga, men ofta inkluderas även nästföljande dag. På så vis inkluderas i studien även sådana prisförändringar som sker efter börsens stängning dagen för publikgörandet. Även perioden före informationens offentliggörande kan inkluderas i eventfönstret, eftersom det ofta inte kan uteslutas att informationen läckt ut och på så vis påverkat kursen innan offentliggörandet.⁴⁹ För eventstudierna som presenteras i avsnitt 7 kommer därför – om det inte finns något förhållande som motiverar avsteg från detta – den rekommenderade längden om två eller tre dagar att användas.

5.1.3 Steg 2: beräkning av den abnormala avkastningen

Nästa steg är att beräkna den abnormala avkastningen under eventfönstret, där abnormal avkastning definieras som faktiskt avkastning minus förväntad avkastning. Genom att jämföra den faktiska och den förväntade avkastningen inom eventfönstret får man alltså ett mått på i vilken omfattning händelsen påverkat aktiepriset. Den abnormala avkastningen för aktie i under tidsperioden t beräknas enligt:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Formel 1: Beräkning av abnormal avkastning

där $AR_{i,t}$ är den abnormala avkastningen, $R_{i,t}$ den faktiska avkastningen (normal avkastning) och $E(R_{i,t})$ den förväntade avkastningen.⁵⁰

⁴⁷ Se t.ex. Larry Dann, David Mayers & Robert Raab Jr., "Trading Rules, Large Blocks and the speed of Price Adjustment", *Journal of Financial Economics*, 1977, ss. 3-22.

⁴⁸ Abigail McWilliams & Donald Siegel, "Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues", *The Academy of Management Journal*, Vol. 40, No. 3, 1997, s. 636.

⁴⁹ MacKinlay, ss. 14-15.

⁵⁰ Mackinlay, s. 15.

Den förväntade avkastningen är en estimering av storleken på aktiens avkastning om den studerade händelsen aldrig hade inträffat. Den förväntade avkastningen kan beräknas med en rad olika metoder. Den vanligaste beräkningsmetoden är den s.k. *marknadsmodellen*, där sambandet mellan ett marknadsindex och den studerade aktien estimeras genom en regression. Baserat på denna regression isoleras därefter de prISRörelser under eventfönstret som kan antas bero på generella marknadsrörelser. Den förväntade avkastningen enligt marknadsmodellen för aktie i under tidsperioden t estimeras från följande regression:

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Formel 2: Beräkning av förväntad avkastning

Där interceptet α_i (alfa) är den icke-systematiska risken, d.v.s. den företagsspecifika risk som genom diversifiering kan reduceras till noll, regressionskoefficienten β_i (beta) är den systematiska risken, d.v.s. den icke-diversifierbara marknadsrisken, $R_{m,t}$ är avkastningen på marknadsportföljen m vid för tidsperioden t och $\varepsilon_{i,t}$ är slumpfelets medelvärde, vilket antas vara noll.⁵¹ Marknadsportföljen är oftast ett index över marknadens totala avkastning. För eventstudier på den svenska aktiemarknaden används således ett index för Stockholmsbörsen, där OMXSPI är det vanligaste. α_i och β_i beräknas utifrån den regressionsanalys som grundas på observationer som görs under estimeringsfönstret θ . Estimeringsfönstret sätts ofta till 120 dagar som föregår eventfönstret.⁵² För en mindre likvid finansmarknad än den amerikanska – t.ex. den svenska – föreslås ett längre estimeringsfönster.⁵³ Eventstudierna i avsnitt 7 kommer därför att använda sig av ett estimeringsfönster om minst 200 dagar.

Beräkning av den faktiska avkastningen för tidsperioden t är betydligt enklare, och görs genom formeln:

$$R_{i,t} = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right)$$

Formel 3: Beräkning av faktisk avkastning

⁵¹ Jonathan B. Berk & Peter M. Demarzo, *Corporate finance*, International edition, Pearson Addison Wesley, Boston, Mass., 2007, s. 382.

⁵² MacKinlay, s. 15.

⁵³ Marcello Minenna, "A Supervisory Perspective on Insider Trading: Estimating the Value of the Information" *CONSOB, Quaderni di Finanza n. 2000-45*, s. 17.

Där \ln är den naturliga logaritmen, $P_{i,t}$ värdet på aktien i vid tiden t , och $P_{i,t-1}$ värdet på aktien i vid tiden $t - 1$, d.v.s. den föregående tidpunkt som används som beräkningsunderlag för aktiens prisförändring (d.v.s. föregående handelsdag). Anledningen till att den logaritmiska avkastningen används är att den har visats ligga närmare normalfördelningen än enkla avkastningsmått.⁵⁴

Om eventfönstret sträcker sig över fler dagar än en, bör den abnormala avkastningen under hela eventfönstret aggregeras så att kumulativ abnormal avkastning (CAR) fås. På så vis kan den totala effekten av händelsen studeras. CAR beräknas genom en enkel summering:

$$CAR_{i,\tau} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t}$$

Formel 4: Beräkning av kumulativ abnormal avkastning

5.1.4 Steg 3: signifikanstest

När den abnormala avkastningen har beräknats ska det statistiska sambandet mellan händelsen 0, d.v.s. insiderinformationens offentliggörande, och den uppvisade abnormala avkastningen under eventfönstret τ testas. Poängen med en signifikanstest är att avgöra om den uppvisade abnormala avkastningen avviker från vad som kan räknas som en normal kursfluktuation; vid en tillräckligt stor avvikelse från vad som kan räknas som normala kursfluktuationer kan slumpen uteslutas som orsak.⁵⁵ Inom statistiken benämns detta som ett förkastande av *nollhypotesen*. För en eventstudie är nollhypotesen att den studerade händelsen inte har haft någon prispåverkan. Hur stor avvikelse som ska krävas för att nollhypotesen ska förkastas bestäms av signifikansnivån, vilken ofta benämns alfa (α). Med tanke på de höga beviskrav som i allmänhet gäller inom straffrätten kan en högre signifikansnivå än den normala på 0,05 vara motiverad. För de eventstudier som utförs i avsnitt 7 används därför en signifikansnivå på 0,02. En signifikansnivå på 0,02 innebär att sannolikheten för ett felaktigt förkastande av nollhypotesen är två procent.

⁵⁴ Norman Strong, "Modelling Abnormal Returns: A Review Article" *Journal of Business Finance and Accounting*, Jun 1992, s. 535.

⁵⁵ Macey et al., s. 1036.

En viktig fråga vid signifikanstesten är vilken sorts test som ska användas. Det normala förfarandet har varit att en s.k. t-test används. Vid en t-test görs antagandet att aktiens abnormala avkastning är normalfördelad. Att aktiers abnormala avkastning skulle vara normalfördelad har dock ifrågasatts på både empiriska och teoretiska grunder.⁵⁶ Av den anledningen använder studierna som presenteras i avsnitt 7 SQ-metoden som presenterats av Gelbach, Helland och Klick.⁵⁷ Metoden är särskilt framtagen för att användas för eventstudier av en enskild aktie, och kan beskrivas på följande sätt: Först beräknas den abnormala avkastningen under *estimeringsfönstret* enligt den metod som beskrivits ovan. Därefter sorteras den uppvisade abnormala avkastningen för varje dag i estimeringsfönstret, från lägst till högst. I ytterkanterna av denna sortering hittas ett övre och ett nedre kritiskt värde. Om vi använder oss av ett estimeringsfönster om 200 dagar och en signifikansnivå av 0,02 utgörs den nedre gränsen av den abnormala avkastning som uppvisas den 2:a dagen i sorteringen, och den övre gränsen av den avkastning som uppvisas den 198:e dagen i sorteringen. Om den abnormala avkastningen under eventdagen överstiger den övre eller understiger den nedre gränsen kan nollhypotesen om ingen prispåverkan förkastas.⁵⁸ Eftersom eventfönstret oftast innehåller fler dagar än en får testen modifieras något, i enlighet med vad som föreslagits av Corrado.⁵⁹ Om eventfönstret t.ex. innehåller tre dagar får signifikansen av den kumulativa abnormala avkastningen prövas mot en sortering av estimeringsfönstrets abnormala avkastning för tre dagar, i stället för den dagliga avkastningen.⁶⁰ En följd av detta blir att estimeringsfönstrets längd får anpassas efter eventfönstret. Ett eventfönster om tre dagar fordrar exempelvis ett estimeringsfönster om 300 dagar, eftersom signifikansen ska testas mot avkastningen för 100 perioder.

⁵⁶ Jfr t.ex. Amado Piero, "Skewness in individual stocks at different investment horizons", *Quantitative Finance*, vol. 2, iss. 2, 2002, ss. 139–146 & Stephen J. Brown & Jerold B. Warner, "Using Daily Stock Returns – the Case of Event Studies", *Journal of Financial Economics* 14, 1985, ss. 3-31.

⁵⁷ Jonah B. Gelbach, Eric Helland & Jonathan Klick, "Valid Inference in Single-Firm, Single-Event Studies", *American Law and Economics Review*, 2013, vol. 15, issue 2, ss. 495-541.

⁵⁸ *Ibid.*, s. 518.

⁵⁹ Charles Corrado, "A nonparametric test for abnormal security-price performance in event studies", *Journal of Financial Economics*, 1989, vol. 23, issue 2, ss. 385-395

⁶⁰ *Ibid.*, s. 395.

5.2 Begränsningar med eventstudier

5.2.1 Statistiska felslut

Precis som vid alla andra statistiska metoder för hypotesprövning finns det även vid eventstudier en risk för att felaktiga slutsatser dras. Typ I-fel, även benämnda falska positiv, uppstår när nollhypotesen förkastas trots att den är sann, t.ex. då en prisförändring på en aktie felaktigt visas bero på en viss händelse.⁶¹ Typ II-fel, även benämnda falska negativ, uppstår i stället när nollhypotesen accepteras trots att den är falsk, t.ex. då en prisförändring på en aktie faktiskt orsakats av den studerade händelsen, men detta inte fångas upp av studien.⁶² Vilka implikationer existensen av dessa två typfel har för eventstudiers användning i insiderhandelsfall kommer närmare att utredas nedan.

Eftersom man vid en eventstudie vill isolera en prisförändring till en specifik händelse, måste alla andra händelser som kan tänkas påverka kursen under eventfönstret borträknas; i annat fall kan felslut uppstå. Akademiska eventstudier utförs så gott som alltid med ett ganska stort antal studieobjekt. Detta är naturligt, eftersom syftet med en eventstudie oftast är att undersöka prisförändringar på marknaden som helhet, snarare än prisförändringar på en enskild aktie. Detta förfarande minimerar risken för förekomsten av felslut genom att häftiga prisförändringar hänförliga till ett enskilt företag har liten påverkan på en studie med ett stort urval.⁶³ Eftersom eventstudier som används för att bevisa prispåverkan i insiderhandelsfall av nödvändighet endast undersöker en aktie, är sådana studier särskilt utsatta för felslut. För att justera för detta kan tröskeln för vad som är att bedöma som en statistiskt signifikant avvikelse höjas. Problemet med detta är uppenbart. En högre signifikansnivå innebär också att eventstudien blir ett något trubbigare redskap för att hitta en statistiskt signifikant abnormal avkastning. En avvägning får alltså göras mellan å ena sidan hur stor avvikelse som ska krävas för att prispåverkan ska anses föreligga, och å andra sidan hur hög probabilitet för förekomsten av typ I-fel som kan accepteras.⁶⁴ Annorlunda uttryckt så tvingas man sätta en balans mellan förekomsten av typ I-fel och förekomsten av typ II-fel. En rekommendation kan här vara att kräva en hög

⁶¹ Alon Brav & J.B. Heaton., "Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias", *Washington University Law Review*. Vol. 93, Issue 2, 2015, s. 592.

⁶² *Ibid.*, s.

⁶³ *Ibid.*, s. 586.

⁶⁴ *Ibid.*, ss. 591-592.

signifikansnivå för att en eventstudie ska godtas som bevisning vid insiderhandelsfall. I avvägningen mellan typ I-fel och typ II-fel bör förekomsten av de förra minimeras, eftersom en falsk positiv i vår kontext kan bidra till en felaktigt fällande dom. Detta får ytterligare anses motivera den höga signifikansnivå som valts för studierna i avsnitt 7.

5.2.2 Confounding effects

Ett ytterligare problem som eventstudier av enskilda aktier är särskilt utsatta för, är s.k. *confounding effects* (sammanblandning av orsaksfaktorer). Problemet uppstår när en s.k. *confounder* (störfaktor) påverkar resultatet i studien. När en annan händelse än den studerade har påverkat avkastningen under eventfönstret, finns risken att denna påverkan tillskrivs den studerade händelsen. I en studie som involverar ett stort antal bolag kan företags specifika störfaktorer nära på elimineras. När endast ett bolag studeras finns det däremot ingen säker metod för att borträkna sådana störfaktorer.⁶⁵ Av denna anledning ställer amerikanska domstolar höga krav på eventstudier när de ska användas som bevisning. I många fall har studier där *confounding effects* misstänkts föreligga inte godtagits som bevis för prispåverkan.⁶⁶ Eftersom det inte finns någon säkerställd metod för att separera de prispförändringar som beror på den studerade händelsen från de som beror på någon annan faktor, bör de studier som riskerar präglas av *confounding effects* inte godtas som bevisning. Ett exempel kan vara ett fall av insiderhandel där insiderinformationen utgör endast en viss del av en innehålllet i en rapport. Om rapporten publiceras i sin helhet, finns det inget säkert sätt urskilja att hur stor del av en efterföljande prispförändring som beror på insiderinformation och hur stor del som beror på det övriga innehålllet i rapporten. Eftersom eventstudier av en enskild aktie är extra utsatta för *confounding effects* bör eventfönstret inkludera så få dagar som möjligt.

⁶⁵ Ibid., s, 605.

⁶⁶ Ibid., s. 606. Se t.ex. *Oscar Private Equity Invs. v. Allegiance Telecom, Inc.*, 487 F.3d 261, 271 (5th Cir. 2007) samt *In Re Omnicom Group, Inc. Securities Litigation*, 541 F. Supp. 2d 546 (S.D.N.Y. 2008).

6 Användning av eventstudier i insiderfall

6.1 Bedömning av viss informations prispåverkan

6.1.1 Väsentlighetsrekvisitet och materialitet

MAR:s definition av insiderinformation innehåller ett rekvisit om att informationen ”om den offentliggjordes, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset”.⁶⁷ Bedömningen av om viss information uppfyller detta krav ska som nämnts ske utifrån en hypotetisk, förnuftig investerare. Informationen är ägnad att väsentligt påverka priset om en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja informationen i ett investeringsbeslut.⁶⁸ Detta väsentlighetskrav motsvaras i amerikansk rätt av ett krav på materialitet, som även det förstås som ett krav på att en förnuftig investerare skulle ha betraktat information som viktig.⁶⁹

Väsentlighetsrekvisitet har, i olika tappning, varit en del av den svenska definitionen av insiderinformation alltsedan införandet av insiderlagen år 1991. Den tidigare svenska formuleringen av rekvisitet var information ”ägnad att väsentligt påverka” priset eller kursen på finansiella instrument. Formuleringen ”ägnad att” är ett s.k. *farerekvisit*, vilket innebar att bedömningen skulle göras med utgångspunkt i tillfället för placeringen. Utgångspunkten för bedömningen av viss informations prispåverkan var alltså – även innan MAR:s ikraftträdande – informationens erfarenhetsmässiga, inte faktiska, påverkan.⁷⁰

De lege lata står det klart att det frågan om prispåverkan ska avgöras utifrån en bedömning *ex ante*. Skälet för detta är självklart: en investerare ska inte kunna straffas för att ha handlat på basis av information som i endast i efterhand visats framkalla en oväntad prispåverkan.⁷¹ Principiellt är det svårt att motsätta sig. Men, vilket vi också ska se nedan, en ren *ex ante*-

⁶⁷ MAR art. 7(1)(a).

⁶⁸ MAR art. 7(4).

⁶⁹ Definitionen av materialitet har sitt ursprung i *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, där USA:s högsta domstol slog fast att ”an omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote.” *TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976), s. 449. Domstolen preciserade därefter detta som att ”there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the "total mix" of information made available.” Ibid. I *Basic* bekräftade högsta domstolen att samma definition av materialitet skulle gälla även för marknadsmanipulation och insiderhandel: ”an omitted fact is material if there is a substantial likelihood that its disclosure would have been considered significant by a reasonable investor, is expressly adopted for the § 10(b) and Rule 10b-5 context.” *Basic, Inc. v. Levinson* 485 U.S. 224 (1988), s. 224.

⁷⁰ Samuelsson et al., s. 199.

⁷¹ Ibid., s. 200.

bedömning är i många fall förenad med betydande svårigheter för såväl domstolar som utredande myndigheter.

6.1.2 Problem med bedömningar *ex ante*

Det är självfallet så att bedömningen bör utgå ifrån hur en förnuftig investerare uppfattade informationen vid tillfället för placeringen. Problemet är att det i vissa fall kan vara väldigt svårt för en domstol att nå kunskap om detta. Vid en bedömning *ex ante* har domstolen inte särskilt mycket mer än ren intuition att utgå ifrån. Bedömningen har ofta mynnat ut i ett ”jag vet det när jag ser det”-test, med innebörden att domstolens slutsats blir svagt underbyggd och ytterst beroende av domarnas personliga föreställningar om vad som utgör intressant information för den förnuftige investeraren. Risken är att information som i själva verket är helt ointressant för den förnuftige investeraren betraktas som väsentlig av domstolen. Det kan t.ex. bero på att informationen redan är allmänt känd och därmed också redan inkorporerad i aktiepriset, eller att marknaden bedömer informationen som icke trovärdig.⁷² Oavsett vilken grad av marknadsinsikt som ska tillskrivas den förnuftige investeraren, får det i alla fall anses stå klart att en förnuftig investerare *inte* grundar några investeringsbeslut på till synes väsentlig information som dock redan har diskonterats av marknaden. På motsvarande sätt finns det självfallet också en risk att information som i själva verket är intressant för den förnuftige investeraren betraktas av domstolen som ointressant.

Det kan dessutom anföras att en *ex ante*-bedömning ändå i hög grad riskerar att präglas av *hindsight bias*, d.v.s. det påvisbara faktum att människor vid en efterhandsbedömning av hur stor probabiliteten var att något skulle inträffa ofta färgas av det faktiska utfallet.⁷³ För vår del betyder fenomenet att domstolen, vid en *ex ante*-bedömning av viss informations prispåverkan, ändå kan tänkas fästa vikt vid det faktiska utfallet.

I det praktiska arbetet har dessa svårigheter yttrat sig i att såväl domstolar som åklagare har behandlat väsentlighetsrekvisitet som ett *effektrekvisit* snarare än ett farerekvisit. Det har, trots

⁷² Daniel R. Fischel, ”Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities”, *The Business Lawyer*, Vol. 38, No. 1, 1982, s. 6.

⁷³ Baruch Fischhoff & Ruth Beyth, ”I knew it would happen: Remembered probabilities of once-future things”. *Organizational Behaviour and Human Performance*, Volume 13, Issue 1, February 1975, s. 13.

att en efterhandsbedömning tydligen ska ske, lagts vikt vid det faktiska utfallet, d.v.s. en visad kursstegring eller ett visat kursfall.⁷⁴ Det tycks alltså väldigt svårt att helt frikoppla bedömningen från den faktiska effekten. Osäkerheten kring om viss information utgör insiderinformation antas också ha lett till nedlagda förundersökningar och ogillade åtal.⁷⁵

6.1.3 Alternativ metod – bedömning ex post genom eventstudier

I USA – där insiderhandel har varit föremål för reglering betydligt längre än i Sverige och övriga Europa – har de svårigheter som beskrivits ovan uppmärksammats av domstolarna.⁷⁶ Följaktligen har utvärderingar *ex post* av viss informations prispåverkan efter offentliggörandet accepterats som bevis i frågan om materialitet.⁷⁷ Om informationen i fråga *de facto* inte påverkade aktiens pris på en informationseffektiv marknad, är det också högst sannolikt att en förnuftig investerare inte betraktade informationen som viktig.⁷⁸ I stället för att domaren ska ikläda sig rollen som en förnuftig investerare överläts bedömningen av viss informations betydelse till aktiemarknadens aktörer; om informationen är intressant från investerarsynpunkt kommer priset att justeras därefter. Marknadens reaktion är med andra ord en säkrare indikator än domstolens känsla för vad som utgör priskänslig information. Detta resonemang bygger på tanken att det går att utröna hur marknaden hade reagerat på viss information vid ett tidigare tillfälle – tiden för placeringen – genom att studera hur marknaden faktiskt reagerade på informationen vid ett senare tillfälle – tiden för offentliggörandet.⁷⁹

Nästa fråga blir då hur faktisk kurspåverkan ska bevisas. Starka skäl talar emot att endast en observerad eller utebliven kursförändring är tillräcklig för att några slutsatser ska kunna dras om viss informations kurspåverkan. För det första finns det en risk att en kursförändring som i

⁷⁴ Jfr t.ex. B 7638-09, där åklagaren presenterade bevisning i form av en kursstegring samt B 422-09, där domstolen beaktade det kursfall som följde på informationens offentliggörande.

⁷⁵ Catarina af Sandeberg, ”Strikt ansvar vid insiderbrott – administrativa sanktioner för effektivare brottsbekämpning”, JT 2002–03 ss. 878-879.

⁷⁶ Fischel, s. 6.

⁷⁷ Se t.ex. *Oran v. Stafford*, där domstolen konstaterade att “when a stock is traded in an efficient market, the materiality of disclosed information may be measured post hoc by looking to the movement, in the period immediately following disclosure, of the price of the firm's stock. Because in an efficient market the concept of materiality translates into information that alters the price of the firm's stock, if a company's disclosure of information has no effect on stock prices, it follows that the information disclosed... was immaterial as a matter of law.” *Oran v. Stafford*, 226 F.3d 275 (3rd Cir. 2000), s. 282.

⁷⁸ Gelbach, Helland & Klick, s. 501.

⁷⁹ Blanaid Clarke, ”Insider dealing: getting under the skin of Fyffes plc v DCC Plc & Others”, *J.B.L.* 2009, 1, s. 75.

själva verket beror på generella marknadsrörelser hänförs till offentliggörandet av insiderinformationen, och för det andra finns det en risk att en kursförändring som i själva verket beror på normala fluktuationer i aktiens pris hänförs till offentliggörandet av insiderinformationen. Själva poängen med en eventstudie är, som vi har sett i metodgenomgången ovan, att fastställa ett samband mellan marknads och den studerade aktiens prisrörelser för att sedan borträkna de rörelser som beror på marknaden. En signifikanstest kan därefter avgöra hur stor sannolikheten var att en den abnormal avkastningen berodde på till synes slumpmässiga prisfluktuationer. Om en eventstudie visar på abnormal avkastning för signifikansnivån 0,02, kan man sluta sig till att det föreligger en sannolikhet om en procent att den abnormal avkastningen kunde ha orsakats av slumpmässiga fluktuationer. Med andra ord, med 98 procents sannolikhet orsakades prisändringen av att ny, materiell information – i vårt fall den studerade insiderinformationen – tillfördes marknaden.⁸⁰

En eventstudie som uppfyller följande tre villkor anses i amerikansk rätt tillräcklig för att bevisa prispåverkan: (1) den visar på abnormal avkastning, (2) den abnormal avkastningen är statistiskt signifikant och (3) det finns inga störfaktorer.⁸¹ Utöver dess krav finns det självfallet en implicit grundförutsättning i det att den studerade informationen ska vara densamma som insiderinformationen. Det är vidare av vikt att goda skäl med stöd i ekonomisk forskning kan anges för valet av estimeringsfönster och eventfönster. Risker är annars att resultatet i eventstudien kan påverkas med tendentiösa val.

6.2 Beräkning av vinst och undviken förlust

Beräkning av den vinst eller undvikna förlust som en överträdelse av ett förbud mot insiderhandel fört med sig är av betydelse av två anledningar. Fastställande av gärningsmannens vinning kan vara av stor betydelse dels vid straffmätningen och valet av påföljd, dels när ett belopp motsvarande vinningen ska förverkas.⁸² Det amerikanska rättsfallet

⁸⁰ Nicholas I. Crew, Kevin L. Gold & Marnie A. Moore, "Federal Securities Acts and Areas of Expert Analysis", i *Litigation Services Handbook: The Role of the Financial Expert*, 5. uppl., Roman L. Weil, Daniel G. Lentz & David P. Hoffman (red.), John Wiley & Sons, 2012, s. 11.

⁸¹ *In re Credit Suisse First Boston Corp.* (Lantronix, Inc.) Analyst Sec. Litig., 250 F.R.D. 137, 143 (S.D.N.Y. 2008).

⁸² I USA används termen *disgorgement* för att benämna den vinst eller undvikna förlust som ska förverkas.

United States v. Nacchio kan tjäna som ett tydligt exempel på den vikt som kan tillmätas gärningsmannens personliga vinning vid straffmätningen.⁸³ I fallet presenterades två vitt skilda vinstberäkningar. Enligt försvarets eventstudie uppgick den sammanlagda vinst som kunde hänföras till överträdelsen till 1,8 miljoner dollar, vilket hade resulterat i 41–51 månaders fängelse.⁸⁴ Åklagaren beräknade vinsten till 44,6 miljoner dollar, vilket i stället hade resulterat i en fängelsedom om 70–87 månader.⁸⁵ Anledningen till att beloppen kunde skilja sig åt så stort var att åklagarsidan använde sig av en beräkning grundad på den misstänktes vinst, medan den tilltalade använde sig av en eventstudie.

6.2.1 Metoder för beräkning av vinningen

I USA har tre olika beräkningsmetoder accepterats för beräkning av vinst eller undviken förlust i insiderhandelsfall. Utöver de två redan nämnda – eventstudier och vinstmetoden – har även den s.k. absorptionsmetoden godtagits. Nedan följer en genomgång av de olika metoderna och deras för- och nackdelar.

Vid en beräkning enligt *vinstmetoden* utgörs vinningen av gärningsmannens totala realiserade vinst, d.v.s. skillnaden mellan aktiens försäljningspris och inköpspris. Fördelen med metoden är dess enkelhet. Det enda som behöver utredas är den vinst som en eventuell försäljning resulterat i eller, om aktierna inte avyttrats vid tillfället för rättegången, aktiernas värdestegring sedan förvärvet. Ett skäl för att en vinstberäkning inte bör användas är att sådan prispåverkan som inte kan hänföras till insiderinformationen i fråga kan påverka vinstens storlek i endera riktningen. Med andra ord: bör marknadens efterföljande rörelser ha någon inverkan vid straffmätningen? Detta tycks inte lämpligt ur ett förutsebarhetsperspektiv, eftersom straffmätningen då kan bli beroende av omständigheter som svårligen kan förutses eller kontrolleras.⁸⁶ Det kan även få den oönskade följden att likvärdiga brott bestraffas olika.⁸⁷ En

⁸³ *United States v. Nacchio*, 573 F.3d 1062 (10th Cir. 2009).

⁸⁴ *Ibid.*, s. 1068.

⁸⁵ *Ibid.* Se U.S. Sentencing Guidelines Manual (U.S.S.G.) § 2F1.1(b)(1)(R) för en genomgång av hur straffmätningen påverkas av vinstens storlek.

⁸⁶ Dessa betänkligheter framfördes även av Aktietorget AB i prop. 2016/17:22, s. 292.

⁸⁷ *United States v. Mooney*, 425 F.3d 1093 (8th Cir. 2005), ss. 1106-1107.

Ping-Yen Lai, "The Calculation of Illicit Profit in US Insider Trading Cases", *J Stock Forex Trad*, 2:1, 2013, s. 1.

annan klar nackdel med beräkningar enligt vinstmetoden är av praktisk natur: beräkningar av gärningsmannens vinning när denna utgörs av undviken förlust är inte möjliga.

För att förhindra att efterföljande prisförändringar påverkar vinstberäkningen sätts vid beräkningar enligt *absorptionsmetoden* en bortre gräns för hur länge insiderinformationen kan antas utöva påverkan på aktiens marknadspris. Vinstberäkningen utgår från marknadspriset vid den tidpunkt då marknaden helt ut antas ha absorberat den offentliggjorda informationen. Alla prisförändringar som sker efter denna tidpunkt påverkar således inte resultatet. Vinsten utgörs därmed av de förvärvade aktiernas värdestegring mellan tidpunkten för förvärvet och den tidpunkt då informationen antas helt ha absorberats av marknaden.⁸⁸ Storleken på en undviken förlust kan beräknas genom att kvantiteten av de avyttrade aktierna multipliceras med skillnaden mellan aktiepriset vid avyttringen och aktiepriset efter marknads absorption.

Absorptionsmetoden kan sägas vara en primitiv variant av en eventstudie; som nämnts ovan i metodbeskrivningen är ett viktigt moment i en eventstudie att välja ut ett eventfönster som lyckas fånga upp hela den prisförändring som orsakats av insiderinformationens offentliggörande. En skillnad mellan absorptionsmetoden och en eventstudie är att sådana prisförändringar som sker mellan förvärvet av aktierna och tidpunkten för marknads absorption och som beror på andra faktorer än insiderinformationens offentliggörande, kommer att påverka resultatet vid en beräkning enligt absorptionsmetoden.⁸⁹

Även *eventstudier* har förespråkats som en metod för att fastställa vinningens storlek. I *Nacchio* fann domstolen att vinstberäkningar med såväl vinstmetoden som absorptionsmetoden stred mot den rimligaste tolkningen av ”gain resulting from the offense”, vilket ska vara det avgörande enligt de straffvärdetabeller domstolen har att gå efter.⁹⁰ Som en skiljaktig domare uttryckte det i *United States v. Mooney*: ”The offense is not the purchase, but the deception. The gain resulting from the offense is not the gain resulting from the purchase. It is, rather, the gain resulting from the deception.”⁹¹ Med andra ord, brottet är inte förvärvet av aktier, utan själva nyttjandet av insiderinformation. Därmed är det bara den vinst som kan hänföras till

⁸⁸ Ibid., s. 2.

⁸⁹ Ibid.

⁹⁰ U.S.S.G. § 2F1.2.

⁹¹ *United States v. Mooney*, s. 1106.

nyttjandet av informationen som bör ligga till grund för vinstberäkningen. Den naturliga följderna av domstolens ställningstagande blir att eventstudien är metoden som används, eftersom det inte finns någon annan metod för att isolera viss informations kurspåverkan. Vinningens storlek beräknas enkelt genom att den totala abnormala avkastningen för eventfönstret multipliceras med den förvärvade eller avyttrade kvantiteten av aktien i fråga.⁹²

6.2.2 Vinningens betydelse i svensk rätt

I Sverige är straffets omfattning inte, på samma sätt som i USA, direkt avhängigt av storleken på en eventuell vinst eller undviken förlust. Därmed inte sagt att det inte även i Sverige är av vikt att en korrekt beräkning kan göras. Enligt 2 kap. 1 § 3 st. marknadsmissbrukslagen är ”den vinning för gärningsmannens som brottet medfört” en av de omständigheter som domstolen har att beakta vid en bedömning av insiderbrottets svårhetsgrad. Vid en sådan bedömning ska, i fråga om beloppsnivåer avseende vinst eller utebliven förlust, en jämförelse göras med andra förmögenhetsbrott. Propositionen hänvisar härvid till praxis rörande bedrägeribrotten, där en vinst motsvarande fem basbelopp i allmänhet innebär att brottet är att bedöma som grovt.⁹³ Dock bör det, enligt propositionen, med tanke på att vinstens storlek kan vara svår att kontrollera eller förutse, göras en bedömning av om fem basbelopp är en lämplig utgångspunkt med hänsyn till fallets omständigheter.⁹⁴

Särskilt efter införandet i svensk rätt av de administrativa sanktioner som föreskrivs i MAR, där sanktionsavgiftens storlek kan vara beroende av storleken på de vinster som erhållits vid en överträdelse eller de kostnader som undvikits, är det även för det administrativa området av intresse att en korrekt beräkning kan göras.⁹⁵ Vidare ska, i såväl administrativa som straffrättsliga ärenden, ett värde motsvarande den vinst som erhållits eller den kostnad som undvikits till följd av överträdelsen återföras staten.⁹⁶ Vad gäller administrativa ärenden ställer lagstiftningen ett krav på att vinsten eller den undvikna förlusten ska vara möjlig att fastställa

⁹² Minenna, s. 17.

⁹³ Prop. 2016/17:22, s. 295. Med basbelopp åsyftas i sammanhanget det förhöjda prisbasbeloppet enligt 2 kap. 6 § socialförsäkringsbalken. Jfr NJA 2013 s. 654, p. 4.

⁹⁴ Prop. 2016/17:22, ss. 295-296.

⁹⁵ 5 kap. 6 § samt 5 kap. 18 § KompL.

⁹⁶ Vid fråga om överträdelse av det straffrättsliga förbudet i marknadsmissbrukslagen aktualiseras brottsbalkens allmänna förverkandebestämmelser i 36 kap. Jfr prop. 2016/17:22, s. 291.

för att detta belopp ska få läggas till grund för ett beslut om åläggande av sanktionsavgift eller ett beslut om återföring. Enligt förarbetena bör inte kraven ställas alltför högt, eftersom det - särskilt när undvikna kostnader ska bestämmas - kan vara svårt att fastställa ett exakt belopp. Således bör en rimlig bedömning av storleken på undvikna kostnader kunna läggas till grund för beräkningen.⁹⁷ Det ovan sagda innebär dock självfallet inte att en skönsmässig uppskattning av storleken på en undviken kostnad bör göras om beräkningsmetoder faktiskt finns att tillgå.

6.2.3 Beräkning av vinningen – de lege lata

Frågan är då vilken beräkningsmetod som ska användas för att beräkna vinstens storlek då denna ska användas som kvalifikationsgrund eller för att fastställa storleken på en administrativ sanktion eller ett förverkande. Domstolarnas spretiga tillämpning ger ingen vidare vägledning.⁹⁸ Vad gäller förverkande anger propositionen till 1990 års insiderlag att en variant av absorptionsmetoden bör användas. Det vanliga förfarandet härvid är att beräkningen grundas på skillnaden mellan priset vid förvärvet eller avyttringen och priset vid dagen för insiderinformationens offentliggörande eller, om offentliggörandet skett i nära anslutning till kursens stängning, dagen efter offentliggörandet.⁹⁹ Detta får följderna att hela den kursstegring som inträffat mellan de två tidpunkterna – vare denna har orsakats av andra faktorer än insiderinformationens offentliggörande – ska betraktas som vinning. På motsvarande sätt innebär också en mellankommande kursnedgång att vinningen minskar. Anledningen till detta är att gärningsmannen inte hade kunnat tillgodogöra sig någon del av vinningen om lagen hade följts.¹⁰⁰

Det finns också exempel från praxis på fall där domstolen valt att inte använda absorptionsmetoden eller vinstmetoden vid beräkning av vinningen. I RH 2007:79 hade en person, P.S., i december 2002 tagit del av insiderinformation gällande ett bolags ansträngda finanser. P.S. sålde därefter, i januari 2003, av en stor del av sitt innehav av bolagets aktier. Den 20 februari stoppades handeln med bolagets aktier på börsen. Den 28 februari offentliggjordes bolagets årsbokslut för år 2002. Samma dag hävdades handelsstoppet, varpå

⁹⁷ Prop. 2016/17:22, ss. 216-217.

⁹⁸ Jfr t.ex. B 422-09, där domstolen tillämpade absorptionsmetoden och B 11526-14, där vinstmetoden tillämpades.

⁹⁹ Jfr prop. 1990/91:42, ss. 105-106.

¹⁰⁰ Ibid., s. 105.

aktiekursen föll från 7,95 kronor till 3,6 kronor. Åklagaren yrkade att P.S. skulle förpliktas att som förverkat värde utbetala sin vinning om 1 454 588 kronor, beräknat utifrån skillnaden mellan försäljningspriset och kursen efter offentliggörandet av bokslutet den 28 februari. I Hovrätten, där P.S. dömdes för insiderbrott, konstaterades att hela det kursfall som inträffat efter att handelsstoppet hävts den 28 februari inte kunde hänföras till offentliggörandet av bokslutet. Bland annat börsstoppet mellan den 20 och 28 februari kunde enligt hovrätten mycket väl ha haft inverkan på kursnedgången. Hovrätten gjorde bedömningen att insiderinformationens offentliggörande inte hade visats orsaka mer än hälften av kursnedgången. Hovrätten uppskattade därmed vinningen till 727 294 kronor, d.v.s. hälften av åklagarens yrkade förverkandebelopp. Detta belopp lades till grund för bestämmandet av förverkandebeloppets storlek och vid bedömningen av om brottet var att betrakta som grovt. Det går alltså inte att utifrån praxis dra några slutsatser om vilken metod som ska användas, men RH 2007:79 tycks åtminstone stöd för att eventstudier *kan* användas som beräkningsmetod.

6.2.4 Beräkning av vinningen – de lege ferenda

Det kan i sig anses skäligt att den som begår ett brott ska genom förverkande försättas i samma ekonomiska läge som om brottet aldrig hade begåtts. Det blir däremot mera problematiskt när vinningens storlek ska användas vid kvalifikation av brott eller vid straffmätningen. Som nämnts ovan är det ur ett förutsebarhetsperspektiv inte önskvärt att kvalifikationen, och därmed straffets längd, blir beroende av omständigheter som svårligen kan förutses eller kontrolleras. Hovrättens förfarande i RH 2007:79 är att föredra framför en ren tillämpning av absorptionsmetoden eller vinstmetoden – åtminstone när vinningens storlek ska användas som kvalifikationsgrund. På grund av handelsstoppet som föregick offentliggörandet av insiderinformationen hade inte en eventstudie kunnat användas för att borträkna annan tänkbar kurspåverkan. I ett sådant fall bör domstolen, likt hovrätten, göra en uppskattning utifrån vad som framkommer i fallet. När omständigheterna tillåter det bör i stället en eventstudie användas för att isolera insiderinformationens inverkan på aktiepriset.

7 Eventstudier av svenska insiderhandelsfall

Nedan följer en genomgång av eventstudier av två svenska fall av insiderhandel. Studierna följer den metodbeskrivning av en eventstudie som presenterats i avsnitt 5.1 och syftar till att konkretisera den presenterade metoden och fungera som exempel på hur eventstudien kan användas för att bevisa prispåverkan i insiderfall. Fallen kan också ge en inblick i domstolarnas hantering av väsentlighetsrekvisitet och de problem som bedömningen är förenad med. Samtliga kursdata har inhämtats från Google Finance, och samtliga beräkningar har utförts med hjälp av Microsoft Excel.

7.1 Studsvik (RH 2009:29 och B 7638-09)

7.1.1 Sammanfattning av fallen

Vid ett styrelsemöte för Studsvik AB den 21 augusti 2006 tog styrelseledamöterna H.J. och B.J. del av information om att bolaget fått en muntlig accept på en order om behandling av fyra stora ånggeneratorer. Ordern angavs vid styrelsesammanträdet vara värd ca 43 miljoner kronor. I anslutning till styrelsemötet förvärvade H.J. och B.J. vid olika tillfällen aktier i Studsvik AB. Därefter, den 24 augusti 2006, offentliggjorde Studsvik AB att de vunnit den strategiskt viktiga ordern.¹⁰¹ H.J och B.J. åtalades i två separata processer för insiderbrott.

I åtalet mot H.J. (RH 2009:29) menade åklagaren att informationen om den muntliga accepten var ägnad att väsentligt påverka priset på Studsviks aktie. Som stöd för detta anfördes att aktiekursen hade stigit som en direkt följd av offentliggörandet av informationen den 24 augusti. H.J. angav å sin sida att den efterföljande kurshöjningen inte var tillförlitlig som en indikation på kurspåverkan, eftersom Studsviks aktie inte handlades i särskilt stora mängder och därmed kunde uppvisa hög volatilitet. Som exempel angavs att aktiekursen under de 30 dagar som åklagaren redovisat i förundersökningsmaterialet hade varierat mellan 228 och 190 kronor. Därför, menade H.J., kunde den efterföljande kurspåverkan bara vara ett utslag av naturliga kursrörelser och inte betingad av den offentliggjorda informationen. Enligt H.J. var informationen som han tog del av inte heller ägnad att väsentligt påverka Studsviks aktie, eftersom den rörde en principöverenskommelse snarare än en bindande order. H.J. var av

¹⁰¹ http://investors.studsvik.com/index.php?p=press&s=detail&afw_id=1047924&afw_lang=sv (hämtad 2017-05-22)

uppfattningen att en överenskommelse av förevarande slag var förenad med en sådan grad av osäkerhet att informationen inte var att betrakta som priskänslig.

Hovrätten gjorde bedömningen att informationen om den förestående ordern var att betrakta som väsentligt kurspåverkande information. Hovrätten grundade sin bedömning på att det av såväl pressmeddelandet som koncernchefen M.G:s uppgifter framgick att ordern var strategiskt viktig och befäste bolagets ledande position på ett visst marknadsområde och att det på marknaden fanns ett betydande behov av den produkt som ordern gällde. Formuleringen ”muntlig accept” i sammanträdesprotokollet och formuleringen ”Expected formally in August” i en rapport daterad 15 augusti från dotterbolaget Studsvik Nuclear Aktiebolag tydde enligt hovrätten på att förhandlingarna var långt gångna. Uppgifterna som H.J. tagit del av vid styrelsemötet ansågs därmed vara tillräckligt säkra för att de skulle bedömas vara väsentligt kurspåverkande. H.J. dömdes för insiderbrott.

I åtalet mot J.B. (B 7638-09) gjorde tingsrätten och sedermera hovrätten en helt annan bedömning. Tingsrätten fann att informationen om den muntliga accepten var ägnad att påverka priset på Studsviks aktie, men inte i *väsentlig* grad. Till grund för detta lade tingsrätten att det rådde viss ovisshet kring vissa frågor, däribland när i tiden avtalet kunde förväntas ingås.

7.1.2 Eventstudie

Det första att göra vid en eventstudie är att definiera och datera händelsen som ska studeras. I fallet Studsvik är den relevanta händelsen offentliggörandet av informationen om det ingångna avtalet den 24 augusti 2006. Därefter ska ett lämpligt eventfönster sättas. I fallet Studsvik är den offentliggjorda informationen relativt okomplicerad, vilket talar för en snabb marknadsreaktion. Det rör sig dessutom om en enskild, tydligt definierad händelse. Att kursrörelserna verkar ha satt igång dagen före offentliggörandet pekar på visst läckage. Av dessa anledningar har eventfönstret satts till den normala längden om händelsedagen 0 ± 1 handelsdagar, d.v.s. från den 23 augusti till den 25 augusti. Under estimeringsfönstret – de 300 handelsdagar som föregår eventfönstret – utförs en regressionsanalys för att få fram alfa och beta. Alfa är regressionslinjens intercept och beta är regressionslinjens lutning. Marknadsmodellens komponent är OMXSPI, ett index som väger samman värdet på samtliga aktier som är noterade på Stockholmsbörsen.

EVENSTUDIE AV STUDSVIK AB

DATUM	Faktisk avkastning	Förväntad avkastning	Abnormal avkastning	Kumulativ abnormal avkastning (CAR)	CAR statistiskt signifikant ($\alpha=0.02$)
2006-08-23	0,0106	-0,0057	0,0162	0,0162	
2006-08-24	0,0285	-0,0009	0,0294	0,0456	
2006-08-25	0,0473	0,0003	0,0470	0,0927	Nej

Not: Den uppvisade abnormala avkastningens signifikans testas genom SQ-testen som beskrivits ovan i avsnitt 5.1.4. α representerar signifikansnivån, vilken har satts till 0,01. Den övre kritiska punkten för signifikansnivån 0,02 är 0,131.

7.1.3 Kommentar

Eftersom de två domstolarna kom till olika slutsatser baserat på samma information, kan fallet Studsvik ses som ett tydligt exempel på de praktiska svårigheter som domstolen ställs inför vid en ren *ex ante*-bedömning. Hur ska en domstol bedöma vilken vikt en förnuftig investerare lägger vid information om en förestående order om behandling av fyra ånggeneratorer? Det är tydligt att en bedömningen av nödvändighet görs på lösa grunder och att domstolens slutsats blir svår att förutse.

Som synes är den kumulativa abnormala avkastningen för eventfönstret inte statistiskt signifikant. En utebliven, statistiskt signifikant prisförändring på en informationseffektiv marknad får anses innebära att det inte har bevisats att informationen i fråga var väsentligt prispåverkande. En marknadsjusterad kursstegring om runt tio procent över tre dagar kan tyckas väsentlig. Denna siffra måste dock förstås mot bakgrund av aktiens volatilitet. För en volatil aktie – som Studsviks – behöver inte en kursstegring eller ett kursfall om tio procent vara så sällsynt att kurspåverkan bör betraktas som väsentlig. Detta är också anledningen till att lagstiftaren har varit ovillig att definiera väsentlighetsrekvisitet i kvantitativa termer.¹⁰²

¹⁰² Samuelsson et al., ss. 190-191.

7.2 SSAB (B 11526-14)

7.2.1 Sammanfattning av fallet

F.S. och A.S. var anställda som controllers på ekonomiavdelningen på SSAB EMEA AB. Även F.M. var anställd på bolaget, men på en annan avdelning. F.S. fick senast den 13 september 2012 ta del av information rörande en förestående vinstvarning med negativa besked angående SSAB:s försäljning. F.S. föranledde därefter A.S., F.M. samt en tredje, utomstående, M.M., att förvärva finansiella instrument rörande SSAB (två säljoptioner och ett s.k. bear-certifikat). F.S. förvärvade även själv säljoptioner rörande bolaget. Tingsrätten anförde att en vinstvarning regelmässigt torde vara att betrakta som väsentligt kurspåverkande, eftersom den rör en väsentlig avvikelse från en tidigare offentliggjord prognos eller lämnad information.¹⁰³ Tingsrätten fann således att vinstvarningen i fallet utgjorde information som en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja som grund för sitt investeringsbeslut, och att informationen därmed utgjorde information. F.S., F.M. och A.S., som alla fått ta del av information om vinstvarningen, dömdes för insiderbrott av normalgraden. Åtalet mot M.M. ogillades då det inte ansågs bevisat att han fått ta del av information om själva vinstvarningen. Informationen som M.M. hade fått hade endast varit spekulativa uppgifter om att media eventuellt skulle informeras om att det gick sämre än väntat för bolaget. Sådan information var enligt tingsrätten inte att betrakta som väsentligt kurspåverkande.

Domen överklagades av åklagaren samt F.S., F.M. och A.S. Hovrätten fann, efter ett beaktande av åklagarens justerade gärningsbeskrivning, att de uppgifter som M.M. fått ta del av inte alls var så spekulativa som gjorts gällande i tingsrätten. M.M. dömdes därmed för insiderbrott. Beträffande F.S. och F.M. skärptes rubriceringen av brottet till grovt. Vid bedömningen beaktades särskilt storleken av den obehöriga vinsten, vilken enligt en bruttovinstberäkning beräknades till 525 997 kronor beträffande F.S. och 451 800 kronor beträffande F.M. Domen mot A.S. fastställdes av hovrätten.

7.2.2 Eventstudie

Den relevanta händelsen i fallet är SSAB:s offentliggörande av vinstvarningen den 17 september 2012.¹⁰⁴ Offentliggörandet tycks ha givit upphov till en kursrörelse som varade

¹⁰³ B 4016-12.

¹⁰⁴ <http://www.dn.se/ekonomi/staljatten-ssab-vinstvarnar/> (hämtad 2017-08-02)

dagen för offentliggörandet och nästkommande handelsdag. Det finns inget i kursutvecklingen dagarna före offentliggörandet som tyder på något väsentligt läckage av informationen. Eventfönstret har av dessa anledningar bestämts till dagen för offentliggörandet och nästkommande dag. Estimeringsfönstret utgörs av de 200 handelsdagar som föregår eventfönstret. Vid regressionen där den förväntade avkastningen estimeras har indexet OMXSPI använts som komponent.

EVENSTUDIE AV SSAB

DATUM	Faktisk avkastning	Förväntad avkastning	Abnormal avkastning	Kumulativ abnormal avkastning (CAR)	CAR statistiskt signifikant ($\alpha=0.02$)
2012-09-17	-0,0718	-0,0093	-0,0625	-0,0625	
2012-09-18	-0,0306	-0,0152	-0,0154	-0,0778	Ja

Not: Den nedre kritiska punkten för signifikansnivån 0,02 är -0,0627.

7.2.3 Kommentar

Eventstudien ovan visar att offentliggörandet av vinstvarningen gav upphov till en statistiskt signifikant kurssänkning av SSAB:s aktie. Det är därmed bevisat att vinstvarningen med en sannolikhet av 98 procent orsakade kursfallet. Eftersom kurssänkningen sannolikt inte berodde på slumpmässiga kursrörelser kan man sluta sig till att orsaken till kursfallet var att marknaden hade tillförts ny, väsentlig information. Marknadens investerare bedömde alltså informationen som intressant. Det kan ändå ifrågasättas om tingsrättens kategoriska klassificering av information om vinstvarningar som insiderinformation är lämplig. Det tycks alltså som att domstolen har överlämnat bedömningen helt till bolaget i fråga; eftersom bolaget ansåg att informationen var tillräckligt intressant för att påkalla en vinstvarning, måste informationen vara väsentligt kurspåverkande. Det finns t.ex. en risk att informationen i vinstvarningen redan är upptagen i aktiepriset eftersom analyser av bolagets finanser har visat att aktien troligtvis varit övervärderad, och att vinstvarningen därmed har förlorat sin kurspåverkande potential.¹⁰⁵ Eftersom den förnuftige investeraren inte grundar sina investeringsbeslut på redan diskonterad information, kan väsentlighetsrekvisitet i ett sådant fall inte anses uppfyllt.

¹⁰⁵ Knuts, ss. 18-19.

8 Slutsats

Med utgångspunkt i finansiell ekonomi har detta arbete undersökt en möjlig lösning på den mest framträdande bevisproblematiken som domstolar och brottsutredande myndigheter ställs inför vid mål som rör insiderhandel. Lagstiftningens huvudsakliga syfte, d.v.s. att upprätthålla investerarnas förtroende för finansmarknaden, är självfallet beroende av ett effektivt verkställande av det sanktionssystemet. Med de bedömningsmetoder som används i dag, kan den bevisproblematik som väsentlighetsrekvisitet medför i min mening inte lösas utan en sänkning av beviskravet. Risken med ett sänkt beviskrav är ett överinkluderande handelsförbud som får en alltför repressiv effekt på aktiehandeln.

Frågan om väsentlig kurspåverkan kan i många fall inte lösas på annat sätt än genom ett beaktande av den faktiska kursutvecklingen. Ett slopande av kravet på att bedömningen ska ske *ex ante* hade – tillsammans med ett anammande av eventstudien – varit en lämplig lösning. Via en korrekt utförd eventstudie kan (1) generella marknadsrörelser, (2) slumpmässiga kursrörelser och (3) störfaktorer uteslutas som orsak till en observerad kursstegring eller ett observerat kursfall. När detta gjorts återstår endast en rimlig förklaring: den observerade prisförändringen orsakades av den studerade informationen. Marknaden, bestående av mer eller mindre förnuftiga investerare, har med andra ord gjort sin bedömning. I det läget finns det väldigt lite som talar för att domstolen själv bör ta på sig rollen som investerare och göra en egen bedömning. För det första innebär en medför en bedömning av domstolens troligtvis en högre risk för materiellt felaktiga beslut i frågan om hur en förnuftig investerare hade betraktat viss information. För det andra är prisrörelser på en informationseffektiv finansmarknad troligtvis lättare för investerare att förutse än slutsatsen i domstolens bedömning.

Vidare bör eventstudier användas för att fastställa storleken av den vinst eller undvikna förlust som en överträdelse av förbudet mot insiderhandel medfört. Enligt de beräkningsmetoder som används i Sverige - *vinstmetoden* alternativt *absorptionsmetoden* – riskerar sådan kurspåverkan som kan inte hänföras till själva insiderinformationen att påverka beräkningen. Detta är inte acceptabelt då kvalificeringen av brottet därmed blir beroende av omständigheter som svårigen kan förutses eller kontrolleras.

Arbetets slutsatser får förstås mot bakgrund av eventstudiens omfattande stöd inom den finansiella ekonomin, och av att det är den mest etablerade metoden för att fastställa hur ny information påverkar en eller flera aktiers pris. Att metoden dessutom används sedan länge i USA för att just bevisa prispåverkan i insiderfall får anses tala för metodens praktiska användbarhet.

Käll- och litteraturförteckning

Propositioner

Prop. 2016/17:22 Effektiv bekämpning av marknadsmissbruk

Myndighetsrapporter

Knuts, Mårten, *Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet*, December 2011
Finansmarknadskommitténs Rapport nr 9.

Artiklar

Beeson, Jonn R., "Rounding the Peg to Fit the Hole: A Proposed Regulatory Reform of the Misappropriation Theory", 144 *U. Pa. L. Rev.* 1077, 1996.

Brav, Alon & Heaton, J.B., "Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias", *Washington University Law Review*. Vol. 93, Issue 2, 2015.

Brown, Stephen J. & Warner, Jerold B., "Using Daily Stock Returns – the Case of Event Studies", *Journal of Financial Economics* 14, 1985, ss. 3-31.

Clarke, Blanaid, "Insider dealing: getting under the skin of Fyffes plc v DCC Plc & Others", *J.B.L.* 2009, 1, ss. 68-91.

Corrado, Charles, "A nonparametric test for abnormal security-price performance in event studies", *Journal of Financial Economics*, 1989, vol. 23, issue 2, ss. 385-395.

Fama, Eugene, F., "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the TwentyEighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969, 1970, ss. 383-417.

Fischel, Daniel R., "Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities", *The Business Lawyer*, Vol. 38, No. 1, November 1982, ss. 1-20.

Fischhoff, Baruch & Beyth, Ruth., "I knew it would happen: Remembered probabilities of once-future things". *Organizational Behaviour and Human Performance*, Volume 13, Issue 1, February 1975, ss. 1-16.

Frändberg, Åke, "Den allmänna rättsläran — tidlös och ständigt aktuell", SvJT 2002 s. 564.

Gelbach, Jonah B., Helland, Eric & Klick, Jonathan, "Valid Inference in Single-Firm, Single-Event Studies", *American Law and Economics Review*, 2013, vol. 15, issue 2, ss. 495-541.

Gilson, Ronald J. & Kraakman, Reinier, "Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs", 100 *Va. L. Rev.* 313, 2014, ss. 321-326.

Hillmer, S.C., & Yu, P.L., "The Market Speed of Adjustment to New Information", *Journal of Financial Economics* 7, 1979, ss. 321–345.

Holmes, Oliver Wendell, Jr., "The Path of The Law", 10 *Harv. L. Rev.*, 457, 1897.

Lai, Ping-Yen, "The Calculation of Illicit Profit in US Insider Trading Cases", *J Stock Forex Trad*, 2:1, 2013.

Macey, Jonathan R., Miller, Geoffrey P., Mitchell, Mark L. & Netter, Jeffrey M., "Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson" *Faculty Scholarship Series*. Paper 1639, 1991.

MacKinlay, A. Craig., "Event Studies in Economics and Finance". *Journal of Economic Literature* Vol. XXXV, Mars 1997, ss. 13-39.

Malkiel, Burton G., "The Efficient Market Hypothesis and Its Critics", *Journal of Economic Perspectives*, Volume 17, Number 1, 2003, ss. 59-82.

McWilliams, Abigail & Siegel, Donald "Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues", *The Academy of Management Journal*, Vol. 40, No. 3, 1997, ss. 626-657.

Minenna, Marcello "A Supervisory Perspective on Insider Trading: Estimating the Value of the Information" *CONSOB, Quaderni di Finanza n. 2000-45*.

Mitchell, Mark L. & Netter, Jeffrey M. "The Role of Financial Economics in Securities Fraud Cases: Applications at the Securities and Exchange Commission", *The Business Lawyer* Vol. 49, No. 2, feb 1994, ss. 545-590.

Piero, Amado, "Skewness in individual stocks at different investment horizons", *Quantitative Finance*, vol. 2, iss. 2, 2002, ss. 139–146.

Dann, Larry, Mayers, David & Raab, Robert Jr., "Trading Rules, Large Blocks and the speed of Price Adjustment", *Journal of Financial Economics*, 1977, ss. 3-22.

Sandeberg, Catarina af, "Strikt ansvar vid insiderbrott – administrativa sanktioner för effektivare brottsbekämpning", *JT* 2002–03 s. 870.

Schultz, Mårten, "Sambandsbedömningar och expertkunskap", *SvJT* 2015 s. 465.

Strong, Norman, "Modelling Abnormal Returns: A Review Article" *Journal of Business Finance and Accounting*, Juni 1992.

Sveen, Daniel & Andersson, Jan "Skyddet för investerare efter BDO-domen – Bör investerare överhuvudtaget bry sig om svenska börsnoterade aktier", *JT* net 2016–17, s. 230.

Litteratur

Berk, Jonathan B. & DeMarzo, Peter M., *Corporate finance*, International edition, Pearson Addison Wesley, Boston, Mass., 2007.

Byström, Hans, *Finance: markets, instruments & investments*, 3. uppl., Studentlitteratur AB, Lund, 2010.

Crew, Nicholas I. Gold, Kevin L. & Moore, Marnie A. "Federal Securities Acts and Areas of Expert Analysis", i *Litigation Services Handbook: The Role of the Financial Expert*, 5. uppl., Weil, Roman L., Lentz, Daniel G. & Hoffman, David P. (red.), John Wiley & Sons, 2012.

Dotevall, Rolf, *Aktiebolagsrätt – Fördjupning och Komparativ Belysning*, 1 uppl., Norstedts Juridik, 2015.

Hettne, Jörgen & Otken Eriksson, Ida (red.), *EU-rättslig metod: teori och genomslag i svensk rättstillämpning*, 2., omarb. uppl., Norstedts juridik, Stockholm, 2011.

Härkönen, Elif, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning – särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper*, Jure Förlag, 2013.

Kleineman, Jan, "Rättsdogmatisk metod", i Korling, Fredric & Zamboni, Mauro (red), *Juridisk metodlära*, 1 uppl., Studentlitteratur, 2013.

Michaels, Ralf, "The Functional Method of Comparative Law", i Reimann, Mathias & Zimmermann, Reinhard (red) *The Oxford Handbook of Comparative Law*, 1 uppl., Oxford University Press, 2006.

Moloney, Niamh, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3. uppl., Oxford University Press, Oxford, 2014.

Peczenik, Alexander, *Juridikens teori och metod. En introduktion till allmän rättslära*, Fritzes Förlag AB, Stockholm, 1995.

Samuelsson, Per, Afrell, Lars, Cavallin, Samuel & Sjöblom, Nils, *Lagen om marknadsmissbruk och anmälningsskyldighet. En kommentar*, Stockholm, 2005.

Sandberg, Catarina af, *Marknadsmissbruk: insiderbrott och kursmanipulation*, Iustus, Uppsala, 2002.

Elektroniska källor

Bainbridge, Stephen M., "The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer Stephen M. ", Feb 2001, s. 1.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=261277 (hämtad 2017-07-22).

http://investors.studsvik.com/index.php?p=press&s=detail&afw_id=1047924&afw_lang=sv
(hämtad 2017-05-22)

<http://www.dn.se/ekonomi/staljatten-ssab-vinstvarnar/> (hämtad 2017-08-02).

Rättsfallsförteckning

Tingsrätterna

Falu tingsrätt B 4016-12 (2014-11-17).

Hovrätterna

RH 2009:29.

Svea hovrätt B 7638-09 (2010-04-27).

Svea hovrätt B 422-09 (2010-11-17).

Svea hovrätt B 11526-14 (2015-11-12).

Högsta domstolen

NJA 2014 s. 272.

NJA 2013 s. 654.

Amerikanska rättsfall

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

In re Credit Suisse First Boston Corp. (Lantronix, Inc.) Analyst Sec. Litig., 250 F.R.D. 137, 143 (S.D.N.Y. 2008).

In Re Omnicom Group, Inc. Securities Litigation, 541 F. Supp. 2d 546 (S.D.N.Y. 2008).

Oliver v. Oliver, 45 S.E. 232 (Ga. 1903).

Oran v. Stafford, 226 F.3d 275 (3rd Cir. 2000).

Oscar Private Equity Invs. v. Allegiance Telecom, Inc., 487 F.3d 261, 271 (5th Cir. 2007).

TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976).

United States v. Mooney, 425 F.3d 1093 (8th Cir. 2005).

United States v. Nacchio, 573 F.3d 1062 (10th Cir. 2009).

EU-domstolen

Dom av den 11 mars 2015, *Jean-Bernard Lafonta mot Autorité des marchés financiers*, C-628/13, EU:C:2015:162.

Rekommendationer m.m.

Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06-562b, juli 2007.