



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Tove Bergman Olsson

Skyldigheten att offentliggöra insiderinformation

En analys av bedömningsgrunderna inför ett offentliggörande
enligt artikel 17 marknadsmissbruksförordningen

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet
30 högskolepoäng

Handledare: Katarina Olsson

Termin för examen: Period 1 VT2018

Innehåll

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	3
FÖRORD	5
FÖRKORTNINGAR	6
1 INLEDNING	8
1.1 Bakgrund	8
1.2 Syfte och frågeställning	9
1.3 Avgränsningar	10
1.4 Teoretisk metod och perspektiv	11
1.5 Material	12
1.6 Disposition	14
2 MOTIVEN BAKOM EN INSIDERREGLERING	15
2.1 Introduktion	15
2.2 Ekonomiska motiv	15
2.3 Aktiemarknadsrättsliga motiv	16
2.4 Sammanfattning av kapitlet	18
3 REGLERINGEN PÅ OMRÅDET	19
3.1 Introduktion	19
3.2 Rättsläget innan MAR	19
3.3 MAR	20
3.4 Emittentregelverket	21
3.5 Sammanfattning av kapitlet	22
4 DEFINITION INSIDERINFORMATION	23
4.1 Introduktion	23
4.2 Av specifik natur	23

4.3	Väsentlig inverkan på priset	24
4.4	Sammanfattning av kapitlet	25
5	SKYLDIGHETEN ATT OFFENTLIGGÖRA INSIDERINFORMATION	27
5.1	Introduktion	27
5.2	Vad ska offentliggöras?	27
5.3	När inträffar skyldigheten?	29
5.4	Hur ska ett offentliggörande ske?	32
5.5	Möjligheten att skjuta upp offentliggörande	34
5.6	Sammanfattning av kapitlet	37
6	BEDÖMNING INFÖR ETT OFFENTLIGGÖRANDE	38
6.1	Introduktion	38
6.2	Bolagsspecifik prövning	38
6.3	Tillräckligt konkret information	40
6.4	Exempel på information som bör offentliggöras	41
6.5	Dotter- och intressebolag	42
6.6	I tveksamma fall	43
6.7	Emittentens ansvar	44
6.8	Sammanfattning av kapitlet	45
7	DISCIPLINNÄMNDENS PRAXIS	46
7.1	Introduktion	46
7.2	Hexagon AB	46
7.3	Skandinaviska Enskilda Banken AB	47
7.4	Sandvik AB	49
7.5	Sammanfattning av kapitlet	49
8	NATIONALEKONOMISKA UTGÅNGSPUNKTER	51
8.1	Introduktion	51
8.2	Efficient Market Hypothesis	51
8.3	Vikten av information	53

8.4	Akerlofs citronteori och informationsasymmetri	54
8.5	Sammanfattning av kapitlet	58
9	ANALYS	59
9.1	Introduktion	59
9.2	Skyldigheten att offentliggöra insiderinformation utifrån ett emittentperspektiv	59
9.3	Skyldigheten att offentliggöra insiderinformation utifrån ett rättsekonomiskt perspektiv	63
10	AVSLUTANDE DISKUSSION	66
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	69
	Offentligt tryck	69
	Elektroniska källor	70
	Litteratur	71
	RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	74

Summary

In the year of 2016 a new Market Abuse Regulation (MAR) entered into force, replacing the previously applicable Market Abuse Directive (MAD). Among the obligations regulated by MAR, there is a duty for issuers to disclose inside information. In accordance with article 17 MAR an issuer shall inform the public as soon as possible of inside information which directly concerns that issuer.

The problem with the regulation, which this master thesis focus on, is the difficulty of assessing when the obligation occurs. The necessary prerequisites for the concept of inside information need to be further defined, and those further definitions are formulated with vague formulations. The fact that inside information lacks a clear definition creates difficulties for the issuer to assess what constitutes inside information. The regulation does not cover how an issuer should make the assessment for disclosure of inside information, nor is it clarified by established practice or doctrine. The main problem behind the regulation is that the guidelines covering which situation that should lead to the disclosure of inside information are only guidelines. There are no fixed directives on which situations always cause the obligation, which is due to the fact that the assessment always should be done on a case by case basis. Also, there is no possibility of an ex-ante evaluation. From an issuer perspective, the rules are therefore difficult to handle, which result in a discretion on vague grounds.

The motives behind the Market Abuse Regulation emphasize the importance of an efficient and well-functioning financial market. The obligation for issuers to disclose inside information is intended to counteract information asymmetry in the market. By providing all market participants with the same information at the same time, investor and public confidence is enhanced.

The regulation is primarily motivated by economic considerations. Based on an economic analysis of the law, the obligation to disclose inside information can be considered highly motivated. However, from an issuer perspective, the regulation creates an uncertain assessment situation with a broad margin of discretion, which in turn leads to legal uncertainty.

Sammanfattning

Under år 2016 trädde en ny marknadsmissbruksförordning (MAR) i kraft, och ersatte därigenom det tidigare marknadsmissbruksdirektivet (MAD). Bland de skyldigheter som regleras i marknadsmissbruksförordningen finns skyldigheten för emittenter att offentliggöra insiderinformation. Skyldigheten innebär att emittenter så snart som möjligt ska offentliggöra sådan information som omfattas av den definition som i förordningen uppställs för insiderinformation. Problemet med regleringen är att definitionen bygger på rekvisit som i sin tur behöver definieras ytterligare, och att dessa ytterligare definitioner är utformade med vaga begrepp. Att begreppet insiderinformation saknar en tydlig definition skapar svårigheter för emittenten att bedöma vad som utgör insiderinformation. Förordningen reglerar inte hur en emittent ska göra bedömningen inför ett offentliggörande av insiderinformation, vilket inte heller är klarlagt genom praxis eller doktrin.

Ytterligare ett problem bakom regleringen är att de riktlinjer som finns för vilka situationer som bör föranleda ett offentliggörande av insiderinformation endast är riktlinjer. Det finns inga fasta direktiv om vilka situationer som alltid föranleder en skyldighet, vilket beror på att bedömningen alltid ska göras från fall till fall. Det finns inte heller någon möjlighet till förhandsbedömning. Ur ett emittentperspektiv är reglerna därför svårhanterliga och föranleder en skönsässig bedömning på vaga grunder.

Motiven bakom marknadsmissbruksförordningen poängterar vikten av en effektiv och välfungerande värdepappersmarknad. Skyldigheten för emittenter att offentliggöra insiderinformation syftar till att motverka informationsasymmetri på marknaden. Genom att samtliga marknadsaktörer får tillgång till samma information samtidigt antas förtroendet på marknaden, och för marknaden, att bibehållas.

Förordningen motiveras främst med ekonomiska överväganden. Ur ett rättsekonomiskt perspektiv kan skyldigheten att offentliggöra insiderinformation därför sägas vara motiverad, men ur ett emittentperspektiv skapar regleringen en osäker bedömningsituation som i sin tur leder till skönsmässighet och rättsosäkerhet.

Förord

Så var det plötsligt dags att sätta en sista punkt för mina fyra år på juristprogrammet i Lund. Det har varit fyra intensiva år. Fyra lärorika år. Fyra fantastiskt roliga år.

Ett stort tack vill jag rikta till min handledare Katarina Olsson. Dina synpunkter, vägledning och stöttning har varit ovärderliga det senaste halvåret.

På tal om det senaste halvåret vill jag också rikta ett stort tack till alla på Helsingborgs tingsrätt där jag gjort praktik under den här våren. Ett särskilt stort tack till avdelning 2 som tog emot mig med öppna armar, svarade på alla mina frågor och gav mig en väldigt givande och lärorik vår.

Sist, men absolut viktigast, TACK, TACK, TACK till mina vänner och min fina familj. All support, hjälp, stöd och korrekturläsning. Alla skratt. Att ni alltid tror på mig. Jag uppskattar det ofantligt mycket.

Lund, den 20 maj 2018

Tove Bergman Olsson

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
EMH	Efficient Market Hypothesis [Hypotesen om effektiva marknader]
Emittentregelverket	Nasdaq Stockholms Regelverk för emittenter av den 3 januari 2018
ESMA	European Securities and Market Authority [Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten]
EU	Europeiska unionen
FFFS	Finansinspektionens författningssamling
Genomförandeförordningen	Kommissionens genomförandeförordning (EU) 2016/1055 av den 29 juni 2016 om fastställande av tekniska standarder vad gäller de tekniska villkoren för lämpligt offentliggörande av insiderinformation och för uppskjutande av offentliggörandet av insiderinformation i enlighet med Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014
LBC	Lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet
MAD	Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk)
MAR	Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av

den 16 april 2014 om
marknadsmisbruk
(marknadsmisbruksförordning)
och om upphävande av
Europaparlamentets och rådets
direktiv 2003/6/EG och
kommissionens direktiv
2003/124/EG, 2003/125/EG och
2004/72/EG

MmL

Lag (2005:377) om straff för
marknadsmisbruk vid handel med
finansiella instrument

Prop.

Proposition

SOU

Statens offentliga utredningar

VpmL

Lag (2007:528) om
värdepappersmarknaden

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Regler om informationsskyldighet för emittenter¹ är av grundläggande betydelse på det börsrättsliga området. Informationsskyldighet är nödvändigt för att nå informationssymmetri. Först när det råder informationssymmetri på en marknad kan denna fungera effektivt.² Det finns dock en omfattande problematik kopplad till området då det inte alltid är tydligt vilken information som ska lämnas, eller när den ska lämnas. Situationen problematiseras ytterligare för emittenten när det råder oklarheter i hur emittenten rent faktiskt ska göra den avvägning och bedömning som krävs för att ta ställning till frågan om att offentliggöra information eller inte. Förutom det osäkerhetsmoment detta innebär för emittenten, skapas det också svårigheter för investerare. Då det råder oklarheter om vilken information som investerarna har till sitt förfogande blir det svårare att värdera potentiella investeringar och fatta välgrundade investeringsbeslut. Genom en otydlig reglering drivs transaktionspriserna upp, vilket skapar en missvisande prissättning och medför att förtroendet för marknaden sjunker.³

Under år 2016 trädde en ny EU-rättslig reglering mot marknadsmissbruk i kraft genom marknadsmissbruksförordningen (hädanefter; *MAR*).⁴ *MAR* reglerar en skyldighet för emittenter att offentliggöra insiderinformation.⁵ För att förenkla för emittenter att uppfylla sin skyldighet finns både definitioner och riktlinjer för vad som utgör insiderinformation som ska offentliggöras. Problemet är dock att varken definitioner eller riktlinjer är uttömmande.

¹ Med 'emittent' avses en institution som ger ut värdepapper, exempelvis ett företag som ger ut aktier. Begreppet kommer att användas löpande genom hela uppsatsen då det är denna benämning som används i de aktuella reglerna.

² För en närmre redogörelse av betydelsen av information på aktiemarknaden, se avsnitt 8.3.

³ Se Härkönen, 2013, s. 22.

⁴ 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.

⁵ Se artikel 17 *MAR*.

Istället ligger det på emittenten att göra den avgörande, skönsmässiga, bedömningen. En bedömning som tar sikte på om omständigheterna i det specifika fallet är av sådan art att informationen bör offentliggöras, eller om emittenten kan underlåta, alternativt skjuta upp, ett offentliggörande.

I praktiken innebär det att emittenten ställs inför två val:

1. Att offentliggöra informationen ”för säkerhets skull” och därigenom riskera att denna information har kurspåverkande effekt, det vill säga att företagets aktievärde sjunker, alternativt att marknaden vilseleds av informationen.
2. Att inte offentliggöra insiderinformation med motiveringen att det inte är säkert att informationen som sådan når upp till de kriterier som ställs. Emittenten riskerar därigenom att istället ställas till ansvar för att ha underlåtit att uppfylla sin skyldighet att offentliggöra insiderinformation och får acceptera de sanktioner som kan bli aktuella till följd av sitt risktagande.

Problemet med regleringen är att bedömningsgrunderna som emittenten har till sitt stöd inte är tillräckligt tydliga, och att det inte heller finns någon möjlighet till förhandsbedömning. Istället försätts emittenten i en position där denne riskerar att göra fel val och drabbas av förödande konsekvenser oavsett vilket beslut denna tar.

1.2 Syfte och frågeställning

Som tidigare nämnts finns det i artikel 17 MAR en skyldighet för emittenter att offentliggöra insiderinformation. Syftet med detta examensarbete är att undersöka hur en emittent i det enskilda fallet ska göra bedömningen om det föreligger en skyldighet att offentliggöra insiderinformation. Även frågan om vilka bedömningsgrunder emittenten bör beakta kommer att utredas. För att kunna ge läsaren en djupare förståelse för den problematik som är knuten till regleringen kommer en redogörelse att lämnas för skyldigheten att offentliggöra insiderinformation. Då MAR är en relativt ny reglering har den

ännu inte fått så stort genomslag i praktiken, varför det finns en poäng i att även till viss del se till hur tidigare reglering har sett ut. Den aktuella regleringen kommer därefter att analyseras utifrån dels ett emittentperspektiv, dels ett rättsekonomiskt perspektiv. Poängen med att lägga två olika perspektiv till grund för en avslutande analys är att nyansera bedömningen då regleringen ter sig ändamålsenlig i olika hög grad beroende på vilket perspektiv den studeras utifrån.

För att kunna uppnå ovan angivet syfte har följande frågeställningar lagts till grund för den fortsatta framställningen:

1. Hur motiveras skyldigheten för emittenter att offentliggöra insiderinformation?
2. Hur ska en emittent avgöra om information är av sådan karaktär att det föreligger en skyldighet för emittenten att offentliggöra den som insiderinformation i enlighet med artikel 17 MAR?

1.3 Avgränsningar

Rättsakten i fokus för detta arbete är som tidigare nämnt MAR. MAR reglerar även andra formen av marknadsmissbruk, såsom olagligt röjande av insiderinformation och marknadsmanipulation. Dessa aspekter kommer dock inte att beröras, då de faller utanför det bakomliggande syftet med detta examensarbete. Framställningen är alltså avgränsad till att enbart ta sikte på skyldigheten för emittenten att offentliggöra insiderinformation. Inte heller kommer en fördjupad redogörelse att lämnas för de aktiebolagsrättsliga reglerna kring ansvar inom bolag, och inte heller det instrument som utgörs av insiderförteckningar.

1.4 Teoretisk metod och perspektiv

För att kunna besvara ovan nämnda frågor och uppnå det tänkta syftet har en kombination av olika metoder och perspektiv anlagts. I de inledande delarna av uppsatsen har en rättsdogmatisk metod använts. Den rättsdogmatiska metoden är med största sannolikhet den i särklass vanligaste metoden att använda vid uppsatsskrivning under juristprogrammet, men vad som egentligen utgör denna metod råder det delade meningar om.

En vanlig uppfattning är att en rättsdogmatisk metod syftar till att fastställa gällande rätt. I praktiken innebär det att lagstiftning, förarbeten och doktrin studeras i syfte att utröna rättens innebörd.⁶ Rättsdogmatiken kan också ses som en rekonstruktion av rättssystemet. Denna rekonstruktion behöver inte vara begränsad till gällande rätt, utan kan istället ses som en vetenskap som, liksom övrig vetenskap, försöker finna nya svar och bättre lösningar.⁷ Rättsdogmatiken blir då ett försök att fastställa vilka rättsregler som finns (*de lege lata*) eller vilka rättsregler som borde finnas (*de lege ferenda*) och att fastställa dess innehåll.⁸ Huvuddelen av detta examensarbete kommer bestå i att fastställa gällande rätt i syfte att utröna dess innebörd, för att därefter i den avslutande analysen även övergå till att diskutera alternativa lösningar.

Då värdepappersmarknaden av naturliga skäl är starkt präglad av ekonomiska överväganden är det motiverat att använda sig av ett rättsekonomiskt tillvägagångssätt för att analysera rättsreglerna. En rättsekonomisk metod innebär just det, användandet av ekonomisk teori för att analysera rättsliga regler och principer. Rättsekonomi avser samtidigt att ge svar till varför juridiska regler bör utformas på ett sätt som främjar den ekonomiska effektiviteten. Samhällsekonomi motiveras ofta som ett viktigare mål än andra samhällsmål, och rättsekonomi avser att rättfärdiga dessa överväganden.⁹

⁶ Se Korling & Zamboni, 2013, s. 21.

⁷ Se Jareborg, 2004, s.4 ff.; Korling & Zamboni, 2013, s. 21.

⁸ Se Lehrberg, 2018, s. 207.

⁹ Se Dahlman, Glader & Reidhav, 2002, s. 67.

Eftersom detta examensarbete tar avstamp i en skyldighet som enbart, men av naturliga skäl, åläggs emittenter och inte övriga aktörer på marknaden förefaller det sig ändamålsenligt att analysera regleringen utifrån just ett emittentperspektiv.

För att skapa kontrast till emittentperspektivet kommer även ett rättsekonomiskt perspektiv att anläggas i framställningens avslutande analys. Ur ett rättsekonomiskt perspektiv ses inte juridiken som ett eget system, utan snarare som ett verktyg för att nå en högre nivå av ekonomisk välfärd. Detta synsätt kan sägas ha sin grund i ett utilitaristiskt betraktelsesätt, genom vilket rätten blir ett instrument för att maximera den sammanlagda nyttan i samhället genom maximal ekonomisk effektivitet och välfärd.¹⁰

1.5 Material

Med anledning av den rättsdogmatiska metod som har använts vid författandet av detta examensarbete har det avseende den svenska regleringen främst använts svensk lagstiftning, förarbeten och doktrin. Gällande doktrin är det framförallt verk författade av Karin Eklund, Catarina Af Sandeberg Robert Sevenius, Daniel Stattin och Torsten Örtegren som har konsulterats. Även Elif Härkörens och Mårten Knuts doktorsavhandlingar har varit bidragande vid författandet av detta examensarbete. En uppsats som det hänvisas till löpande är Jenny Keisus *Aktiemarknadsbolagens informationsgivning*. Att använda en uppsats som källa kan ifrågasättas. Den aktuella uppsatsen vinner dock viss tyngd av att ha publicerats i Aktiemarknadsrättslig skriftserie som ges ut av Uppsala universitet i samarbete med Mannheimer Swartling Advokatbyrå, men också av att nyss nämnda Daniel Stattin är redaktör för skriftserien.

¹⁰ Se Korling & Zamboni, 2013, s. 175 f.

Till den del som berör de ekonomiska aspekterna av ämnesområdet har främst nationalekonomiska verk använts. Introduktionen till det rättsekonomiska perspektivet har gått via Christian Dahlman, Marcus Glader och David Reidhav. För de mer djupgående ekonomiska teorierna har främst de amerikanska nationalekonomerna George Akerlof och Eugene Fama konsulterats, men även svenska nationalekonomer som Andreas Bergh och Niklas Jakobsson.

Då den svenska aktiemarknadsrätten är starkt präglad av självreglering har även framställningar av Stockholmsbörsen, Nasdaq OMX Stockholm, använts. Ur ett strikt juridiskt perspektiv vinner dessa publikationer ett ytterst begränsat källvärde i enlighet med rättskällevärdet. Med beaktande av just denna för rättsområdet signifikanta självregleringen är min uppfattning ändå att de tjänar sitt syfte som källa i detta sammanhang.

Begreppet insiderinformation som sådant har diskuterats i en mängd olika verk. Den största delen av denna litteratur tar dock sikte på de kriminaliserade aspekterna av rättsområdet och regleringen kring insiderbrott. Den svenska doktrinen behandlar främst insiderhandel, och inte kravet på att offentliggöra insiderinformation. En mindre del av litteraturen tar sikte på emittenters informationsskyldighet gällande insiderinformation, men denna litteratur konstaterar många gånger endast att skyldigheten finns, utan att lämna någon fördjupad redogörelse. Att hitta någon mer djupgående analys av hur bedömningen rent faktiskt görs, och vilka bedömningsgrunder som emittenten har till sitt förfogande, är något av en utmaning.

Ett begränsat antal examensarbeten har berört frågan om insiderinformation i förhållande till offentliggörandekravet. Två stycken från 2016 bör dock nämnas. Carl Öberg redogör i sitt arbete, *Från MAD Men till MAR-dröm?*, om hur MAR utvidgat offentliggörandekravet jämfört med MAD. Alexandra Hagander skriver i sitt examensarbete, *Uppskjutet offentliggörande av insiderinformation i en pågående process*, om möjligheten att skjuta upp

offentliggörandet av information. Med anledning av den skrala doktrinen på området har dessa båda examensarbeten konsulterats vid materialinsamling.

En starkt bidragande faktor till just den skrala doktrinen på området är regelverkets unga ålder. MAR har trots allt vid författandet av detta examensarbete ännu inte varit i kraft i två år. Säkerligen finns det fler jurister (och juriststudenter) som har reagerat på den problematik som presenteras i den här framställningen, men det har ännu inte tagit plats i den offentliggjorda forskningen.

1.6 Disposition

Den fortsatta framställningen är indelad i nio kapitel. Kapitel två redogör för vilka motiv som ligger bakom en reglering på insiderinformationens område, med beaktande av dels aktiemarknadsrättsliga motiv, dels ekonomiska motiv. Kapitel tre berör hur reglerna på det aktuella området har sett ut tidigare, med fokus på tiden direkt innan MAR trädde i kraft. I kapitel fyra görs en fördjupning av begreppet insiderinformation och dess huvudsakliga rekvisit. Kapitel fem berör den skyldighet som står i centrum för denna uppsats, nämligen skyldigheten att offentliggöra insiderinformation. Framställningen i den del avser att klargöra vad som ska offentliggöras, när det ska offentliggöras och hur det ska ske. Under detta avsnitt berörs även möjligheten att skjuta upp ett offentliggörande. Nästkommande kapitel, kapitel sex, redogör för de bedömningsgrunder som emittenten kan lägga till grund för sitt ställningstagande avseende om insiderinformation ska offentliggöras eller ej. Kapitel sju innefattar en redogörelse för disciplinnämndens praxis. Kapitel åtta presenterar de ekonomiska överväganden och teorier som ligger till grund för den del av analysen som tar sin utgångspunkt i rättsekonomiska överväganden. Avslutningsvis följer i kapitel nio en analys av det dittills genomgångna materialet, vilken mynnar ut i kapitel tio som presenterar examenarbetets slutsatser i en avslutande diskussion.

2 Motiven bakom en insiderreglering

2.1 Introduktion

I de inledande skälen till MAR presenteras och motiveras behovet av en ny reglering avseende marknadsmissbruk. Motiven bakom MAR överensstämmer i stora drag med tidigare rättsakter.¹¹ Intentionen med en reglering är intressant att studera när en rättsakt väl trätt i kraft, i syfte att jämföra intentionen med det faktiska utfallet. I syfte att kunna analysera MAR och dess offentliggörandeskyldighet presenteras nedan de motiv som ligger till grund för insiderreglering, i synnerhet för offentliggörandeskyldigheten i MAR.

2.2 Ekonomiska motiv

De ekonomiska motiven till en insiderreglering med informationsgivningsskyldighet tar ofta sin utgångspunkt i ett marknads- eller makroperspektiv.¹² För att kunna fatta välgrundade ekonomiska beslut krävs snabb tillgång till information av betydelse för beslutsfattandet, och att investeraren kan lita på att den information som förmedlas är korrekt och fullständig.¹³ Eftersom en stor del av den globala ekonomin förvaltas genom aktiebolagsdrivna verksamheter, är det av yttersta vikt att sådana bolags informationsgivning är rättvisande och tillräckligt omfattande.¹⁴

Skyldigheten för emittenter att offentliggöra adekvat information syftar till att ge investerare en reell möjlighet att bedöma företags resultat och ställning, och att garantera öppenhet på marknaden.¹⁵ Utan sådana regler finns det en

¹¹ Se mer om rättsläget innan MAR trädde i kraft under avsnitt 3.2 nedan.

¹² Se Härkönen, 2013, s. 18.

¹³ Se Prop. 2006/07:65, s. 85.

¹⁴ Se Härkönen, 2013, s. 18.

¹⁵ Se Prop. 2006/07:65, s. 85.

risk att investerare inte får del av den information som behövs för att kunna göra en korrekt värdering.¹⁶ Emittenter ska inte kunna dra nytta av sitt informationsövertag och själva avgöra vilken information som ska offentliggöras och när det ska ske. På så sätt är investerarskyddet att se som ett konsumentskydd, vilket ofta är en viktig orsak till reglering av finansiell verksamhet.¹⁷ Sett ur ett större perspektiv säkerställer regler om informationsgivning att investeringar allokeras mellan de bolag som har störst potential att skapa mervärden i samhället.¹⁸

I MAR:s inledande skäl framhålls flera ekonomiska aspekter. Det som är avgörande för att skapa arbetstillfällen inom unionen och gynna ekonomisk tillväxt är enligt dessa inledande skäl en verklig fungerande inre marknad.¹⁹ En värdepappersmarknad med allmänhetens förtroende krävs för att skapa ekonomisk tillväxt och välbefinnande. För att värdepappersmarknaden ska verka integrerad, effektiv och öppen krävs marknadsintegritet. Däremot skadar marknadsmissbruk marknadsintegritet och allmänhetens förtroende för värdepapper.²⁰

En grundläggande tanke med aktiemarknadsrättslig reglering är att en effektiv och likvid marknad skapar positiva förutsättningar för tillväxt.²¹ Genom en integrerad och öppen värdepappersmarknad förbättras fördelningen av investeringskapital, samtidigt som transaktionskostnaderna reduceras.²²

2.3 Aktiemarknadsrättsliga motiv

Reglering på området bör alltså utformas för att i största möjliga grad skapa effektivitet och likviditet. Genom tydliga regler och standardisering skapas

¹⁶ Se Härkönen, 2013, s. 18.

¹⁷ Se Prop. 2006/07:65, s. 85.

¹⁸ Se Härkönen, 2013, s. 18.

¹⁹ Se ingressen till MAR, skäl (1).

²⁰ Se ingressen till MAR, skäl (2).

²¹ Se SOU 2006:50, s. 137; Härkönen, 2013, s. 20.

²² Se Prop. 2006/07:65, s. 85.

förutsättningar för en effektiv prisbildning på värdepappersmarknaden.²³ Även tillgång till information påverkar prisbildningen. En viktig del av regleringen syftar därför till att uppnå god informations-spridning. Adekvat information om emittenter skapar förtroende hos investerarna och förbättrar marknadens effektivitet. Reglering av emittenters informationsgivning är av den anledningen av största vikt för en likvid och effektiv värdepappersmarknad.²⁴

Vikten av att kunna göra en adekvat bedömning av noterade bolag gäller för hela marknaden, och samtliga aktörer har därför ett behov av all relevant information, inte bara investerare. Informationen möjliggör därigenom en rättvis behandling av alla intressenter. Genom informationsregler säkerställs att all information finns tillgänglig för alla aktörer samtidigt.²⁵

Härkönen framhåller dock risken med en allt för omfattande reglering, då reglerna istället riskerar att bli till en bromskloss för utvecklingen. Detta blir fallet då ny reglering ökar kostnaderna för marknadens aktörer, utan att det leder till motsvarande förbättring i form av minskade transaktionskostnader. Av denna anledning brukar det uppställas som krav på ny reglering på värdepappersmarknadens område att marginalnyttan av reglering ska vara större än marginalkostnaden.²⁶

Vikten av en fast regelram betonas i MAR. Genom enhetliga och tydliga ramar för lagstiftningen antas marknadens integritet bevaras, rättssäkerheten öka och lagstiftningen förenklas för marknadsaktörer.²⁷ Genom att tydligare definiera de olika rekvisiten i definitionen av insiderinformation, samt de olika aspekterna av begreppets betydelse och potentiella effekt på finansiella instrument, avses rättssäkerheten att förbättras för marknadsdeltagare.²⁸

²³ Se SOU 2006:50, s. 136; Härkönen, 2013, s. 20.

²⁴ Se Prop. 2006/07:65, s. 85.

²⁵ Se Sevenius & Örtengren, 2017, s. 189.

²⁶ Se Härkönen, 2013, s. 21.

²⁷ Se ingressen till MAR, skäl (4).

²⁸ Se ingressen till MAR, skäl (18).

Offentliggörandet av insiderinformation avser också att motverka insiderhandel och att minimera risken för att investerare blir vilseledda. Av den anledningen bör emittenter åläggas att så snart som möjligt informera marknaden om insiderinformation. Dock kan en sådan skyldighet under vissa omständigheter skada emittentens legitima intressen. I sådana fall bör därför en emittent tillåtas att skjuta upp sitt offentliggörande, under förutsättning att ett sådant uppskjutande sannolikt inte vilseleder allmänheten samt att emittenten kan säkerställa att informationen förblir konfidentiell.²⁹

2.4 Sammanfattning av kapitlet

Med utgångspunkt i ett marknadsperspektiv motiveras insiderregleringen med behovet av informationsgivning på marknaden. Genom korrekt information underlättas investerares möjligheter att fatta investeringsbeslut. Vidare är det av vikt att det finns förtroende för marknaden, då det skapar förutsättningar för ekonomisk tillväxt och välbefinnande. De aktiemarknadsrättsliga övervägandena syftar till att underlätta för de ekonomiska motiven genomslag. Informationsregler säkerställer att all information finns tillgänglig för alla aktörer samtidigt. Vad som kan konstateras avseende de motiv som ligger till grund för MAR och skyldigheten att offentliggöra insiderinformation, är att det främsta syftet med regleringen är att nå de ekonomiska målen och motiven med hjälp av regleringen. Lagstiftning kan på så sätt ses som ett verktyg att uppnå samhällsrelaterade önskvärda mål. Liksom Härkönen framhåller, kan dock lagstiftning på samma sätt verka som en bromskloss med begränsade möjligheterna att förändra rådande förhållande.

²⁹ Se ingressen till MAR, skäl (49).

3 Regleringen på området

3.1 Introduktion

I syfte att skapa en förståelse för MAR som rättsakt, och för de frågor som regleras däri, finns det en poäng att även undersöka hur regleringen på området har sett ut tidigare. Framställningen är dock begränsad till att endast omfatta den tid som är direkt förevarande MAR och syftar inte till att ge en heltäckande bild av den rättsutveckling som skett historiskt på aktiemarknadsrättens område.

3.2 Rättsläget innan MAR

Då MAR:s trädde ikraft upphävdes samtidigt det tidigare marknadsmissbruksdirektivet³⁰ (hädanefter; *MAD*). *MAD* var således den europeiska rättsakt som direkt innan MAR reglerade skyldigheten för emittenter att offentliggöra insiderinformation. I direktivet uttrycktes skyldigheten som en handlingsplikt för emittenter att ”så snabbt som möjligt informera allmänheten om insiderinformation som direkt berör dessa emittenter”.³¹

Eftersom *MAD* var ett direktiv krävdes att respektive medlemsstat implementerade bestämmelserna i den egna lagstiftningen på det sätt som de fann ändamålsenligt.³² För svenskt vidkommande implementerades reglerna i *MAD* genom lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (hädanefter; *MmL*) samt genom ändring i lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet (hädanefter; *LBC*).³³ Liksom nu gällande rätt betonades i *MmL* vikten av att alla aktörer på marknaden har tillgång till samma information för att marknaden ska fungera på ett optimalt

³⁰ Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk).

³¹ Se artikel 6 *MAD*.

³² Se Bernitz & Kjellgren, 2018, s. 58; ingressen till MAR, skäl (28).

³³ Se Prop. 2004/05:142, s. 1.

sätt.³⁴ Begreppet insiderinformation definieras som ”information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument”.³⁵ I LBC reglerades skyldigheten att offentliggöra insiderinformation, utformad som en skyldighet att offentliggöra information av betydelse för bedömningen av kursvärdet.³⁶

Även i den tidigare lydelsen av lag (2007:528) om värdepappersmarknaden (härdaneftter; *VpmL*) fanns en skyldighet för emittenter på en reglerad marknad att ”offentliggöra de upplysningar om sin verksamhet och värdepapperen som är av betydelse för bedömning av kursvärdet på värdepapperen”.³⁷

Regleringen av emittenters informationsskyldighet har i svensk rätt främst bestått av ramlagstiftning, vilken kompletterats av Finansinspektionens föreskrifter och aktiemarknadsrättslig självreglering.³⁸ Enligt Finansinspektionens föreskrifter ska utgivare av värdepapper ”så snart som möjligt offentliggöra, om den fattar ett beslut, eller om det inträffar en händelse som i icke oväsentlig grad påverkar den bild av utgivaren [...] som skapats av tidigare offentliggjord information, eller på annat sätt påverkar utgivaren”.³⁹

3.3 MAR

Som tidigare nämnts trädde MAR i kraft år 2016. Eftersom MAR är en förordning, och inte ett direktiv, är bestämmelserna bindande och direkt tillämpliga vid ikraftträdandet för samtliga medlemsstater.⁴⁰

³⁴ Se Sevenius & Örtengren, 2012, s. 248.

³⁵ 1 § 1 p. MmL.

³⁶ Se 5 kap. 3 § 3 p. LBC.

³⁷ Se 15 kap. 6 § VpmL (i dess gällande lydelse 2007-11-01 – 2017-02-01).

³⁸ Se Sevenius & Örtengren, 2017, s. 192.

³⁹ 10 kap. 3 § FFFS 2007:17.

⁴⁰ Se ingressen till MAR, skäl (5); Bernitz & Kjellgren, 2018, s. 57; Nasdaq, 2016b, s. 1.

Syftet med MAR framgår vidare av artikel 1 som stadgar att förordningen avser att fastställa ett gemensamt regelverk för de olika formerna av marknadsmissbruk och hur sådant ska förhindras.⁴¹ Genom att motverka marknadsmissbruk eftersträvas en säkerställd integritet på den finansiella marknaden och en förbättring av investerares skydd på, och förtroende för, marknaden.⁴² Regleringen syftar inte till att förbjuda allmänna diskussioner om affärs- och marknadsutveckling avseende en emittent mellan aktieägare och företagsledning. Sådana förbindelser framhålls istället som väsentliga för en effektiv marknad och de bör därför inte förbjudas.⁴³ En utförligare redogörelse för hur skyldigheten att offentliggöra insiderinformation är utformad enligt MAR följer i kapitel fem nedan.

3.4 Emittentregelverket

Av VpmL framgår vidare att en börs måste ha tydliga och öppet redovisade regler för upptagande av finansiella instrument på en reglerad marknad.⁴⁴ I Sverige är den största reglerade marknaden för aktiehandel Nasdaq Stockholm AB.⁴⁵ Nasdaq Stockholm uppfyller sin regelplikt genom sitt 'Regelverk för emittenter' (hädanefter; *emittentregelverket*).⁴⁶ För notering vid Nasdaq Stockholm krävs att emittenten före den första handelsdagen undertecknar en förbindelse om att följa börsens regler. Genom undertecknandet åtar sig emittenten att följa emittentregelverket och underkasta sig de sanktioner som kan följa av en eventuell överträdelse av reglerna. För att emittentens finansiella instrument ska tas upp till handel på börsen krävs alltså att emittenten åtar sig att följa regelverket.⁴⁷ Emittentregelverket består dels av själva regeltextern, men också av handledningstext för att underlätta tillämpningen av reglerna.

⁴¹ Angående de motiv som ligger till grund för MAR, se även kapitel 2 ovan.

⁴² Se artikel 1 MAR.

⁴³ Se ingressen till MAR, skäl (19).

⁴⁴ Se 15 kap. 1 § VpmL.

⁴⁵ Se Anjou, 2015, s. 104.

⁴⁶ Se Emittentregelverket, 2018.

⁴⁷ Se Emittentregelverket, 2018, punkt 2.2.18; Anjou, 2015, s. 106.

Handledningstexterna är inte bindande för emittenterna utan utgör endast börsens tolkningar av den praxis som gäller.⁴⁸

Även i emittentregelverket har det under en lång tid funnits en informationsskyldighet. I emittentregelverkets tredje kapitel finns informationsreglerna. I punkt 3.1 återfinns generalklausulen som reglerar offentliggörandet av insiderinformation. Generalklausulen i dess tidigare lydelse stadgade att en emittent ”så snart som möjligt ska offentliggöra information om beslut eller andra händelser och omständigheter som är av kurspåverkande natur. Med kurspåverkande natur avses i dessa regler information som i enlighet med nationell lagstiftning rimligen kan förväntas påverka priset på bolagets värdepapper”.⁴⁹

Med anledning av MAR är begreppet ’kurspåverkande information’ numera utbytt mot en direkt hänvisning till MAR:s definition av insiderinformation. Av denna punkt följer numera att en emittent så snart som möjligt ska offentliggöra insiderinformation i enlighet med artikel 17 MAR.⁵⁰

3.5 Sammanfattning av kapitlet

Genom ikraftträdandet av MAR har den EU-rättsliga regleringen på marknadsmissbruksområdet blivit mer enhetlig. Tidigare gällande rättsakt var direktivet MAD, vilken varje medlemsstat därefter hade att införliva i sin nationella rätt. I Sverige skedde detta genom ändringar i MmL och VpmL. MAR däremot har formen av en förordning och är därigenom direkt tillämplig i samtliga medlemsstater som ett gemensamt regelverk. Den svenska aktiemarknadsrätten består även av självreglering, men Stockholmsbörsens egna regelverk har anpassats och hänvisar numera direkt till MAR.

⁴⁸ Se Emittentregelverket, 2018, inledningen.

⁴⁹ Emittentregelverket, 2015, punkt 3.1.

⁵⁰ Se Emittentregelverket, 2018, punkt 3.1.

4 Definition insiderinformation

4.1 Introduktion

Begreppet insiderinformation definieras i artikel 7.1 MAR enligt följande:

”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.”⁵¹

Nyckelbegreppen i artikel 7 är ”av specifik natur” och ”väsentlig inverkan på priset”. Genom att införa tydligare definitioner för dessa båda begrepp och dess potentiella effekt på marknadens prissättning syftar MAR till att förbättra rättssäkerheten för marknadsdeltagare.⁵² Nedan följer en utveckling av de båda begreppens innebörd.

4.2 Av specifik natur

Definitionen av när information är att anse som av specifik natur slogs ursprungligen fast i rättsfallet Daimler.⁵³ I fallet konstaterade EU-domstolen att i fråga om en över tiden pågående process som syftar till att viss händelse ska inträffa, är det inte enbart händelsen i stort som kan vara att se som information av specifik natur. Även ett mellanliggande steg i processen, knutet till förverkligandet av händelsen eller omständigheten, som rimligen kan inträffa eller rimligen kan förväntas inträffa, kan vara av sådan specifik natur.⁵⁴ Kravet på att en händelse eller en omständighet rimligen kan inträffa

⁵¹ Artikel 7.1 MAR.

⁵² Se ingressen till MAR, skäl (18).

⁵³ Se C-19/11 *Geltl mot Daimler*, EU:C:2012:397. Fallet avgjordes visserligen utifrån de tidigare gällande reglerna, men får fortfarande anses ha betydelse som bedömningsunderlag.

⁵⁴ Se C-19/11 *Geltl mot Daimler*, EU:C:2012:397, p. 57.1.

eller rimligen kan förväntas att inträffa innebär att en helhetsbedömning, baserad på tillgängliga faktorer, måste göras av om det föreligger faktiska utsikter för att den kommer att inträffa.⁵⁵ Fallet avgjordes visserligen utifrån de tidigare reglerna i MAD, men får fortfarande anses ha betydelse som bedömningsunderlag med tanke på att en mer eller mindre ordagrann ordalydelse har förts in i MAR.⁵⁶

4.3 Väsentlig inverkan på priset

Vad som utgör väsentlig inverkan på priset av ett finansiellt instrument definieras som att det ska avse information som en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut.⁵⁷ Enligt definitionens lydelse har en väsentlig påverkan på priset inget direkt samband med prisutvecklingen. Istället anknyter definitionen till det tidigare gällande begreppet 'kurspåverkande information', vilket bestämdes utifrån vad en rationell investerare skulle lägga till grund för sitt investeringsbeslut.⁵⁸

I centrum för definitionen av vad 'väsentlig inverkan på priset' innebär står alltså ännu ett relativt vagt begrepp, nämligen 'förnuftig investerare'. En förklaring av innebörden av detta begrepp återfinns i MAR:s inledande skäl. Förklaringen är att en förnuftig investerare fattar beslut om investeringar baserat på den information som investeraren har tillgång till i form av tillgänglig förhandsinformation. Avgörande för bedömningen av om en förnuftig investerare skulle beakta en viss uppgift i samband med ett investeringsbeslut är därför den tillgängliga förhandsinformationen. Vid en sådan bedömning måste ett antal omständigheter beaktas. Av betydelse för bedömningen är vilka effekter som kan förväntas av dessa uppgifter. Bedömningen ska göras i ljuset av emittentens verksamhet i dess helhet, hur tillförlitlig informationskällan kan anses vara, samt omständigheter som i

⁵⁵ Se C-19/11 *Geltl mot Daimler*, EU:C:2012:397, p. 57.2, jfr MAR, art 7.2.

⁵⁶ Jfr artikel 7.2 MAR samt C-19/11 *Geltl mot Daimler*, EU:C:2012:397, p. 57.1.

⁵⁷ Se artikel 7.4 MAR.

⁵⁸ Se Eklund & Stattin, 2016, s. 414 - 415.

övrigt kan påverka de finansiella instrumenten under de rådande förhållandena.⁵⁹

Att använda sig av en fiktiv investerare som förebild i bedömning av om information ska anses ha en väsentlig inverkan på priset har sin bakgrund i ett amerikanskt rättsfall. Amerikanska Supreme Court använde sig redan 1988 av 'the reasonable shareholder' vid bedömningen av om det förelåg en skyldighet för ett bolag att offentliggöra information eller inte.⁶⁰ Frågan som emittenten har att ställa sig är huruvida den fiktiva investeraren skulle vilja ha den aktuella informationen innan han eller hon gör investeringen. Om svaret på den frågan är ja, föreligger en presumtion för att offentliggöra information. Även situationer som typiskt sett påverkar aktiekursen bör föranleda ett jakande svar på frågan, och således ett offentliggörande.⁶¹

Det föreligger inget krav på att informationen ska ha omedelbar effekt på marknadens prissättning, även om det förutsätts att den i förlängningen har det. Många gånger kan effekten av informationen ses stegvis genom en löpande förändring allteftersom informationen konkretiseras. Viktigast är att det ska vara fråga om information som en rationell investerare skulle vilja ha, samt att det rör sig om information som typiskt sett påverkar aktiepriset.⁶²

4.4 Sammanfattning av kapitlet

För att avgöra om information är sådan att den ska klassificeras som insiderinformation har det uppställts två krav i definitionen; det ska röra sig om 'information av specifik natur' som kan tänkas ha 'väsentlig inverkan på priset'. Att informationen ska vara av specifik natur innefattar ett krav på att det ska röra sig om omständigheter som har inträffat, eller som det finns en realistisk möjlighet för att de ska inträffa. Informationen måste vara

⁵⁹ Se ingressen till MAR, skäl (14).

⁶⁰ Se *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

⁶¹ Se Keisu, 2009, s. 38.

⁶² Se Eklund & Stattin, 2016, s. 415.

tillräckligt specifik för att det ska vara möjligt att dra någon form av slutsats från den. Avseende kravet på att informationen ska ha en 'väsentlig inverkan på priset' bedöms detta begrepp utifrån vilken information en fiktiv investerare skulle använt till stöd för sina investeringsbeslut. Det krävs inte en faktisk prisinverkan, utan bedömningen görs hypotetiskt.

5 Skyldigheten att offentliggöra insiderinformation

5.1 Introduktion

Skyldigheten att offentliggöra insiderinformation slås fast i artikel 17 MAR. Bestämmelsen stadgar att en emittent så snart som möjligt ska informera allmänheten om insiderinformation som direkt berör emittenten.⁶³ Offentliggörandet ska ske på ett sätt som ger allmänheten tillgång till informationen snabbt, och som ger allmänheten en möjlighet att göra en korrekt och fullständig bedömning i rätt tid. Offentliggörandet får inte heller kombineras med marknadsföring av emittentens verksamhet. Samtidigt som informationen offentliggörs ska den också läggas ut på emittentens webbplats, och därefter finnas tillgänglig på denna under en period på minst fem år.⁶⁴

5.2 Vad ska offentliggöras?

Den information som emittenten offentliggör ska vara korrekt, relevant och tydlig samt får inte vara vilseledande. För att uppnå kravet på tydlighet ska varje pressmeddelande ha en rubrik som sammanfattar innehållet och presentera den viktigaste informationen först.⁶⁵ Det finns inget hinder mot att ett bolag publicerar ett pressmeddelande som täcker flera händelser. Om ett pressmeddelande innehåller information om flera olika händelser ska både rubriken och inledningen innehålla information om samtliga händelser som utgör insiderinformation.⁶⁶

Informationen som ska offentliggöras ska vara så fullständig som möjligt, och möjliggöra för att den typiska förnuftiga investeraren kan fatta

⁶³ Se artikel 17.1 MAR.

⁶⁴ Se artikel 17.1 MAR.

⁶⁵ Se Emittentregelverket, 2018, kommentaren till punkt 3.1.

⁶⁶ Se Nasdaq, 2018a, p. 1.4.

investeringsbeslut grundat på informationen. Kravet på fullständighet innebär att informationen ska vara så pass utförlig att en investerare kan bedöma informationens eller händelsens betydelse för emittenten eller dess finansiella instrument. Om information utelämnas kan informationsgivningen bli missvisande eller felaktig. Vid exempelvis en transaktion eller ett avtal krävs därför normalt att både motpart och köpesumma redovisas, även om det är möjligt att beskriva händelsen på andra sätt så att läsaren förstår dess ekonomiska innebörd för emittenten.⁶⁷ Om emittenten tidigare lämnat liknande information i en likartad situation talar det för att även informationen i den aktuella situationen ska offentliggöras. Det är dock inte enbart information som direkt berör bolagets verksamhet som kan ha kurspåverkande effekt. Även information relaterade till andra bolag, eller till händelser i omvärlden i stort, kan få direkt betydelse för en emittents aktiekurs.⁶⁸

Det är inte möjligt för en emittent att undkomma sin informationsskyldighet genom att ingå ett sekretssavtal eller annan liknande överenskommelse med sin motpart. Informationsplikten äger alltså företräde framför civilrättsliga avtalsklausuler.⁶⁹ Sekretessåtaganden som följer av lag eller annan reglering kan emellertid i vissa situationer vara ett legitimt skäl att avstå offentliggörande av viss information.⁷⁰

För att exemplifiera vad som ska offentliggöras kan företagsförvärv användas för att illustrera skyldigheten. Vid ett företagsförvärv är det av yttersta vikt att den information som offentliggörs är fullständig. Emittenten ska beskriva det bolag eller den verksamhet som förvärvas i en sådan omfattning att beskrivningen förklarar dess huvudverksamhet, finansiella ställning och historiska utveckling. För att en investerare ska kunna bedöma hur en sådan företagstransaktion kan påverka emittentens finansiella ställning krävs såväl information om de organisationsmässiga effekterna, som de finansiella

⁶⁷ Se Nasdaq, 2016b, s. 6.

⁶⁸ Se Eklund & Stattin, 2016, s. 418.

⁶⁹ Se Nasdaq, 2018a, p. 1.25.

⁷⁰ Se Nasdaq, 2016b, s. 6.

effekterna. Normalt ska även köpesumman anges. I vissa situationer är detta dock inte möjligt, exempelvis för att den är relaterad till verksamhetens framtida utveckling. I sådana fall bör istället uppgifter om högsta möjliga köpesumma, samt de omständigheter som påverkar slutsumman, publiceras. Om den slutliga köpesumman på ett väsentligt sätt avviker från det som publicerats tidigare bör även den fastställda köpesumman offentliggöras.⁷¹ Även information om skälen bakom transaktionen, transaktionens tidsplan samt viktiga förutsättningar och villkor för transaktionen ska anges. Hur transaktionen bedöms påverka bolagets verksamhet ska också anges.⁷²

5.3 När inträffar skyldigheten?

Enligt MAR ska ett offentliggörande av insiderinformation ske så snart som möjligt.⁷³ 'Så snart som möjligt' indikerar att informationen ska offentliggöras i direkt anslutning till att det aktuella beslutet fattats, eller den specifika händelsen blivit känd för bolaget.⁷⁴ Genom MAR har definitionen av insiderinformation utvidgats något, då begreppet numera även kan omfatta steg i ett pågående skede. Därmed kan skyldigheten att offentliggöra inträffa vid en tidigare tidpunkt än vad som varit fallet innan MAR.⁷⁵ Så snart information i sig uppnår kraven för insiderinformation ska denna offentliggöras. I praktiken innebär det att en emittent kan bli skyldig att genomföra ett flertal offentliggöranden under en pågående process som avser samma händelse.⁷⁶

Att offentliggörandet ska ske så snart som möjligt innebär dock en viss lättnad jämfört med ett krav om att offentliggörande ska ske omedelbart. Det föreligger alltså viss, om än begränsad, tolerans mot att administrationen av

⁷¹ Se Sevenius & Örtengren, 2017, s. 199.

⁷² Se Sevenius & Örtengren, 2017, s. 198.

⁷³ Se artikel 17 MAR.

⁷⁴ Se Sevenius & Örtengren, 2017, s. 196.

⁷⁵ Se Nasdaq, 2016b, s. 4.

⁷⁶ Se Nasdaq, 2018a, p. 1.21.

ett offentliggörande kan ta viss tid.⁷⁷ Därigenom ges emittenten möjlighet att förbereda ett offentliggörande och vidta de nödvändiga åtgärderna för att offentliggöra informationen genom sina vanliga kommunikationskanaler. För det fall emittenten på förhand varit medveten om att en särskild händelse skulle komma att inträffa är den acceptabla fördröjningen begränsad, eftersom emittenten då haft möjlighet att förbereda offentliggörandet.⁷⁸

Hur lång tid som kan anses vara rimligt mellan det att insiderinformationen identifierats till dess att den offentliggjorts måste alltid bedömas från fall till fall, baserat på informationens karaktär, dess betydelse för emittenten och de nödvändiga administrativa procedureerna. Vid information av särskild viktig karaktär kan emittenten tvingas att bortse från de ordinära procedureerna för att istället kunna genomföra ett offentliggörande omedelbart.⁷⁹

Praxis har tidigare varit att insiderinformation som uppkommit under den tid som marknadsplatserna hållit stängt har kunnat offentliggöras påföljande handelsdags morgon, under förutsättning att det skett i god tid före handeln påbörjas, samt att informationen kunnat hållas konfidentiell. Det framgår inte av MAR huruvida en sådan praxis alltjämt är förenlig med kravet på att offentliggörande ska ske så snart som möjligt. Nasdaq Stockholm har uttalat sig om frågan med en rekommendation till emittenter om att försiktighet bör iaktas i detta avseende, och att det inte bör förutsättas att tidigare praxis kan tillämpas. Oavsett börsens rekommendationer är det av vikt att notera att det under alla omständigheter åligger emittenten att säkerställa att information hålls konfidentiell fram till dess att offentliggörandet sker.⁸⁰

Emittenten har i många fall i förväg vetskap om de beslut som avses att fattas. Av den anledning bör emittenten i förväg förbereda pressmeddelande, exempelvis inför ett styrelsesammanträde där bolaget avser att besluta om ett

⁷⁷ Se Nasdaq, 2016b, s. 4. Mycket talar dock för att denna tolerans är just begränsad och i högsta grad beroende av den specifika situationen, jfr Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2017:02, s. 8, refererat under avsnitt 7.2 nedan.

⁷⁸ Se Nasdaq, 2016b, s. 4.

⁷⁹ Se Nasdaq, 2016b, s. 4.

⁸⁰ Se Nasdaq, 2016b, s. 5.

viktigt förvärv, för att säkerställa att ett offentliggörande ska ske så snart som möjligt. Under förutsättning att beslutet hålls strikt konfidentiell är det, enligt Örtengrens mening, tillräckligt att informationen i ett sådant läge offentliggörs då styrelsesammanträdet avslutas. Däremot ska ett bolag så snart det delar information med någon utomstående, som inte är bunden av ett sekretessåtagande, offentliggöra informationen i samma stund.⁸¹

I vissa situationer ”äger” dock inte emittenten information, utan den är hänförlig till en extern part. Så kan vara fallet när det rör sig om beslut från en domstol eller annan myndighet. Emittenten har i en sådan situation istället en skyldighet att hålla sig informerad om när det aktuella beslutet kommer att fattas, och så snart som möjligt ta del av det och att förbereda pressmeddelandet för de utfall som kan väntas. Även i en sådan situation ska den information som emittenten offentliggör vara tillräckligt omfattande för att marknaden ska kunna bedöma hur beslutet påverkar emittentens resultat och ställning. För det fall det inte är möjligt för emittent att omedelbart lämna information om hur beslutet påverkar emittenten, kan informationen lämnas i två skeden. Emittenten gör då ett första offentliggörande med information om beslutet i sig, och därefter vid ett senare tillfälle ett andra offentliggörande i vilket beslutets förväntade konsekvenser publiceras.⁸²

Varje emittent ska i förväg ha beslutat om en särskild delegationsordning avseende vilka personer, på operativ nivå, som kan besluta om att offentliggöra insiderinformation. Detta innebär att det inte är en giltig grund för att skjuta upp ett offentliggörande av insiderinformation, avseende en redan inträffad händelse, att styrelsen behöver ta ställning till frågan om offentliggörande.⁸³

Insiderinformation kan bestå av såväl varje etapp av ett förlopp, som förloppet som helhet. Vid en pågående process kan ett mellanliggande steg i sig utgöra en händelse som antingen har inträffat, kommer att inträffa eller

⁸¹ Se Sevenius & Örtengren, 2017, s. 197.

⁸² Se Sevenius & Örtengren, 2017, s. 197.

⁸³ Se Nasdaq, 2018a, p. 1.23.

det finns faktiska utsikter för att den kan komma att inträffa, baserat på en bedömning av de faktorer som föreligger vid den relevanta tidpunkten.⁸⁴ Det mellanliggande steget ska då anses vara insiderinformation om den i sig uppfyller de kriterier för insiderinformation som följer av artikel 7 MAR.⁸⁵

Som exempel på vad som ska förstås med ett 'mellanliggande steg i en över tid pågående process' nämns i MAR exempelvis avtalsförhandlingar eller läget i sådana, villkor som godkänts tillfälligt under avtalsförhandlingar, villkor för marknadsföring av finansiella instrument eller placeringsmöjligheter avseende finansiella instrument.⁸⁶

5.4 Hur ska ett offentliggörande ske?

För att säkerställa en enhetlig harmonisering och likartad tillämpning av reglerna i MAR gav europeiska kommissionen den europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (ESMA) i uppdrag att utfärda tekniska standarder för bland annat offentliggörande av insiderinformation. Resultatet av ESMA:s uppdrag låg därefter till grund för Genomförandeförordningen.^{87 88}

Av Genomförandeförordningen följer att det tydligt ska framgå av ett offentliggörande att den förmedlade informationen är insiderinformation, vilket sker genom en referens till att informationen är sådan att emittenten är skyldig att offentliggöra den enligt MAR.⁸⁹ Pressmeddelandet ska vidare innehålla information om vilket bolag som informationen är hänförlig till, vem som lämnat meddelandet, vilket ämnesområde som insiderinformationen hänför sig till samt datum och tidpunkt för kommunikation till media.⁹⁰

⁸⁴ Se ingressen till MAR, skäl (16).

⁸⁵ Se artikel 7.3 MAR.

⁸⁶ Se ingressen till MAR, skäl (17).

⁸⁷ Kommissionens genomförandeförordning (EU) 2016/1055 av den 29 juni 2016 om fastställande av tekniska standarder vad gäller de tekniska villkoren för lämpligt offentliggörande av insiderinformation och för uppskjutande av offentliggörandet av insiderinformation i enlighet med Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014.

⁸⁸ Se artikel 17.10 MAR; Genomförandeförordningen, skäl (7).

⁸⁹ Se artikel 2 Genomförandeförordningen.

⁹⁰ Se Nasdaq, 2018a, p. 1.9.

Offentliggörandet ska ske med hjälp av tekniska hjälpmedel i syfte att säkerställa att informationen sprids till en så stor del av allmänheten som möjligt på ett icke-diskriminerande sätt, gratis och samtidigt i hela EU.⁹¹ I praktiken sker detta genom att emittenten skickar ut ett pressmeddelande, via en väletablerad nyhetsdistributör.⁹²

All insiderinformation som en emittent är skyldig att offentliggöra ska även publiceras, och under fem år finnas tillgänglig, på bolagets hemsida.⁹³ Genomförandeförordningen ställer också krav på att den offentliggjorda informationen ska vara lätt att lokalisera på emittentens webbplats, samt att den ska vara organiserad i kronologisk ordning med tydligt angivande av datum och tidpunkt för offentliggörande.⁹⁴ Om en emittent på sin hemsida tillhandahåller både pressmeddelanden som utgör offentliggörande av insiderinformation och andra typer av pressmeddelanden, ska emittenten möjliggöra för läsaren att göra åtskillnad däremellan. Detta kan ske exempelvis genom kategorisering av meddelandena, separata rubriker eller en möjlighet att filtrera ut pressmeddelanden som utgjort offentliggörande av insiderinformation.⁹⁵

Insiderinformation får inte lämnas vid exempelvis en bolagsstämma eller vid möten med analytiker, om inte informationen samtidigt offentliggörs. En emittent som planerar att lämna information under ett sådant möte måste därför senast samtidigt offentliggöra samma information.⁹⁶

⁹¹ Se artikel 2 Genomförandeförordningen; Nasdaq, 2018a, p. 1.2.

⁹² Se Sevenius & Örtengren, 2017, s. 195 f.

⁹³ Se Nasdaq, 2018a, p. 7.2.

⁹⁴ Se artikel 3 Genomförandeförordningen.

⁹⁵ Se Nasdaq, 2018a, p. 7.3.

⁹⁶ Se Emittentregelverket, 2018, kommentaren till punkt 3.1.

5.5 Möjligheten att skjuta upp offentliggörande

Möjligheten att skjuta upp ett offentliggörande av insiderinformation ges i den fjärde punkten i artikel 17 MAR. Av denna punkt följer att en emittent får, på eget ansvar, skjuta upp offentliggörandet av insiderinformation, under förutsättning att följande villkor är uppfyllda;

- (a) Ett omedelbart offentliggörande skadar sannolikt legitima intressen för emittenten.
- (b) Det är inte sannolikt att ett uppskjutet offentliggörande vilseleder allmänheten.
- (c) Emittenten kan säkerställa att informationen förblir konfidentiell.⁹⁷

När det gäller en över tid pågående process som sker i flera steg och som syftar till att en viss omständighet ska inträffa eller som resulterat i en viss omständighet eller en viss händelse, får en emittent på eget ansvar skjuta upp offentliggörandet av information relaterad till denna process under förutsättning att ovan nämnda villkor (a) – (c) är uppfyllda.⁹⁸

När ett uppskjutande av offentliggörande har skett, och det inte längre kan säkerställas att informationen förblir konfidentiell, ska emittenten så snart som möjligt offentliggöra informationen för allmänheten.⁹⁹ Denna bestämmelse omfattar även situationer då ett rykte hänförligt till insiderinformation vars offentliggörande har skjutits upp, när ryktet är tillräckligt tydligt för att kunna konstateras att det inte längre går att säkerställa att informationen förblir konfidentiell.¹⁰⁰

ESMA har utfärdat riktlinjer även för när ett offentliggörande kan skjutas upp. Riktlinjerna innehåller en icke uttömmande lista över vad som avses med ”emittentens legitima intressen” i artikel 17.4 (a), samt under vilka situationer

⁹⁷ Se artikel 17.4 MAR.

⁹⁸ Se artikel 17.4 2 st. MAR.

⁹⁹ Se artikel 17.7 1 st. MAR.

¹⁰⁰ Se artikel 17.7 2 st. MAR.

ett uppskjutet offentliggörande sannolikt skulle vilseleda allmänheten enligt artikel 17.4 (b).¹⁰¹

Följande situationer är exempel på vad som kan utgöra ett legitimt intresse hos emittenten för att skjuta upp ett offentliggörande av insiderinformation i enlighet med artikel 17.4 (a) MAR.

- Pågående förhandlingar, vilka sannolikt skulle skadas av ett offentliggörande. Det kan exempelvis handla om förhandlingar inför ett företagsförvärv.
- Beslut eller avtal som fattats av ett organ inom emittenten, men som även måste godkännas av ett högre bolagsorgan för att bli slutgiltiga, under förutsättning att ett omedelbart offentliggörande skulle kunna försvåra allmänhetens förmåga att bedöma och utvärdera emittentens finansiella instrument.
- Information relaterad till produktutveckling, uppfinning eller patent. Dock ska information som härrör från en betydelsefull händelse som kommer påverka någon av emittentens större investeringar i produktutveckling offentliggöras så snart som möjligt. Det kan vara fallet exempelvis om emittenten bedriver kliniska försök av ett nytt medicinskt preparat, men misslyckas med dessa försök. I så fall ska information om detta offentliggöras så snart som möjligt.
- Emittenten bedriver försök att lösa svåra finansiella problem, dock inte så allvarliga att insolvenslagstiftningen är tillämplig, och ett offentliggörande skulle försvåra pågående förhandlingar som syftar till att säkra bolagets finansiella återhämnning och därför, i sin tur, leder till att nuvarande och framtida aktieägares intresse allvarligt äventyras.¹⁰²

Att ett uppskjutande av offentliggörande inte får verka vilseledande gentemot allmänheten tar sikte på situationen då emittenten genom sin

¹⁰¹ Se artikel 17.11 MAR.

¹⁰² Se ingressen till MAR, skäl (50); ESMA, 2016, s. 4; Sevenius & Örtengren, 2017, s. 200; Nasdaq, 2016b, s. 7.

informationsgivning har förmått marknads aktörer att dra slutsatser i en viss riktning, och att den nya, ännu inte offentliggjorda, informationen motsäger dessa slutsatser. Begreppet informationsgivning ska i detta sammanhang tolkas i vid bemärkelse, vilket innebär att inte bara direkta offentliggöranden ska beaktas, utan även information som exempelvis framkommer under intervjuer med media eller liknande.¹⁰³

När en emittent beslutar om att skjuta upp ett offentliggörande av insiderinformation måste detta beslut dokumenteras. Dokumentationskravet omfattar information om vem som fattat beslutet och på vilka grunder som emittenten bedömt att villkoren i MAR har uppfyllts, både avseende tidpunkten för beslutet och senare. För att kunna utnyttja möjligheten att skjuta upp ett offentliggörande krävs därför att emittenten har tydliga interna regler och procedurer för hur ett uppskjutet offentliggörande ska hanteras.¹⁰⁴

ESMA har gett följande tre exempel på situationer då ett uppskjutet offentliggörande sannolikt inte är möjligt eftersom det riskerar att vilseleda marknaden, i enlighet med artikel 17.4 (b) MAR.

- När insiderinformationen skiljer sig väsentligt från tidigare offentliggjord information.
- När insiderinformation avser det faktum att emittenten sannolikt inte kommer uppnå sina tidigare offentliggjorda finansiella mål.
- När den insiderinformation som emittenten avser att skjuta upp ett offentliggörande av står i strid med marknads förväntningar, och sådana förväntningar bygger på tidigare offentliggjord information eller på annan information från emittenten.¹⁰⁵

¹⁰³ Se Nasdaq, 2016b, s. 8.

¹⁰⁴ Se Nasdaq, 2016b, s. 8.

¹⁰⁵ Se ESMA, 2016, s. 5.

5.6 Sammanfattning av kapitlet

Skyldigheten för emittenter att offentliggöra insiderinformation innebär ett krav på att sådan information ska delges allmänheten så snart som möjligt, vilket fordrar att emittenten har tydliga interna riktlinjer för hur en sådan situation ska hanteras. Informationen som ska offentliggöras ska vara så heltäckande som möjligt, och tillräckligt omfattande för att en förnuftig investerare ska kunna fatta välgrundade investeringsbeslut baserat på den. Informationen ska offentliggöras genom tekniska hjälpmedel på ett sätt så att den når ut till en så stor allmänhet som möjligt, samt publiceras och bevaras på emittentens hemsida. Det finns dock en möjlighet för emittenter att skjuta upp offentliggörandet av insiderinformation, under förutsättning att ett offentliggörande av insiderinformation skulle skada emittentens legitima intressen, emittenten kan säkerställa att information förblir konfidentiell samt att ett uppskjutande av offentliggörandet inte vilseleder allmänheten.

6 Bedömning inför ett offentliggörande

6.1 Introduktion

Att det rent faktiskt föreligger en skyldighet för emittenter att offentliggöra insiderinformation är tydligt reglerat. Reglerna innehåller utförliga beskrivningar av vad som ska anses utgöra insiderinformation. Däremot hur bolaget de facto ska göra bedömningen huruvida viss information ska anses vara sådan insiderinformation att den behöver offentliggöras eller inte, har inte varit ett högprioriterat ämne från lagstiftarens sida. Det kvarstår därför ett antal frågetecken kring just den processen.

Av den anledningen kan det vara svårt för en emittent att avgöra vilken information som ska offentliggöras i det enskilda fallet. För emittenten innebär det att exempelvis bedöma när ett händelseförlopp fortskridit tillräckligt långt för att dess fullbordande ska anses tillräckligt sannolikt för att det ska uppstå en skyldighet att informera om det. En annan situation som kan orsaka bedömningssvårigheter är då det handlar om förhandlingar som förts under en lång tid. Först när förhandlingarna har konkretiserats uppkommer en skyldighet att offentliggöra, vilket innebär att emittenten måste ta ställning till när denna tidpunkt inträffar. Slutligen måste emittenten även göra en avvägning gällande hur detaljerad information som ska lämnas, samt hur offentliggörandet bör utformas för att uppmärksamhet ska fästas vid de viktigaste delarna av offentliggörandemeddelandet.¹⁰⁶

6.2 Bolagsspecifik prövning

En bedömning av vad som är insiderinformation måste göras specifikt för respektive emittent samt från fall till fall. Vid bedömningen kan tidigare

¹⁰⁶ Se Sevenius & Örtengren, 2017, s. 229 f.

kursutveckling i samband med liknande offentliggöranden beaktas, liksom branschtillhörighet och marknadsutveckling.¹⁰⁷

Även andra omständigheter bör beaktas vid bedömning av information. Om informationen kommer från en extern part bör källans tillförlitlighet beaktas. För det fall emittenten inte kontrollerar tillförlitligheten finns det en risk att denna genomför ett offentliggörande av felaktig information, vilket får konsekvenser i form av stora vinster eller förluster hos olika investerare, baserade på felaktig information.¹⁰⁸

Nasdaq Stockholm framhåller följande faktorer som beaktansvärda vid bedömning av vad som är insiderinformation:

- i. Den förväntade omfattningen eller betydelsen av det aktuella beslutet eller händelsen, i relation till hela emittentens verksamhet;
- ii. Hur stor betydelse den aktuella informationen har i förhållande till faktorer som avgör prissättningen på de finansiella instrumenten; och
- iii. Övriga faktorer som kan påverka prissättningen på de finansiella instrumenten.¹⁰⁹

För att hantera framtida situationer i vilka det kan bli aktuellt att offentliggöra insiderinformation bör en emittent utforma en informationspolicy. I denna policy kan riktlinjer anges, exempelvis en beloppsgräns för när ett förvärv ska offentliggöras. Dock kan emittenten inte enbart gå efter en sådan beloppsgräns, utan situationen måste ses i ett större sammanhang. Trots att det i en specifik situation är fråga om en liten order som faller utanför den uppställda beloppsgränsen, kan ordern i den specifika situationen få stor betydelse. Det kan vara fråga om en order som innebär stora möjligheter till ytterligare order hos viktiga kunder, eller en order på en ny marknad. I sådana fall bör informationen likväl offentliggöras som insiderinformation.¹¹⁰

¹⁰⁷ Se Sevenius & Örtengren, 2017, s. 194.

¹⁰⁸ Se Keisu, 2009, s. 52.

¹⁰⁹ Nasdaq, 2018a, p. 1.1.

¹¹⁰ Se Sevenius & Örtengren, 2017, s. 195.

De bedömningsgrunder som ställs upp för att avgöra om information utgör insiderinformation eller inte omfattar även avvikelser från en emittents resultat eller finansiella position. Principerna i punkten 3.1 emittentregelverket och artikel 17 MAR ska alltså tillämpas även på en sådan situation. En emittent måste därför alltid utvärdera vilka konsekvenser dess handlande kan få för prissättningen och vilken information som kan vara relevant för en förnuftig investerare. Vid bedömningen av om en förändring av resultat eller finansiella position är att anse som insiderinformation bör emittenten bedöma den aktuella avvikelser i förhållande till senast kända resultat och prognoser. Förändringar i bolagets verksamhet eller förändringar i den aktuella branschen är omständigheter som kan påverka bedömningen. Även övrig information som bolaget har offentliggjort kan ha betydelse för bedömningen. Bedömningar gjorda av externa aktörer, såsom marknadsförväntningar i form av analytikerestimat, kan beaktas men bör inte vara avgörande. Det viktigaste är information som bolaget självt har offentliggjort och vad som kan härledas från sådan information.¹¹¹

Hur emittenten tidigare har hanterat likartade omständigheter såsom insiderinformation kan också användas som en bedömningsgrund. Att likartad information tidigare haft kurspåverkande inverkan kan också tala för att informationen är sådan att den ska offentliggöras.¹¹²

6.3 Tillräckligt konkret information

För att räknas som insiderinformation måste informationen vara tillräckligt konkret. I praktiken innebär det att informationen ska gå att formulera på ett förståeligt sätt. För att avgöra om information är tillräckligt konkret förespråkar Eklund och Stattin något som de benämner *Keisu-testet*.¹¹³ I korthet innebär testet att informationen i fråga formuleras som ett

¹¹¹ Se Nasdaq, 2018a, p. 1.7.

¹¹² Se Nasdaq, 2018a, p. 1.7.

¹¹³ Huruvida Eklund & Stattins benämning anspelar på ovan refererade Jenny Keisu, eller om det finns en annan förklaring bakom begreppet framgår dock inte.

pressmeddelande på prov. Om informationen inte går att formulera på ett någorlunda tydligt sätt talar det för att informationen sannolikt inte är tillräckligt konkret, och därmed inte tillräckligt betydelsefull för investerarna, för att motivera ett offentliggörande.¹¹⁴

För emittenten krävs i praktiken en bedömning av två omständigheter; dels om den potentiella insiderinformationen är tillräckligt konkret för att kunna utgöra grund för investeringsbeslut, dels om den är tillräckligt betydelsefull för att faktiskt påverka beslut. Information som uppnår kravet på att vara konkret, men som inte är tillräckligt viktig för att påverka investeringsbeslut, ska inte offentliggöras då den riskerar att störa marknaden och, i värsta fall, vilseleda den. Stattin och Eklund jämför en sådan situation med den klassiska folksagan om herden som varnade för vargen när han var uttråkad. När väl vargen kom så var det ingen som tog hans varning på allvar. På samma sätt förhåller det sig med offentliggörande av insiderinformation. Om en emittent offentliggör all information som den misstänker skulle kunna utgöra insiderinformation, då finns det en risk för att marknaden inte tar notis om ett offentliggörande när det väl rör sig om betydelsefull insiderinformation.¹¹⁵

6.4 Exempel på information som bör offentliggöras

Vad som är att se som insiderinformation måste avgöras från fall till fall, i ljuset av informationens karaktär. All information med någon form av koppling till emittenten kan vara insiderinformation. Vid bedömningen bör det finansiella instrumentet, emittentens verksamhet, dess historik och omständigheterna i övrigt beaktas. Nedan följer en exemplifierande, icke-uttömmande, uppräkningslista på vad som kan vara insiderinformation som fordrar offentliggörande:

- Förvärv eller försäljningar av företag eller verksamhet

¹¹⁴ Se Eklund & Stattin, 2016, s. 417.

¹¹⁵ Se Eklund & Stattin, 2016, s. 417.

- Order och investeringsbeslut
- Tvister som berör emittenten
- Myndighetsbeslut
- Avtalsingående, exempelvis samarbetsavtal eller andra viktiga avtal
- Forskningsresultat, utveckling av nya produkter eller uppfinningar
- Väsentliga avvikelser av väntat resultat eller finansiella ställning ("vinstvarning")
- Finansiella svårigheter hos emittenten
- Information som relaterar till dotter- eller intresseföretag
- Aktieägaravtal som emittenten känner till och som kan påverka överlåtbarheten av emittentens finansiella instrument
- Kredit- eller kundförluster
- Information rörande samarbetsbolag (joint ventures)
- Rykten på marknaden och informationsläckage
- Pris- eller valutaförändringar.¹¹⁶

Den vanligaste situationen som föranleder skyldighet att offentliggöra information avser avtalsingående. Denna information härrör från emittenten själv, och emittenten har därmed på ett tidigt stadie vetskap om aktuella förhållande och kan i god tid ta ställning till frågan om ett offentliggörande och dess innehåll.¹¹⁷

6.5 Dotter- och intressebolag

Eftersom kravet för att en skyldighet ska aktualiseras är att det är fråga om insiderinformation som berör emittenten kan även information hänförlig till emittentens dotterbolag, intressebolag eller koncern föranleda en informationsskyldighet. Bedömningen inför ett eventuellt offentliggörande av information som indirekt rör emittenten ska ske i förhållande till emittentens situation, och inte i förhållande till det bolag som informationen

¹¹⁶ Se Nasdaq, 2016b, s. 3; Sevenius & Örtengren, 2017, s. 194 f.

¹¹⁷ Se Keisu, 2009, s. 53.

härör från.¹¹⁸ Stockholmsbörsens disciplinnämnd har uttalat att det avtal som föreligger mellan börsen och ett noterat bolag innebär att den omständighet att någon annan underlåter att informera en emittent om en omständighet inte fråntar emittenten den informationsskyldighet den har gentemot börsen och marknaden.¹¹⁹ En emittent måste därför ständigt bevaka den information som ett dotterbolag offentliggör för att inte riskera att bryta mot reglerna.¹²⁰

6.6 I tveksamma fall

En emittents hantering av skyldigheten att offentliggöra insiderinformation kan i efterhand prövas av Stockholmsbörsens disciplinnämnd. Börsen bedömning har i ett antal fall lett till slutsatsen att emittenten i fråga har underlåtit att offentliggöra information, och att underlåtenheten har stridit mot bestämmelserna om informationsskyldighet i emittentregelverket.¹²¹ En sådan underlåtenhet kan resultera i sanktioner, vilket talar för att ett offentliggörande bör ske vid tveksamhet.¹²²

Försiktighetsprincipen bör vara vägledande för det fall det råder oenigheter mellan en emittents ledningsgrupp eller styrelse avseende om information ska offentliggöras eller inte. Keisu är dock av uppfattningen att situationen bör bedömas på olika sätt beroende på i vilket bolagsorgan oenigheten ligger. Om styrelsen är oenig bör ett offentliggörande ske, med motiveringen att styrelsen är vald av aktieägarna. Bolagets ledning är däremot vald av verkställande direktör och avsätts av verkställande direktör om denna anser att någon inte längre bör vara en del av ledningen. Med beaktande av att ledningsgruppen intar denna osjälvständiga ställning kan det ifrågasättas huruvida ett beslut om att offentliggöra information bör fattas av just ledningen. Keisu är därför av uppfattningen att styrelsen, alternativt en grupp på delegation av styrelsen, bör fatta beslut i informationsgivningsfrågor.¹²³

¹¹⁸ Se Keisu, 2009, s. 54.

¹¹⁹ Se Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2002:5.

¹²⁰ Se Keisu, 2009, s. 56.

¹²¹ För en redogörelse av praxis från disciplinnämnden, se avsnitt 7 nedan.

¹²² Se Keisu, 2009, s. 57.

¹²³ Se Keisu, 2009, s. 57 f.

Om det trots ovanstående riktlinjer, exempelsituationer och beaktande av försiktighetsprincipen fortfarande kvarstår tveksamheter för emittenten finns det möjlighet att kontakta Nasdaqs bolagsövervakning för vägledning i det enskilda fallet. Börsen har vid sådan vägledning tystnadsplikt.¹²⁴ Vägledningen är dock inte bindande, och det är alltid emittenten själv som ansvarar för det beslut som fattas och för att regeltillämpningen är korrekt, även om börsen har rådfrågats. Däremot bör det krävas särskilda skäl för att Stockholmsbörsens disciplinnämnd ska ålägga ett bolag böter efter att det har konsulterat börsen. Ett sådant beslut skulle med största sannolikhet resultera i ett ifrågasättande av både disciplinnämnden och börsen.¹²⁵

6.7 Emittentens ansvar

Informationsgivande sker alltid på emittentens eget ansvar, oavsett var information ursprungligen härrör från och oavsett om börsen har konsulterats i frågan. Vem i bolaget som bär det yttersta ansvaret för informationsgivandet får bestämmas utifrån aktiebolagsrättens regler. I enlighet med 8 kap. 4 § ABL svarar bolagets styrelse för förvaltningen av bolagets angelägenheter, vilket talar för att det ytterst är styrelsen som är ansvarig för informationsgivning.¹²⁶

Det är tveksamt om det var lagstiftarens intention att bedömningen av huruvida något ska klassas som insiderinformation eller inte ska vara beroende av en subjektiv bedömning. Keisu är dock av uppfattningen att det har blivit utfallet av regleringen. Vid bedömning av om information uppnår kraven för att klassificeras som insiderinformation eller inte torde det var det enskilda bolagets bedömning som avgör. Vilken information som kan ha en väsentlig inverkan måste avgöras särskilt i varje enskilt fall, eftersom likartade situationer kan få varierande utslag i olika bolag. Vad som spelar in i den bedömningen är faktorer som kursutveckling, branschtillhörighet,

¹²⁴ Se Nasdaq, 2018a, p. 1.21.

¹²⁵ Se Keisu, 2009, s. 58.

¹²⁶ Se Keisu, 2009, s. 50.

bolagets storlek och ekonomi samt marknadsutveckling. Den bedömning som en emittent gör kan därför sägas vara subjektiv-objektiv, det vill säga att emittenten ska göra en subjektiv bedömning av om vissa objektiva förutsättningar föreligger. Emittentens tidigare agerande och bedömningar kan användas som stöd för bedömningen. Likartad information bör så långt som möjligt hanteras på likartat sätt.¹²⁷ Keisus resonemang utgår visserligen från den tidigare definitionen 'kurspåverkande information', men eftersom skillnaden i begreppen endast är marginell i praktiken torde hennes resonemang vara aktuellt även idag.

6.8 Sammanfattning av kapitlet

Att bedöma om information är insiderinformation kan vara svårt i vissa fall. Emittenten bär dock ansvaret och måste göra denna bedömning, även om det går bra att rådfråga börsen vid tveksamhet. Ett enkelt råd är att gå efter försiktighetsprincipen och offentliggöra information i enlighet med informationsreglerna, om det råder tveksamhet om informationen är att betrakta som insiderinformation eller inte.

¹²⁷ Se Keisu, 2009, s. 51 f.

7 Disciplinnämndens praxis

7.1 Introduktion

Enligt VpmL ska en börs ha en disciplinnämnd som handlägger emittenters överträdelser av börsens regler.¹²⁸ Nämnden är fristående från börsen, vilket syftar till att bolag ska få en oberoende prövning av disciplinärenden. Om nämnden kommer fram till att en regelöverträdelse har skett kan den ålägga bolaget sanktioner i form av vite, varning eller avnotering.¹²⁹ Vitesbelopp bestäms i förhållande till bolagets årsavgift för medlemskap, vilken i sin tur baseras på det genomsnittliga börsvärdet i handeln med aktien för förgående år.¹³⁰ En annan betydelsefull konsekvens av att disciplinnämnden tar upp ett ärende är att resultatet av prövningen blir offentlig, vilket för ett noterat bolag kan vara väl så viktigt att undvika.¹³¹ Nedan följer exempel på hur disciplinnämnden har tolkat bestämmelserna om skyldigheten att offentliggöra insiderinformation.

7.2 Hexagon AB

Bolaget Hexagon fick stor medial uppmärksamhet då bolagets verkställande direktör, Ola Rollén, greps på grund av misstanke om insiderbrott i en transaktion som Rollén gjort för egen räkning.¹³² I samband med att bolaget fick uppgift om gripandet fattade det beslut om att skjuta upp offentliggörandet och meddelade börsen detta, med hänvisning till att det för närvarande endast hade tillgång till begränsad, och motsägelsefull, information och att denna skulle kunna komma att förändras hastigt. Bolaget avsåg att ha kontroll över situationen genom att offentliggöra information först när relevant fakta kunde bekräftas, och därmed säkerställa intresset av

¹²⁸ Se 13 kap. 14 § VpmL.

¹²⁹ Se Nasdaq, 2018a, p. 10.1.

¹³⁰ Se Nasdaq, 2018b.

¹³¹ Se Nasdaq, 2018a, p. 10.2.

¹³² Se Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2017:02, s. 2.

att offentliggöra korrekt information.¹³³ Dagen efter gripandet fick bolaget dock ta del av den nordiska arresteringsordern och fick därigenom information om vilket brott Rollén var misstänkt för och vilken transaktion det gällde. Disciplinnämnden ansåg att det vid denna tidpunkt inte längre förelåg förutsättningar för att skjuta upp ett offentliggörande i enlighet med artikel 17.4 MAR eftersom de legitima skäl som bolaget angav i sitt beslut om uppskjutande inte längre förelåg. Omständigheterna kring vad som hade hänt var så konkreta att Hexagons legitima intressen inte hade skadats om bolaget informerat om att dess verkställande direktör gripits med anledning av misstanke om insiderbrottslighet. Skyldigheten att offentliggöra informationen inträffade därmed då bolaget tog del av arresteringsordern.¹³⁴

Förutom tidpunkten för offentliggörandet kritiserade nämnden även innehållet i det pressmeddelande som lämnades fem dagar efter att Rollén greps. Utöver information om att Rollén hade häktats för insiderbrottslighet, menade nämnden att bolaget även skulle ha informerat om hur de avsåg att hantera frågan om verkställande direktör, samt vem som skulle ansvara för bolagets löpande förvaltning under tiden då det saknades verkställande direktör. Utan denna information ansågs pressmeddelandet inte ha uppnått tillräcklig grad av relevans och tydlighet. Nämnden kom fram till att Hexagon brutit mot punkt 3.1 emittentregelverket. I sitt beslut poängterar nämnden dock att Hexagon försattes i en ”överraskande och svår situation”, samt att MAR vid tidpunkten var ett nytt regelverk. En vitespåföljd om två årsavgifter, motsvarande cirka 6,2 miljoner kronor, bedömdes därför vara en tillräckligt påtaglig påföljd.¹³⁵

7.3 Skandinaviska Enskilda Banken AB

Fallet Skandinaviska Enskilda Banken AB (hädanefter; *SEB*) berör situationen då SEB:s dåvarande VD Annika Falkengren lämnade sin post.

¹³³ Se Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2017:02, s. 8.

¹³⁴ Se Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2017:02, s. 8.

¹³⁵ Se Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2017:02, s. 9; Nasdaq, 2016a.

Diskussionen med anledning av att Falkenberg avsåg att lämna sin position utgjorde en över tiden pågående process med mellanliggande steg, med start den 13 december 2016 när hon inledde diskussioner med bolagets styrelseordförande. Processen avslutades med hennes formella uppsägning vid styrelsemöte 15 januari 2017. Det inledande skedet av processen var alltså diskussionerna med styrelseordföranden. Steg två ägde rum 29 december 2016 när ytterligare två högt uppsatta personer informerades. Nästa steg i processen togs den 13 januari 2017 när styrelseordföranden kallade till styrelsemötet den 15 januari 2017 och därigenom informerade cirka 20 personer om diskussionen om VD:s avgång. Vid denna tidpunkt får det, enligt disciplinnämnden, anses ha förelegat faktiska utsikter för att Falkenberg skulle avgå inom en näraliggande tid, vilket även understöds av att det kallades till ett styrelsemöte en söndag med endast ett par dagars varsel. Disciplinnämnden menade alltså att informationen vid denna tidpunkt om Falkenbergs överväganden om att avgå hade uppnått en ”så pass hög konkretiseringsnivå att informationen om detta mellanliggande steg i sig var tillräcklig för att kunna utgöra insiderinformation”.¹³⁶

Vidare krävs för att det ska vara fråga om insiderinformationen att informationen kan förväntas vara kurspåverkande, till den grad att en förnuftig investerare skulle utnyttja den som en del av sitt investeringsbeslut. Rent generellt kan det inte förväntas att ett VD-byte är kurspåverkande, men bedömningen ska göras från fall till fall. Med beaktande av att Falkenberg var VD för SEB under 12 år, därunder genom finanskrisen år 2008, ansåg nämnden att en kurspåverkan kunde förväntas på grund av informationen om styrelsemötet och orsaken till det. Denna bedömning gjorde även SEB självt i samband med offentliggörandet av pressmeddelandet 16 januari 2017. Det faktum att informationen de facto inte ledde till någon kursrörelse saknar betydelse för bedömningen om informationen kunde förväntas vara kurspåverkande till den grad att en förnuftig investerare skulle utnyttja den som en del i ett investeringsbeslut. Av den anledningen konstaterade

¹³⁶ Se Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2017:06, s. 7.

Disciplinnämnden att SEB bröt mot punkt 3.1 emittentregelverket och ålade banken ett vite om en årsavgift, motsvarande cirka 3,1 miljoner kronor.¹³⁷

7.4 Sandvik AB

Fallet Sandvik AB (hädanefter; *Sandvik*) blev ett ärende hos disciplinnämnden efter att Sandvik, av misstag, hade publicerat sin delårsrapport på bolagets hemsida innan den offentliggjordes genom ett pressmeddelande.¹³⁸ Informationen hade vidare läckt innan den offentliggjordes genom pressmeddelandet och publicerats av en stor nyhetsbyrå, vilket resulterade i att nyhetsnotiser publicerades sju minuter innan pressmeddelandet offentliggjordes. Sandviks förklaring till det inträffade var att en försening med att färdigställa rapporten inte hade kommunicerats till personen som ansvarade för att lägga ut informationen på hemsidan, vilket ledde till att den publicerades som planerat.¹³⁹

Pressmeddelandet innehöll en hänvisning till att det var fråga om sådan information som bolaget var skyldigt att offentliggöra i enlighet med artikel 17 MAR. Sandvik hade alltså självt bedömt att det var fråga om insiderinformation. Tidsspannet under vilket insiderinformationen var tillgänglig för ett okänt antal personer uppgick till totalt 14 minuter. Nämnden ansåg mot bakgrund av detta att bolaget hade åsidosatt sin skyldighet enligt punkt 3.1 emittentregelverket och ålade bolaget ett vite om en årsavgift, motsvarande cirka 3,1 miljoner kronor.¹⁴⁰

7.5 Sammanfattning av kapitlet

Disciplinnämnden kan sägas vara relativt strikt i sin bedömning av om bolag har åsidosatt sina skyldigheter enligt emittentregelverket och MAR. All tid

¹³⁷ Se Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2017:06, s. 7 f; Nasdaq, 2017a.

¹³⁸ Se Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2017:11, s. 2.

¹³⁹ Se Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2017:11, s. 2 f.

¹⁴⁰ Se Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2017:11 s. 4; Nasdaq, 2017b.

som förflyter efter det att insiderinformation de facto föreligger är att se som ett åsidosättande av skyldigheten att offentliggöra insiderinformation. Så snart information är tillräckligt konkret ska den offentliggöras, under förutsättning att ett uppskjutande-förfarande inte kan tillämpas. Om skyldigheten inte uppfylls i rätt tid och på rätt sätt utdöms sanktioner, vilket i samtliga ovan redogjorda fall har resulterat i vite baserat på bolagets årsavgift.

8 Nationalekonomiska utgångspunkter

8.1 Introduktion

Rättsekonomi innebär att juridiken studeras utifrån ett nationalekonomiskt perspektiv, med fokus på rättens roll i samhällsekonomin. Nationalekonomi utreder hur välbefinnande skapas och hur samhällets resurser används på ett så effektivt sätt som möjligt. Rättsekonomi studerar juridikens roll i detta sammanhang och undersöker varför de juridiska reglerna ser ut som de gör, vad juridiken kan göra för att främja välbefinnandet och vilka konsekvenser olika lösningar på juridiska problem kan få för samhällsekonomin.¹⁴¹

Aktiemarknader har en viktig roll i moderna marknadsekonomier genom att utgöra allokeringmekanismer för investeringsflöden. Genom en korrekt prissättning av aktier, vilken speglar all tillgänglig information, säkerställs att allokering sker av investeringar till de verksamheter som har möjlighet att generera bäst avkastning, givet deras risknivå. För att säkerställa ekonomisk tillväxt, och på lång sikt uppnå samhällsekonomiska vinster, är det centralt att en marknadsekonomi har en fungerande aktiemarknad.¹⁴²

8.2 Efficient Market Hypothesis

En väl fungerande marknad bör vara effektiv, likvid och ha en prisbildning där ny information snabbt avspeglas i börskursen. Det kan dessutom argumenteras för att marknaden ska vara så genomlyst som möjligt med begränsad volatilitet¹⁴³ för att fungera optimalt.¹⁴⁴

¹⁴¹ Se Dahlman, Glader & Reidhav, 2002, s. 9 f.

¹⁴² Se Thorstensson, 2001, s. 579.

¹⁴³ Volatilitet är ett riskmått som anger hur stora rörelser varit i en aktie, baserat på skillnaden mellan aktiens högsta och lägsta kurs i förhållande till ett medelvärde för en viss period.

¹⁴⁴ Se SOU 2000:11, s. B:269.

En del av aspekten att marknaden ska vara effektiv består i att den ska vara informationseffektiv. För att en marknad ska vara informationseffektiv krävs att priserna reflekterar all relevant information. Priserna kan därigenom sägas vara viktiga bärare av information som alla kan lita på.¹⁴⁵

De bakomliggande teorierna om prisbildningen brukar sammanfattas i hypotesen om den effektiva marknaden, ofta kallad EMH ("Efficient Market Hypothesis").¹⁴⁶ Hypotesen om den effektiva marknaden grundar sig på ett antagande om att prissättningen på en öppen aktiemarknad avgörs av all tillgänglig relevant information om ett bolag och dess verksamhet. Aktiekursen motsvarar på så sätt den bästa uppskattningen av aktiens värde vid varje given tidpunkt. Desto effektivare marknad, desto snabbare återspeglas information i aktiekursen. En marknad som är informationseffektiv karaktäriseras av avsaknad av transaktionskostnader och att all information finns tillgänglig för alla marknadsaktörer samtidigt och kostnadsfritt. Först då prissättningen på marknaden till fullo reflekterar all tillgänglig information som marknaden kan sägas vara effektiv.¹⁴⁷

Eklund och Stattin riktar dock viss kritik mot EMH-hypotesen. De poängterar att det faktum att information lämnas på ett icke-diskriminerande sätt till samtliga aktörer samtidigt, inte per automatik innebär att alla har tillägnat sig denna information. Olika aktörer har olika möjligheter att tillgodogöra sig informationen. En analytiker hos en stor finansiell aktör kan med största sannolikhet analysera information djupare och dra andra slutsatser, än vad en mindre erfaren analytiker kan. Skillnader i hur väl information tillgodogörs beror på faktorer som vilken kunskap och kompetens den som tar del av informationen har, samt inom vilken tidsrymd denna kan analysera informationen för att sedan agera.¹⁴⁸

¹⁴⁵ Se SOU 2000:11, s. B:269 f.

¹⁴⁶ Se Eklund & Stattin, 2016, s. 411.

¹⁴⁷ Se Fama, 1970, s. 383.

¹⁴⁸ Se Eklund & Stattin, 2016, s. 411.

8.3 Vikten av information

Liksom alla marknader styrs handeln på värdepappersmarknaden utifrån utbud och efterfrågan. För en korrekt prissättning krävs att marknadsaktörerna har tillgång till all relevant information. Ju mer information som finns tillgänglig, ju säkrare bedömningar kan göras av marknadens bolag, dess effektivitet och dess värdepappers marknadsvärde. Dock är inte informationens innehåll och omfattning av ensam betydelse för bedömningen. Att informationen sprids effektivt till alla aktörer är minst lika viktigt.¹⁴⁹

För det fall den information som lämnas inte är fullständig, eller den är felaktig, riskerar investerarnas förtroende för marknaden att minska. Det kan i sin tur medföra att effektiviteten på marknaden försämras, och att kapitalanskaffning därigenom fördröjas. Information som är beskaffad med brister kan alltså ha en påtagligt negativ inverkan på samhällsekonomin. Av den anledningen krävs en omfattande informationsgivning från emittenter.¹⁵⁰

För att prissättningen av aktier ska motsvara aktiens verkliga värde, krävs att marknadens aktörer kan lita på att den erhållna informationen är korrekt. Om investerare inte kan lita på tillgängliga informationen kommer riskvilligheten att minska. Konsekvensen av det är att sekundärmarknaden får färre aktörer, och sämre funktion, eftersom investerare hellre väljer att investera på en säkrare marknad. För företagen innebär det att kapitalkostnaderna ökar, och därigenom ökar även kostnaderna för samhället.¹⁵¹

Hur väl prissättningen på marknaden reflekterar ny information är en fråga av central betydelse på värdepappersmarknaden. En hypotes som ofta används inom finansiell litteratur bygger på att det finns vissa aktörer som har mer information än andra. Det råder då informationsasymmetri och ny

¹⁴⁹ Se Prop. 1991/92:113, s. 57.

¹⁵⁰ Se Prop. 1991/92:113, s. 57.

¹⁵¹ Se af Sandeberg, 2002, s. 27.

information sprids endast stegvist. Eftersom priserna inte kontinuerligt avspeglar all information i ett sådant läge kommer det skapa en situation präglad av bristande informationseffektivitet. En aktör på marknaden riskerar då ständigt att handla med en motpart som besitter mer information. Varje affär av det slaget kommer utgöra en förlustaffär för aktören eftersom den informerade motparten endast handlar om tillgången är felprissatt. En sådan osäkerhet resulterar i ett minskat intresse för handel på marknaden. Skulle den asymmetriska informationen bli tillräckligt stor kommer det resultera i att ingen vill handla och att marknaden kollapsar. Det är därmed av yttersta vikt att investerare på marknaden agerar utifrån andra motiv än enbart att de besitter särskild information, samt att allmänhets förtroende för marknaden säkerställs.¹⁵²

Desto mer information marknads aktörer har, desto bättre fungerar marknaden. Av den anledningen är den aktiemarknadsrättsliga regleringen utformad för att verka för god och likformig information. Att informationen ska vara 'god' menas att informationen ska vara tillgänglig på ett sätt som innebär att det underlag som ett beslut kan baseras på motsvarar de faktiskt rådande förhållandena. Att informationen ska vara 'likformig' menas att alla aktörer ska träffas lika svårt av eventuella informationsbrister. Det innebär samtidigt ett krav på att alla berörda aktörer ska kunna ta del av ny offentliggjord information samtidigt.¹⁵³

8.4 Akerlofs citronteori och informationsasymmetri

Om marknads aktörer besitter olika information, och en av aktörerna i en potentiell transaktion vet mer om det objekt som avses att omsättas på marknaden, råder en informationsasymmetri mellan aktörerna.¹⁵⁴ Det finns dock ingen direkt korrelation mellan att vara den som vet minst och att vara

¹⁵² Se SOU 2000:11, s. B:271.

¹⁵³ Se Sevenius & Örtengren, 2017, s. 62 f.

¹⁵⁴ Se Knuts, 2010, s. 32.

den som drabbas. I vissa situationer kan det även vara till nackdel att vara den som besitter information av visst slag.¹⁵⁵ Informationsasymmetrier uppstår ofta på marknader mellan en aktör och resterande del av marknaden.¹⁵⁶ Informationsasymmetri som fenomen är otroligt viktigt, eftersom det får omfattande inverkan på människors möjlighet att handla med varandra.¹⁵⁷

Ingen vill köpa en vara utan att ha viss information om den aktuella varans beskaffenhet. För att transaktioner ska komma till stånd krävs därför att presumtiva köpare på förhand får information om de varor som finns till försäljning. Marknaden har därmed ett behov av information.¹⁵⁸ Den amerikanska nationalekonomen och nobelpristagaren Akerlof beskrev marknadens behov av information avseende en given vara genom ett exempel med marknaden för begagnade bilar, med utgångspunkt i att säljare besitter mer kunskap än köpare.

En köpare hittar en begagnad bil som säljs för 170 000 kr. Nypris för bilen är 200 000 kr. Den begagnade bilen har inte gått särskilt långt, vilket får köparen att reagera på det låga priset och undra om det finns något dolt fel på den. Att någon vill sälja en bil till en lågt pris indikerar att säljaren upptäckt något ofördelaktigt med bilen. För att gardera sig mot risken med att köpa en begagnad bil bjuder därför köparen bara 150 000 kr, trots att denna tycker att 170 000 kr är ett bra pris för en felfri bil.¹⁵⁹

Ovanstående exempel visar vilka problem informationsasymmetri kan orsaka. Förklaringen till varför säljaren vill sälja bilen kan vara så enkel som att han eller hon tröttnat på bilen, eller behöver pengar till något annat. Säljaren försöker inte på något vis dölja ett fel. Problemet orsakas dock av att säljaren de facto vet mer om bilen än vad köparen kör. Oavsett vad säljaren

¹⁵⁵ Se Bergh & Jakobsson, 2017, s. 317.

¹⁵⁶ Se Knuts, 2010, s. 32.

¹⁵⁷ Se Bergh & Jakobsson, 2017, s. 317 f.

¹⁵⁸ Se Devlin, 2015, s. 152 f.

¹⁵⁹ Se Akerlof, 1970, s. 3 ff.; Bergh & Jakobsson, 2017, s. 317 f.

säger till köparen i det läget finns det fortfarande en risk förknippad med att köpa bilen. Att säljaren garanterar att det inte finns något dolt fel bekräftar bara för köparen vad en oseriös säljare hade sagt för att dölja ett allvarligt fel.¹⁶⁰

Denna informationsasymmetri skapar problem för bägge parter inblandade i den potentiella affären. Den ärliga säljaren har svårt att övertyga köparen om att bilen är felfri, och får därför inte ut ”rätt” pris för bilen, vilket resulterar i att säljaren avstår från att sälja bilen.¹⁶¹ Däremot en säljare av en bil av sämre kvalitet ser prisnivån på marknaden som fördelaktig, och bjuder därför ut sin bil till försäljning. Resultatet blir att marknaden för begagnade bilar endast består av bilar av dålig kvalitet, vilket blir en bekräftelse för köparen att det alltid är riskfyllt att köpa en begagnad bil då en sådan transaktion ofta innebär en dålig affär.¹⁶²

Informationsasymmetrin leder således till en utveckling där endast sämre varor, så kallade *lemons*¹⁶³, bjuds ut till försäljning. Fenomenet brukar med ett engelskt begrepp benämnas *adverse selection*¹⁶⁴. Den som vill sälja en bil av god kvalitet kan givetvis försöka att övertyga marknaden om den goda kvaliteten, men köparen kommer likväl ha svårt att bedöma huruvida de uppgifter som säljaren lämnar är pålitliga eller inte.¹⁶⁵ På grund av informationsasymmetrin är det endast aktörer som innehar vissa egenskaper som har ett intresse av att en viss transaktion äger rum, i det här fallet säljare av bilar med sämre kvalitet.¹⁶⁶ Resultatet blir att omsättningen på marknaden minskar, jämfört med om denna informationsasymmetri inte hade rått. Marknaden kan därmed sägas bli illikvid.¹⁶⁷

¹⁶⁰ Se Bergh & Jakobsson, 2017, s. 317 f.

¹⁶¹ Se Bergh & Jakobsson, 2017, s. 318.

¹⁶² Se af Sandeberg, 2002, s. 29.

¹⁶³ 'Lemons', *citroner* på svenska, är amerikanskt slang för bilar av sämre kvalitet.

Beteckningen används ofta då fel upptäcks först efter att affären genomförts.

¹⁶⁴ Begreppet har ingen fastslagen motsvarighet på svenska, men betyder ungefär *negativt urval*.

¹⁶⁵ Se af Sandeberg, 2002, s. 29.

¹⁶⁶ Se Akerlof, 1970, s. 3 ff.; Bergh & Jakobsson, 2017, s. 318 f.

¹⁶⁷ Se af Sandeberg, 2002, s. 29.

För att förhindra en illikvid marknad, och säkerställa att marknaden är välfungerande, krävs därför att informationsfördelningen beaktas särskilt vid den rättsliga regleringen. Denna hänsyn kan tas på tre olika sätt. Det första sättet är att asymmetrin utjämnas genom en skyldighet för den som är särskilt informerad, exempelvis en skyldighet för emittenter att offentliggöra insiderinformation. Eftersom en sådan skyldighet utgör en handlingsplikt krävs att den sanktioneras civil- eller straffrättsligt för att säkerställa att den efterlevs. Det andra sättet asymmetrin kan utjämnas är genom förbud mot att utnyttja information. Med en sådan metod utjämnas inte asymmetrin, men den förhindrar den som är särskilt informerad från att dra fördel av sitt informationsövertag. Det tredje sättet är att förbjuda vilseledande information för att förhindra att asymmetrin består i att någon inte blir korrekt informerad, eller blir felinformerad.¹⁶⁸

Akerlofs citronteori slår fast att osäkerhet gällande kvaliteten på marknadens varor försämrar marknadseffektiviteten för de varor vars kvalitet är förknippade med osäkerhet. Osäkerheten är en direkt följd av informationsasymmetri som råder mellan köpare och säljare avseende varans kvalitet eftersom säljaren antas vara bättre informerad än köparen. En marknad präglad av stor asymmetri är en ineffektiv marknad. Detta grundar sig på en hypotes om att köparen antar att säljaren vet mer om varan och att säljaren därför försöker sälja varor av sämre kvalitet. Köparnas tvivel minskar deras köpvillighet. Sänkt köpvillighet innebär ett lägre erbjudet pris. Ett lägre erbjudande innebär att säljaren inte kan sälja varor av högre kvalitet. Resultatet blir att av köparnas osäkerhet om varans kvalitet leder till att marknaden endast består av varor med sämre kvalitet som köparen antingen undviker, eller endast bjuder ett lågt pris för. Marknaden svämmer därmed över av de sämre varorna (av 'citroner' för att använda Akerlofs begrepp – därav citronteorin).¹⁶⁹

¹⁶⁸ Se af Sandeberg, 2002, s. 31.

¹⁶⁹ Se Knuts, 2010, s. 32 f.

8.5 Sammanfattning av kapitlet

Aktiemarknaden som institut har en viktig roll i en samhällsekonomi. För att marknaden ska fungera ändamålsenligt krävs dock att vissa förhållanden råder. Av betydelse för en välfungerande marknad framhålls ofta effektivitet och information. Utan information kan marknaden inte vara effektiv. Detta framgår av hypotesen om den effektiva marknaden, och kan vidare illustreras med stöd av Akerlofs citronteori. Ingen marknad kan dock uppnå denna optimala funktion endast med ekonomisk teori. För att förhindra informationsasymmetri krävs även rättslig reglering.

9 Analys

9.1 Introduktion

I centrum för detta examensarbete står skyldigheten att offentliggöra insiderinformation. Hur bedömningen ska göras inför fullgörandet av nämnda skyldighet kommer att analyseras under kapitel 9.2, som berör regleringen utifrån ett emittentperspektiv. Denna punkt kommer även att analysera vilka motiv som ligger bakom denna skyldighet, och dess förenlighet med de motiv som presenterats ovan i kapitel två, utifrån ett emittentperspektiv.

Nästföljande del av denna analys, kapitel 9.3, kommer även den att fokusera på motiven bakom skyldigheten att offentliggöra insiderinformation, men med utgångspunkt i rättsekonomiska överväganden utifrån de ekonomiska teorier som presenterades ovan i kapitel åtta.

9.2 Skyldigheten att offentliggöra insiderinformation utifrån ett emittentperspektiv

Genom MAR blev skyldigheten att offentliggöra insiderinformation mer långtgående genom att definitionen av begreppet insiderinformation utvidgades. Skyldighet att offentliggöra insiderinformation kan numera föreligga redan i ett mellanliggande steg i en process knuten till ett förverkligande av en framtida händelse. Denna bedömning har visserligen gjorts av EU-domstolen tidigare, men har numera fastslagits av kommissionen och har därför status som förordning, och inte ”bara” som praxis.

Som motiv till MAR betonas vikten av enhetliga och tydliga ramar för lagstiftningen. Genom en gemensam och tydlig reglering sägs marknadens

integritet bevaras, rättssäkerheten öka och lagstiftningen förenklas för marknadens aktörer.

För emittentens del innebär MAR följande. MAR uppställer ett krav på att offentliggöra insiderinformation. För att utröna vad skyldigheten innebär krävs det att ställning tas till vad insiderinformation är. MAR innehåller en distinkt definition av begreppet. För tydlighetens skull finns dessutom särskilda definitioner av vad som ska förstås med begreppen 'av specifik natur' och 'väsentlig inverkan på priset' i definitionen av begreppet insiderinformation. Problemet är att lagstiftningen, genom att förklara en skyldighet i denna steg-för-steg modell, lämnar fler frågor än svar.

För att förklara vad som utgör 'väsentlig inverkan på priset' har lagstiftaren valt att hänvisa till vad en 'förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut'. För att en emittent ska kunna ta ställning till om information är av sådan art att den ska offentliggöras såsom insiderinformation krävs därför att denna först tar ställning till om den är sådan att just en förnuftig investerare skulle agera på den. Denna formulering väcker en del frågor, åtminstone hos undertecknad. Hur ska begreppet 'förnuftig' förstås? Var går gränsen för 'sannolikt'? Begreppet 'investerare', ska det förstås som den gemene investeraren? Vad en investerare skulle utnyttja som en grund för sitt beslut skiljer sig givetvis åt beroende på vilken investerare det är fråga om. Investerare, liksom alla andra persongrupper, besitter olika kunskapsnivåer och värderar samt bedömer situationer olika. Den information som en investerare skulle uppfatta som viktig för att fatta ett välgrundat beslut behöver därför inte vara densamma som en annan investerare skulle lägga till grund för sitt beslut. Avgörande blir därför vad den 'förnuftige' investeraren skulle utnyttjat.

Lagstiftaren verkar dock ha förutsett de gränsdragningsproblem som kan tänkas uppstå. Av den anledningen har ESMA fått i uppdrag att ta fram riktlinjer för vad som kan utgöra insiderinformation och i vilka situationer sådan kan behöva offentliggöras. Det poängteras dock noga, både i

förordningen och i ESMA:s riktlinjer, att det är fråga om just riktlinjer som inte ämnar att vara uttömmande. Situationerna ska endast ses som exempel, och kan inte fullständigt läggas till grund för emittentens beslut. En bedömning måste alltid göras in casu.

För emittenter noterade på Nasdaq Stockholm tillkommer ytterligare ett regelverk, emittentregelverket. Emittentregelverket hänvisar dock enbart till MAR avseende skyldigheten att offentliggöra insiderinformation. Dock har börsen själv utfärdat ett antal riktlinjer för denna skyldighet, och för MAR i sin helhet. Dessa riktlinjer och den information som tillhandahålls av börsen innehåller emellertid endast, likt EMSA:s riktlinjer, en vägledande och icke-uttömmande uppräkningslista av typsituationer. Det finns dock en möjlighet för emittenter som är osäkra vid bedömningen inför ett eventuellt offentliggörande att ta kontakt med börsens bolagsövervakning och få rådgivning i det specifika fallet. Oberoende av vilket besked som lämnas av börsen vid sådan rådgivning är det alltid emittenten som bär ansvaret för att ett offentliggörande är legitimt grundat. Återigen rör det sig om vägledning, som inte är bindande och som emittenten inte kan åberopa för att rättfärdiga en felaktigt bedömd situation.

För emittentens del innebär denna ordning följande. Emittenten har en skyldighet byggd på vaga formuleringar, vilken definieras med otydliga begrepp, vilka i sin tur förklaras med ännu vagare ordval. Till stöd för sin bedömning av dessa definitioner och formuleringar har emittenten ett antal vägledande typsituationer från ett flertal organ, men samtliga omständigheter ska vägas mot den specifika situationen och den specifika emittenten. Ansvaret för bedömningen ligger alltid på emittenten.

Konsekvenserna av en felbedömning är främst två. Alternativ ett är att bolaget offentliggör information som insiderinformation, trots att denna inte fullt ut når upp till kraven för att klassificeras som sådan. I en sådan situation riskerar emittenten att aktiekursen påverkas på ett negativt sätt, men det kan också innebära att emittenten vilseleder marknaden. Alternativ två är att

emittenten underlåter att uppfylla sin skyldighet att offentliggöra insiderinformation. Resultatet av en sådan ordning kan utläsas ur de ovan, under kapitel sju, refererade besluten från disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm. En emittent som inte fullgör sin skyldighet att offentliggöra insiderinformation i rätt tid, genom rätt information, dokumenterar förloppet på rätt sätt eller kategoriserar information rätt, riskerar sanktioner i form av viten i icke-obetydlig storlek.

Besluten från disciplinnämnden under kapitel sju visar på hur svår bedömningen är att göra i praktiken. Gällande tidpunkten för ett offentliggörande framgår det direkt av lagrummet i MAR att offentliggörandet ska ske 'så snart som möjligt'. I fallet Sandvik¹⁷⁰ publicerades information i förtid av misstag, vilket åtgärdades efter en knapp kvart. I det fallet bedömde disciplinnämnden att 14 minuter inte var att se 'så snart som möjligt' och ansåg att bolaget åsidosatt sin skyldighet. I fallet SEB¹⁷¹ var det fråga om information som disciplinnämnd själv konstaterade inte var typisk insiderinformation. Att ett bolag byter VD är inte en sådan omständighet som rent generellt verkar kurspåverkande enligt disciplinnämnden. Däremot i SEB:s specifika fall ansåg disciplinnämnden att så kunde vara fallet. I efterhand kan konstateras att informationen inte heller i det fallet fick någon inverkan på aktiekursen, men likväl borde SEB ha förstått att den informationen skulle offentliggöras tidigare.

Bedömningen av om ett offentliggörande ska ske eller inte är, för att använda Keisus formulering, subjektiv-objektiv. En subjektiv bedömning ska göras avseende objektiva förutsättningar. Bedömningen präglas i hög grad av en skönsmässighet utan klar grund att falla tillbaka på.

Att ansvaret för bedömningen ligger på emittenten kan motiveras med att det är emittenten själv som (oftast) äger informationen och har störst inblick i hur

¹⁷⁰ Se Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2017:11, refererat ovan under avsnitt 7.4.

¹⁷¹ Se Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2018:3, refererat ovan under avsnitt 7.3.

information påverkar emittentens finansiella värdet och dess verksamhet i sin helhet. Detta bör dock sättas i förhållande till de tänkbara konsekvenserna. Om information offentliggörs för lättvindigt är det emittenten som drabbas av det och får stå konsekvenserna. Om informationen offentliggörs för restriktivt är det emittenten som åläggs sanktioner av disciplinnämnden.

Emittenten ska alltså genomföra en bedömning baserad på vaga definitioner, bära ansvaret för densamma, och riskerar därefter att, oberoende av vilket beslut som fattas, att drabbas av omfattande följder.

Som nämnt inledningsvis var ett av MAR:s främsta motiv att öka rättssäkerheten och förenkla lagstiftningen för marknadens aktörer. Baserat på det ovan sagda kan det konstateras att förhoppningarna överskrider utfallet. Lagstiftningen innehåller fortfarande vaga definitioner och är därigenom svårhanterlig för emittenten. Att öka rättssäkerheten genom en sådan ordning, med skyldigheter som inte kan slås fast på förhand, och avgörande som grundar sig på disciplinnämndens subjektiva bedömning, är inte ett framgångsrecept. Rättssäkerhet är en fundamental del i ett demokratiskt samhälle och bör inte under några omständigheter kompromissas. MAR har, ur ett emittentperspektiv, varken förenklat lagstiftningen eller ökat rättssäkerheten. Det finns därmed välgrundad anledning att ställa sig starkt kritisk mot förordningens förenlighet med de uppställda motiven.

9.3 Skyldigheten att offentliggöra insiderinformation utifrån ett rättsekonomiskt perspektiv

Akerlof betonar vikten av informationssymmetri på marknaden. Då asymmetri råder kommer köplusten att minska på grund av den osäkerhet som är förknippad med asymmetrin. Detta gäller inte endast bilmarknaden som Akerlof använder i sitt exempel, det gäller också värdepappersmarknaden.

Först då marknaden präglas av en perfekt informationssymmetri kommer den optimala marknaden att kunna skapas.

Samma resonemang förs enligt hypotesen om den effektiva marknaden. Enligt EMH avgörs prissättningen utifrån all tillgänglig information. En marknad blir effektiv först då all information finns tillgänglig för alla aktörer på marknaden samtidigt. Att marknaden är effektiv är en av grundpelarna för en väl fungerande marknad. För att prissättningen fullt ut ska återspegla aktiers verkliga värde krävs dessutom att marknadsaktörerna kan lita på att den tillgängliga informationen är korrekt.

Slutsatsen som kan dras av de båda ekonomiska teorierna är att information är av central betydelse för en fungerande marknad. Att alla har tillgång till samma information, samtidigt och under samma förutsättningar, är det i särklass viktigaste momentet för att nå effektivitet på en marknad. Utan en utbredd informationssymmetri minskar investerares köpvillighet, transaktionskostnaderna ökar för emittenter och samhällskostnaderna ökar.

Informationssymmetri är dock ingenting som uppstår av sig själv. För att transaktioner på marknaden ska kunna äga rum krävs att köpare och säljare vågar lita på varandra och lita på att motparten kommer att uppfylla de förpliktelser den åtar sig. Det krävs förtroende på marknaden, och för marknaden. För att uppnå detta förtroende krävs att informationsfördelningen säkerställs, vilket sker genom rättslig reglering.

Skyldigheten att offentliggöra insiderinformation enligt artikel 17 MAR är ett exempel på en sådan reglering. Eftersom det är en skyldighet som ställer krav på aktivt handlande bör en sådan skyldighet sanktioneras, för att säkerställa regelefterlevnad. I det här fallet har det skett genom möjligheten för Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm att utdöma sanktioner, ofta i form av vitesföreläggande.

De argument som presenteras i MAR:s inledande skäl för att motivera en skyldighet för emittenter att offentliggöra insiderinformation tar sikte på att säkerställa och bevara allmänhetens förtroende. Genom allmänhetens förtroende avses ekonomisk tillväxt och välstånd att skapas. Även marknadens integritet som verktyg för att skapa en effektiv marknad poängteras. Dessa argument vinner stöd av de ekonomiska teorier som presenterats ovan i kapitel åtta. Motiven bakom MAR är därmed välgrundade och har en klar förankring i grundläggande nationalekonomisk teori.

Ur ett rättsekonomiskt perspektiv betraktas juridiken ofta som ett verktyg för att uppnå ett högre, samhällsekonomiskt, mål. Genom rättsreglerna avses ekonomisk effektivitet att främjas. Genom att ålägga marknadens emittenter en skyldighet att offentliggöra insiderinformation används en rättsregel som ett verktyg för att skapa informationssymmetri. Genom informationssymmetri skapas förtroende och effektivitet. Med förtroende och effektivitet upprätthålls en välfungerande marknad. Aktiemarknaden i sig är av fundamental betydelse för en marknadsekonomi. Genom en välfungerande aktiemarknad ges samhällsekonomin goda förutsättningar för tillväxt och välstånd. Ur ett rättsekonomiskt perspektiv får det därför anses vara välmotiverat att ålägga emittenter en skyldighet att dela med sig av information i rätt tid, på rätt sätt, för att därigenom uppnå ett högre samhällligt syfte i form av tillväxt och välstånd.

10 Avslutande diskussion

Regleringen på marknadsmissbruksområdet med MAR i spetsen har långtgående visioner om en optimal, rättvis och väl fungerande värdepappersmarknad. Regleringen syftar till att vara detaljreglerad med tydliga riktlinjer för hur en emittent ska bedöma situationen då ett offentliggörande av insiderinformation kan bli aktuellt. Lagstiftningen framhålls som ett verktyg ämnat att underlätta för emittenten, samtidigt som det avser att skydda den underlägsna investeraren.

Skyldigheten för emittenten att offentliggöra insiderinformation förväntas uppfyllas baserat på subjektiva bedömningar utan möjlighet till förhandsbedömning, vilken måste vägas mot vikten av en felbedömning som kan resultera i allvarliga sanktioner. Hur denna situation bör eller kan lösas är dock en svårbesvarad fråga. Förklaringen till problematiken ligger mångt och mycket i den komplexa kontext som värdepappersmarknaden utgör. Med hjälp av ekonomisk teori kan vikten av att motverka informationsasymmetrier beskrivas och förklaras. På en optimal och rättvis marknad har samtliga aktörer tillgång till all information. Problematiken ligger alltså inte i emittentens offentliggörande skyldighet som sådan. Att utjämna informationsasymmetrier är ett nödvändigt krav för att marknaden ska fungera. Problematiken ligger snarare i den osäkerhet som för emittentens del är kopplad till offentliggörande av insiderinformation. Kombinationen mellan icke-uttömmande vägledning från lagstiftarens sida och bedömning på egen risk skapar en ”lose-lose situation” för emittenten.

Att kritisera ett helt system utan att lämna någon form av konstruktiv synpunkt ter sig tämligen onyanserat. Undertecknad är därför av uppfattningen att någon form av förslag på lösningen bör lämnas för att motivera den kritik som presenterats i denna framställning. En lösning, om än en kostsam, tidskrävande och ineffektiv sådan, är att införa en förhandsbedömning från börsens sida. I dagsläget finns möjligheten att vända

sig till börser för att få vägledning. Denna vägledning framhålls dock som just vägledning, och ämnar inte ge emittenten en lättnad från disciplinnämndens eventuella påföljdsutgivande. Genom att dela ansvaret mellan emittenterna och börser för att motverka informationsasymmetrier kan den bristande vägledning och den osäkerhet som är kopplad till offentliggörandeskyldigheten anses bli mer legitim. En sådan lösning skulle vara förenligt med både de rättsliga och de ekonomiska motiven som ligger bakom insiderlagstiftningen.

Vad som kan konstateras är att en analys av skyldigheten att offentliggöra insiderinformation enligt artikel 17 MAR är helt avhängig vilket perspektiv skyldigheten studeras utifrån. Regleringen är ett resultat av motstående intressen och motstående skyddsintressen, och som alltid i en sådan situation måste ett intresse ge vika för att premiera ett annat. Skyddsintressen måste ställas mot varandra, bedömas och prioriteras. I detta fall handlar det, i förlängningen, om att väga bördan av skyldigheten för emittenten mot ett nationalekonomiskt samhällsintresse av välstånd och tillväxt. Sett ur ett strikt emittentperspektiv kan skyldigheten verka oproportionerligt betungande, men med beaktande av de samhällsekonomiska vinster som den kan föra med sig, ter den sig mer ändamålsenlig.

Det finns skäl att kritisera MAR som rättsakt och i synnerhet skyldigheten i artikel 17 för emittenter att offentliggöra insiderinformation. Det finns en rad frågetecken i behov av att rätas ut och begrepp i behov av förklaring. Det finns också skäl att kritisera utformandet av en sådan skyldighet utan att beröra frågan om emittents intresse i proportion till övriga skyddsvärda intressen. Trots det, och kanske tack vare det, bör skyldigheten att offentliggöra insiderinformation, åtminstone utifrån ett rättsekonomiskt perspektiv, anses vara förenligt med de motiv som MAR presenterar.

Motiven uppnås dock på bekostnad av emittenten, men också på bekostnad av rättssäkerheten. Så länge reglerna är utformade på det vaga sätt som är verkligheten idag, finns det alltid anledning att ifrågasätta regleringen och

önska en ordning med tydligare bedömningsgrunder. Genom tydligare bedömningsgrunder skulle förutsebarheten och rättssäkerheten öka, och därigenom också effektiviteten på marknaden samt förtroendet för marknaden. Först då kan skyldigheten att offentliggöra insiderinformation enligt artikel 17 MAR sägas ha uppnått sitt tilltänkta syfte.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Utredningsbetänkanden

SOU 2000:11 Finanssektorns framtid

SOU 2006:50 En ny lag om värdepappersmarknaden

Regeringens propositioner

Prop. 1991/92:113 Om ny börslagstiftning m.m.

Prop. 2004/05:142 Marknadsmisbruk

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

Förordningar

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

[MAR]

Kommissionens genomförandeförordning (EU) 2016/1055 av den 29 juni 2016 om fastställande av tekniska standarder vad gäller de tekniska villkoren för lämpligt offentliggörande av insiderinformation och för uppskjutande av offentliggörandet av insiderinformation i enlighet med Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014.

[Genomförandeförordningen]

Direktiv

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

[MAD]

Elektroniska källor

Föreskrifter finansinspektionen

FFFS 2007:17 Föreskrifter om verksamhet på marknadsplatser

Regelverk och material från Nasdaq Stockholm

Nasdaq Stockholm, *Frågor & Svar*, hämtad 8 mars 2018,

<http://business.nasdaq.com/list/Rules-and-Regulations/European-rules/nasdaq-stockholm/faq/swedish/index.html>. [Nasdaq, 2018a]

Nasdaq Stockholm, *Main Market Price List*, hämtad 18 maj 2018,

http://business.nasdaq.com/media/Nasdaq-Main-Market-Stockholm-Pricelist-2018_tcm5044-21019.pdf. [Nasdaq, 2018b]

Nasdaq Stockholm, *Marknadsmisbruksförordningen (MAR) och skyldigheten att offentliggöra insiderinformation: Frågor och svar med anledning av implementeringen av Marknadsmisbruksförordningen 596/2014 (MAR) 3 juli 2016*, uppdaterad 13 december 2016, hämtad 1 februari 2018,

http://business.nasdaq.com/media/MAR_QA_161213%20SV_tcm5044-35879.pdf. [Nasdaq, 2016b]

Nasdaq Stockholm, *Nasdaq Stockholm meddelar Hexagon AB vite motsvarande två årsavgifter*, 23 mars 2016, hämtad 18 maj 2018,

http://business.nasdaq.com/media/pressmeddelande_disciplinn--mndens-beslut-2017-02_final_swe_tcm5044-51163.pdf. [Nasdaq, 2016a]

Nasdaq Stockholm, *Nasdaq Stockholm meddelar Sandvik AB vite motsvarande en årsavgift*, 29 december 2017, hämtad 18 maj 2018,

http://business.nasdaq.com/media/20171229_Sandvik_SWE_tcm5044-55689.PDF. [Nasdaq, 2017b]

Nasdaq Stockholm, *Nasdaq Stockholm meddelar Skandinaviska Enskilda Banken vite motsvarande en årsavgift*, 14 juli 2017, hämtad 18 maj 2018, http://business.nasdaq.com/media/pressmeddelande-SEB_tcm5044-51179.pdf. [**Nasdaq, 2017a**]

Nasdaq Stockholm, *Regelverk för emittenter*, 1 januari 2015. [**Emittentregelverket, 2015**]

Nasdaq Stockholm, *Regelverk för emittenter*, 3 januari 2018, http://business.nasdaq.com/media/Nasdaq-Stockholms-regelverk-för-emittenter-3-januari-2018_tcm5044-53544.pdf. [**Emittentregelverket, 2018**]

Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm

Beslut 2002:5, Verkställande direktören vid Stockholmsbörsen AB – Biophausia AB (publ).

Beslut 2017:02, Nasdaq Stockholm – Hexagon AB.

Beslut 2017:06, Nasdaq Stockholm – Skandinaviska Enskilda Banken AB.

Beslut 2017:11, Nasdaq Stockholm – Sandvik AB.

ESMA

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

Litteratur

Böcker

Anjou, Mattias, *Sanktioner och straff på finansmarknaden*, Örtengren, Torsten (red.), *Ledning och kontroll på värdepappersmarknaden*, 1:a upplagan, Studentlitteratur, Lund, 2015, s. 85 – 112. [**Anjou, 2015**]

Bergh, Andreas & Jakobsson, Niklas, *Modern mikroekonomi: marknad, politik och välfärd*, 4:e upplagan, Studentlitteratur, Lund, 2017. **[Bergh & Jakobsson, 2017]**

Bernitz, Ulf & Kjellgren, Anders, *Europarättens grunder*, 6:e upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm, 2018. **[Bernitz & Kjellgren, 2018]**

Dahlman, Christian & Glader, Marcus & Reidhav, David, *Rättsekonomi - En introduktion*, 2:a upplagan, Studentlitteratur, Lund, 2004. **[Dahlman, Glader & Reidhav, 2002]**

Devlin, Alan, *Fundamental principles of law and economics*, 1:a upplagan, Routledge, New York, 2015. **[Devlin, 2015]**

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

Härkönen, Elif, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning – särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper*, 1:a upplagan, Jure Förlag AB, Stockholm, 2013. **[Härkönen, 2013]**

Keisu, Jenny, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning – om hantering av kurspåverkande information, informationsläckor, rykten och educated guesses*, Aktiemarknadsrättslig skriftserie 1, Uppsala universitet, Uppsala, 2009, s. 13 – 80. **[Keisu, 2009]**

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

Korling, Fredric & Zamboni, Mauro, *Juridisk metodlära*, 1:a upplagan, Studentlitteratur, Lund, 2013. **[Korling & Zamboni, 2013]**

Lehrberg, Bert, *Praktisk juridisk metod*, 10:e upplagan, Iusté, Uppsala, 2018. [**Lehrberg, 2018**]

af Sandeberg, Catarina, *Marknadsmisbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, Iustus Förlag AB, Uppsala, 2002. [**af Sandeberg, 2002**]

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

Sevenius, Robert & Örtengren, Torsten (red.), *Börsrätt*, 4:e upplagan, Studentlitteratur, Lund, 2017. [**Sevenius & Örtengren, 2017**]

Artiklar

Akerlof, George A, *The market for lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, Quarterly Journal of Economics 1970. [**Akerlof, 1970**]

Fama, Eugene A, *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*, The Journal of Finance, Vol 25, No 2, 1970, s.383 – 417. [**Fama, 1970**]

Jareborg, Nils, *Rättsdogmatik som vetenskap*, SvJT 2004 s. 4 – 9. [**Jareborg, 2004**]

Thorstensson, Michael, *Den svenska insiderregleringen ur en finansiell synvinkel*, Juridisk Tidskrift 2000/01 Nr 3 s. 573 – 605. [**Thorstensson, 2001**]

Rättsfallsförteckning

Europeiska unionens domstol

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

U.S. Supreme Court

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