



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Sophia Reutercrona

Insiderinformation

En utredning av begreppets definition i artikel 7 MAR
och dess förenlighet med förordningens bakomliggande syften

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet
30 högskolepoäng

Handledare: Per Samuelsson

Termin för examen: Period 1 HT2018

Innehåll

| | |
|---|-----------|
| SUMMARY | 1 |
| SAMMANFATTNING | 2 |
| FÖRORD | 3 |
| FÖRKORTNINGAR OCH DEFINITIONER | 4 |
| 1 INLEDNING | 7 |
| 1.1 Introduktion | 7 |
| 1.2 Syfte och frågeställningar | 8 |
| 1.3 Avgränsningar | 8 |
| 1.4 Metod och perspektiv | 9 |
| 1.5 Forskningsläge | 11 |
| 1.6 Material | 13 |
| 1.7 Disposition | 14 |
| 2 BAKGRUND | 15 |
| 2.1 Lagen om registrering av aktieinnehav | 15 |
| 2.2 Lagen om värdepappersmarknaden | 15 |
| 2.3 Insiderdirektivet | 16 |
| 2.4 Insiderlagen | 16 |
| 2.5 Insiderstrafflagen | 17 |
| 2.6 Marknadsmisbruksdirektivet | 17 |
| 2.7 Marknadsmisbrukslagen | 19 |
| 2.8 Marknadsmisbruksförordningen | 20 |
| 2.9 Det nya marknadsmisbruksdirektivet | 22 |
| 3 ÄNDAMÅLEN BAKOM MAR | 23 |
| 4 INSIDERINFORMATION ENLIGT ART. 7 MAR | 28 |
| 4.1 Inledning | 28 |

| | |
|--|-----------|
| 4.2 Av specifik natur | 28 |
| 4.2.1 Omständigheter eller händelse | 30 |
| 4.2.2 Förväntanestet | 30 |
| 4.2.3 Potentiell effekt på priset | 32 |
| 4.2.4 Mellanliggande steg i en pågående process | 34 |
| 4.3 Ej offentliggjord | 37 |
| 4.4 Hänför sig till emittenter eller finansiella instrument | 38 |
| 4.5 Väsentlig inverkan på priset | 39 |
| 5 DEFINITIONEN I SIN KONTEXT | 44 |
| 5.1 Inledning | 44 |
| 5.2 Förbud mot insiderhandel | 45 |
| 5.3 Röjande av insiderinformation | 46 |
| 5.4 Offentliggörande av insiderinformation | 47 |
| 5.4.1 Inledning | 47 |
| 5.4.2 Tidpunkt för offentliggörande | 47 |
| 5.4.3 Tillvägagångssätt för offentliggörande | 48 |
| 5.4.4 Uppskjutande av offentliggörande | 49 |
| 5.5 Insiderförteckningar | 50 |
| 5.6 Problemet med begreppets dubbla användningsområde | 51 |
| 6 INSIDERINFORMATION I SVENSK RÄTTSPRAXIS | 54 |
| 6.1 Real heart-målet | 54 |
| 6.2 SES-målet | 55 |
| 7 UNDANTAG | 57 |
| 7.1 Intern vetskap | 57 |
| 7.2 Eget analytiskt arbete | 60 |
| 8 SAMMANFATTANDE ANALYS | 61 |
| KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING | 68 |
| Källor | 68 |
| Offentligt tryck | 68 |
| Sverige | 68 |
| Europeiska unionen | 68 |
| Elektroniska källor | 68 |
| Litteratur | 69 |

| | |
|--------------------------------------|-----------|
| RÄTTSFALLSFÖRTECKNING | 73 |
| EU-domstolsavgöranden | 73 |
| Amerikansk praxis | 73 |
| Svensk praxis | 73 |
| Diciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm | 73 |

Summary

On 3 July 2016, Regulation (EU) No 596/2015 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse, market abuse regulation (MAR), entered into force. MAR has been criticized due to its allegedly vague provisions and for straining issuers with extensive administration in order for them to comply with the regulation.

This essay aims to investigate the definition of inside information in art. 7 MAR. It is essential for economic actors, marketplaces, authorities and courts that there is no ambiguity regarding the concept of inside information. Additionally the aim is to investigate whether the definition of inside information is formulated and interpreted in such a way that it contributes to achieving the overall goals and objectives of MAR.

The concept of inside information is pivotal to the regulation. It constitutes an important basis for the other provisions in MAR, such as the prohibition of insider dealing and of unlawful disclosure of inside information, public disclosure requirements and provisions regarding insider lists. Administrative measures and criminal sanctions ensure compliance.

The market abuse regulation aims to achieve an efficient and transparent market in which the public has confidence, which in turn is prerequisite for economic growth and wealth. It also aims at establishing a more uniform framework within the EU and to provide more legal certainty and less regulatory complexity for market participants through a closer definition of inside information. Market abuse harms the public confidence in securities and prevents market transparency, which is a prerequisite for trading for all economic actors and ensuring accurate pricing. Therefore, MAR contains an insider dealing prohibition as well as a public disclosure obligation for issuers.

The definition of inside information consists of 4 elements. Each element requires careful consideration. The elements that have resulted in animated discussions and that require the most deliberate considerations by courts are the “precise nature” of that information and “the significance of its potential effect” on the prices of the financial instruments. Hypothetical assessments are required and there is a lack of guidance on how the elements are to be interpreted. Neither does this contribute to the uniform application nor to the legal certainty that the EU intended. However, the definition of inside information has been formulated and interpreted by the European Court of Justice in a way that creates efficiency and transparency in the securities market. The definition ensures a balance between the scope of the insider trading prohibition and the public disclosure provisions. However, some difficulties of interpretations remain and there is a need of further guidance from the EU.

Sammanfattning

Den 3 juli 2016 trädde Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2013 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk, marknadsmissbruksförordningen (MAR), i kraft. MAR har mötts av en del kritik i form av att den påstås vara svårtolkad och medför omfattande administrativa krav för emittenter vars värdepapper är upptagna till handel för allmänheten.

Syftet med denna uppsats är att utreda definitionen av insiderinformation i art. 7 MAR. Det är nämligen väsentligt för både marknadsaktörer, marknadsplatser, myndigheter och domstolar att det inte råder tvivel om vad som menas med insiderinformation. Syftet med denna uppsats är vidare att ta reda på om definitionen av insiderinformation är formulerad och kan tolkas på så sätt att den verkar för att MARs övergripande mål och syften uppnås.

Insiderinformation utgör ett centralt begrepp i förordningen. Det utgör en viktig del för tillämpningen av övriga bestämmelser i förordningen, såsom reglerna om förbud mot insiderhandel, förbud att röja insiderinformation, offentliggöranderegler samt insiderförteckningar. Administrativa och straffrättsliga sanktioner är knutna till reglerna.

Marknadsmissbruksregelverket avser att uppnå en effektiv och öppen marknad som har allmänhetens förtroende, vilket i sin tur är en förutsättning för en god samhällsekonomi. Andra syften är att skapa enhetlighet inom EU samt att förbättra rättssäkerheten och förenkla lagstiftningen för marknadsaktörer genom en mer detaljerad förklaring av definitionen av insiderinformation. Marknadsmissbruk har ansetts skada förtroendet för marknaden och hindra den öppenhets på marknaden, som är en förutsättning för handel och korrekt prisbildning. MAR förbjuder därför insiderhandel och ålägger emittenter på värdepappersmarknaden att offentliggöra insiderinformation.

Definitionen av insiderinformation består av 4 element. Inom ramen för varje element är det nödvändigt att göra bedömningar kring hur vaga ord och rekvisit ska förstås. De element som i litteraturen gett upphov till livligast diskussion och som kräver detaljerade överväganden av domstolar är elementen som innebär att informationen ska vara av ”specifik natur” och ha en ”väsentlig inverkan på priset” på finansiella instrument. Här görs hypotetiska bedömningar och i mångt och mycket saknas vägledning kring hur elementen ska tolkas. Detta bidrar varken till den enhetliga tillämpningen eller till den rättssäkerhet som EU avsett med regelverket. Däremot har definitionen av insiderinformation formulerats och tolkats av EU-domstolen på ett sätt som skapar effektivitet och öppenhet på värdepappersmarknaden. Definitionen medför en avvägning mellan tillämpningsområdet för insiderhandelsförbudet och offentliggöranderegler. Dock kvarstår tolkningssvårigheter och behov av ytterligare vägledning från EU finns.

Förord

Det är med en bitterljuv känsla inom mig som jag nu skriver mina allra sista meningar på Juristprogrammet och därmed avslutar min studietid i Lund. En tid som utan tvekan har varit den bästa hittills.

Min kära pappa sa till mig inför min allra första föreläsning i Lund – när jag inte hade den blekaste aning om vad nollning, nation, ärtsoppesittning eller akademisk kvart var för något – ”Det här med studentlivet är ändå rätt så kul”, medan jag såg hur han nostalgiskt tänkte tillbaka på sin egen studietid i Lund. Inte trodde jag honom då, men nu såhär med facit i hand vet jag att pappa hade rätt, precis som han brukar ha. Minnena från studietiden i Lund och utbytesstudier på UCLA kommer alltid ligga mig varmt om hjärtat.

Jag vill nu ta tillfället i akt och rikta ett varmt tack till min kära familj för den ovärderliga kärlek, uppmuntran, stöttning och beröm jag fått under hela min skoltid. Tack för att ni alltid trott på mig när jag själv inte alltid gjorde det. Kära pappa – tack för att du alltid har svar på mina frågor, tack för all korrekturläsning och för skjutsen till Lund när Skånetrafiken inte hållit tidtabellen. Kära mamma – tack för att du alltid ställt upp och för att du alltid finns där för mig. Tack för att jag blivit servad där hemma när studierna gjort att tiden inte riktigt räckt till. Tack till mina älskade vänner som förgyllt de här 5 och ett halvt åren i Lund. Jag hade inte varit där jag är nu om det inte vore för er. Emelie – jag är för evigt tacksam för att Juristprogrammet gett mig en vän som du. Med dig slutade till och med stressigt och ångestfyllt tentaplugg i så mycket skratt att magmusklerna värkte och tårarna rann.

Tack till Advokatfirman Vinge för en inspirerande och otroligt lärorik uppsatspraktik. Särskilt tack till Erik Sjöman för all värdefull hjälp och ditt engagemang. Och stort tack till min fadder Astrid Isberg för alla goda råd, inspiration och värme du gett mig.

Och slutligen stort tack till min handledare Per Samuelsson för kloka synpunkter, vägledning under uppsatsskrivandet och för att du ställt upp på möten och genomläsning av uppsatsen och med kortast möjliga varsel.

Nu är jag oerhört nära och ser med stor spänning fram emot vad som väntar framöver.

Sophia Reutercrona

Malmö, den 20 december 2018

Förkortningar och definitioner

| | |
|------------------------|--|
| CESR | Committee of European Securities Regulation (Sv. Kommittén för europeiska tillsynsmyndigheter på värdepappersområdet). Numera ersatt av ESMA, se nedan. |
| Emittent | Med emittent avses i denna uppsats en juridisk person som emitterar eller föreslår emission av finansiella instrument <ul style="list-style-type: none">a) som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller för vilka en ansökan om upptagande till handel har lämnats in;b) med vilka handel bedrivs på en MTF-plattform, som är upptagna till handel på en MTF-plattform eller för vilka en ansökan om upptagande till handel på en MTF-plattform har lämnats in;c) med vilka handel bedrivs på en OTF-plattform; ochd) som inte omfattas av led a, b, eller c och vars pris eller värde beror eller inverkar på priset på eller värdet av ett finansiellt instrument som avses i de leden, jfr art. 2(1)(a–d) MAR. |
| ESMA | European Securities and Markets Authority (Sv. Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten) |
| EU | Europeiska unionen |
| Finansiellt instrument | Med finansiellt instrument avses i denna uppsats bl.a. aktier och andra överlåtbara papper, penningmarknadsinstrument, fondandelar och optioner, swappar och andra finansiella derivatinstrument. Jfr art. 3(1)(1) MAR, art. 4(1)(15) och Avsnitt C i bilaga i Mifid II. |
| Insiderdirektivet | Rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter om insiderhandel |
| IT | Informationsteknik |

| | |
|----------|--|
| KompL | Lagen (2016:1306) med kompletterande bestämmelser till EUs marknadsmissbruksförordning |
| MAD | Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk) |
| MAD II | Europaparlamentets och rådets direktiv nr 2014/57/EU av den 16 april 2014 om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk (marknadsmissbruksdirektiv) |
| MAR | Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2015 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 |
| Mifid II | Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU. |
| MTF | Multilateral Trading Facility (Sv. Multilateral handelsplattform). Med MTF avses i denna uppsats ett multilateralt system som drivs av ett värdepappersföretag eller en marknadsoperatör och som sammanför flera tredjeparters köp- och säljintressen i finansiella instrument – inom systemet och i enlighet med icke-skönsmässiga regler – så att detta leder till ett kontrakt. Jfr art 3(1)(7) MAR och art. 4(1)(22) i Mifid II. I Sverige finns idag tre MTFer: Spotlight Stock Market, First North och Nordic MTF. |
| OTF | Organised Trading Facility (Sv. Organiserad handelsplattform). Med OTF avses i denna uppsats ett multilateralt system som inte är en reglerad marknad eller en MTF-plattform, och inom vilket flera tredjeparters köp- och säljintressen i obligationer, strukturerade finansiella produkter, m.m. kan interagera inom systemet så att det le- |

der till ett kontrakt. Jfr art. 3(1)(8) MAR och art. 4(1)(23) i Mifid II.

Prop.

Proposition

Reglerad marknad

Med reglerad marknad avses i denna uppsats ett multilateralt system som drivs och/eller leds av en markandsoperatör, vilket sammanför eller underlättar sammanförandet av flera tredjeparters köp-och säljintressen i finansiella instrument – inom systemet och i enlighet med dess icke-skönsmässiga regler – så att detta leder till kontrakt i fråga om finansiella instrument upptagna till handel enligt dess regler och/eller system, och som är auktoriserat och löpande verksamt. Jfr art. 3(1)(6) MAR och art. 4(1)(21) i Mifid II. Ett svenskt företag som driver en reglerad marknad med tillstånd kallas ”börs”. Det finns två reglerade marknader i Sverige: Nasdaq Stockholm och NGM Equity.

Öppenhetsdirektivet

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad om ändring av direktiv 2001/34/EG. Har ändrats genom Europaparlamentets och rådets direktiv 2013/50/EU av den 22 oktober 2013

1 Inledning

1.1 Introduktion

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2015 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk¹ (hädanefter marknadsmissbruksförordningen, MAR) trädde i kraft den 3 juli 2016. I media har florerat en hel del uttryck för missnöje med förordningen. Yrkesverksamma har bl.a. framfört att det sedan förordningens ikraftträdande har varit ”stökigt” för både de noterade bolagen, marknadsplatserna och Finansinspektionen, som ställts inför svårigheten att tolka förordningens bestämmelser och att leva upp till de nya strängare kraven. Insiderreglerna, som är en central del av marknadsmissbruksregelverket, tycks ha varit problematiska och svårtolkade redan under det förra regelverket, och ovissheten trycks kvarstå. MAR har kallats för ett ”tungrott regelverk” och den omfattande administrativa hanteringen som följer av MAR har till och med drivit fram IT-verktyg bland jurister för att underlätta.²

Bolagsrepresentanter inom branschen har rasat mot regelverket och har uttryckt att ”de som uppfann MAR har inte drivit företag”.³ Ordvitsar som ”MAR-dröm” i artiklar och böcker ger en fingervisning om yrkesverksammas inställning till regelverket.⁴

Ett centralt begrepp för förordningen är ”insiderinformation”, som definieras i art. 7 i förordningen. För aktörer på finansmarknaden är det viktigt att det står klart vad som utgör insiderinformation, och när sådan information uppkommer. Vid den tidpunkten blir nämligen ett omfattande och komplicerat regelverk tillämpligt innehållande bl.a. regler om förbud mot insiderhandel, förbud att röja insiderinformation och krav på att synliggöra informationen på marknaden. Administrativa och straffrättsliga sanktioner kan riktas mot dem som bryter mot reglerna.

Mot bakgrund av tolkningssvårigheterna och komplexiteten i MAR är det därför väsentligt, både för aktörerna på marknaden, marknadsplatserna, Finansinspektionen och rådgivare till noterade bolag, såväl som domstolar att uttröna vad som egentligen menas med insiderinformation. Viktigt är givetvis att i den tolkningen beakta de övergripande mål och syften som förordningen avser att uppnå.

¹ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2015 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.

² Se Engholm (2017).

³ Se Wendel (2018).

⁴ Se Wendel (2017); Schmauch (2018) s. 10.

1.2 Syfte och frågeställningar

Syftet med denna uppsats är att utreda innebörden av begreppet ”insiderinformation” enligt dess lydelse i art. 7 MAR. Vidare avser uppsatsen att utreda huruvida denna innebörd förhåller sig förenlig med det bakomliggande syftet med marknadsmissbruksregleringen på EU-rättslig nivå. Uppsatsen kommer löpande ta upp komparativa inslag där det är relevant för ökad förståelse och ytterligare problematisering av innebörden av begreppet insiderinformation.

De frågeställningar som uppsatsen vill besvara är följande:

- Vilka är de bakomliggande syftena med marknadsmissbruksregleringen inom EU?
- Hur definieras insiderinformation enligt gällande rätt?
- Vilka regler är kopplade till förekomsten av insiderinformation?

1.3 Avgränsningar

I art. 7 MAR finns tre olika typer av insiderinformation definierade, se punkten 1(a-c). Art. 7 MAR tar sikte på marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument, se punkt 1(a), marknadsmissbruk vid handel med råvaruderivat, se punkt 1(b), och slutligen marknadsmissbruk vid handel med utsläppsrätter, se punkt 1(c). Denna uppsats kommer endast att behandla den första typen och således inte marknadsmissbruk vid handel med råvaruderivat respektive utsläppsrätter. Uppsatsen kommer inte heller beröra punkten 1(d) vilken stadgar att insiderinformation även kan finnas hos dem som genomför transaktioner och handelsordrar åt andra.

Även om det ligger nära till hands att i sammanhanget beröra marknadsmanipulation, då detta tillsammans med insiderhandel och röjande av insiderinformation tillsammans utgör *marknadsmissbruk*⁵ enligt MAR, kommer inte heller detta beröras i uppsatsen. Detta beror på att reglerna om marknadsmanipulation inte förutsätter användning av begreppet ”insiderinformation”.

Uppsatsen avgränsas även på så sätt att de regler som framgår av art. 19 MAR om insynsrapportering om transaktioner utförda av personer i ledande ställning samt handelsförbudet om 30 dagar som gäller för denna personkrets, inte kommer att beröras. Detsamma gäller reglerna om marknadssonderingar i art. 11 MAR.

Uppsatsen är kapitalmarknadsrättslig.⁶ Därför kommer inte de administrativa eller straffrättsliga sanktionsreglerna i MAR och Europaparlamentets

⁵ Se prop. 2016/17:22 s. 1.

⁶ Eklund och Stattin framhåller att kapitalmarknadsrätten innehåller regler om verksamheten på kapitalmarknaden bl.a. regler om olika finansiella företag såsom banker, försäkrings-

och rådets direktiv nr 2014/57/EU av den 16 april 2014 om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk (hädanefter kallat det nya marknadsmissbruksdirektivet, MAD II)⁷ att beröras i någon nämnvärd utsträckning.

Fokus för denna uppsats är MAR. Eftersom att denna är en förordning och därmed är bindande och direkt tillämplig inom hela EU har redogörelse för hur andra EU-medlemsländer än Sverige, tolkat art. 7 MAR lämnats utanför framställningen. De komparativa inslagen i uppsatsen är från amerikansk rätt. Detta eftersom att USA kan anses vara ett av de första länderna som införde insiderlagstiftning⁸ och för att belysa hur ett land utanför EU har definierat begreppet ”insiderinformation”.

1.4 Metod och perspektiv

Uppsatsen syftar till att utreda innebörden av begreppet ”insiderinformation” utifrån dess lydelse i EUs marknadsmissbruksförordning (MAR) samt hur denna definition förhåller sig till syftet med regelverket. Eftersom de regler som är föremål för undersökning i detta examensarbete har sitt ursprung i unionsrätten används en EU-rättslig metod som är kännetecknande för hur EU-rättsliga källor ska hanteras.

Europeiska unionen (EU) har tillkommit genom att självständiga stater beslutat sig för att samarbeta inom vissa områden. Inom EU har inrättats institutioner med befogenhet att anta bindande rättsakter samt en domstolsorganisation som tilldelats exklusiv kompetens att uttolka rättsakterna.⁹

De grundläggande fördragen kompletteras av omfattande lagstiftning i form av t.ex. förordningar och direktiv. Den främsta rättskällan för detta examensarbete är marknadsmissbruksförordningen (MAR). Förordningar har särskilt stor genomslagskraft då de har allmän giltighet, är bindande och direkt tillämpliga i varje medlemsstat. De ska tillämpas av myndigheter och domstolar och kan åberopas av enskilda. En förordning varken ska eller får införlivas eller transformeras till nationell rätt. En medlemsstat är dessutom förhindrad att lagstifta på det område som förordningen avser att reglera. Förordningar kan även antas i form av genomförandeförordningar, med vilka menas bindande rättsakter som kompletterar en annan rättsakt.¹⁰

Innan MAR trädde i kraft reglerades frågan om marknadsmissbruk i EU-direktiv. I denna uppsats behandlas direktiven främst för att belysa regelverkets historiska utveckling. Direktiv riktar sig till medlemsstaterna och föreskriver vad varje stat ska förverkliga i nationell lagstiftning. Dessa måste till

bolag, värdepappersbolag, fonder och marknadsplatser. Kapitalmarknadsrätten innehåller främst regler om företagens bedrivande, se Eklund och Stattin (2016a).

⁷ Europaparlamentets och rådets direktiv nr 2014/57/EU av den 16 april 2014 om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk (marknadsmissbruksdirektiv).

⁸ Se Ventoruzzo och Mock (2017) s. 16-17.

⁹ Se Reichel (2008) s. 109 och 111.

¹⁰ Se Bernitz och Kjellgren (2018) s. 56–57.

skillnad från förordningarna implementeras i nationell rätt. Hur detta går till är upp till varje medlemsland att bestämma.¹¹

Slutligen finns en rad andra normer som trots att de inte är bindande ändå kan utgöra betydelsefullt tolkningsunderlag och vara vägledande, så kallad ”soft law”. Så är fallet med de riktlinjer som Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (ESMA) har utfärdat.¹²

Vid EU-domstolens tolkning av enskilda bestämmelser kan urskiljas tolkningsprinciper: språklig tolkning, systematisk tolkning samt syftestolkning. Systematisk tolkning innebär att bestämmelsen tolkas mot bakgrund av det systematiska sammanhang den ingår. Syftestolkning innebär att en bestämmelse tolkas mot bakgrund av vad som varit åsyftat. Vid sin tolkning väger EU-domstolen ofta samman dessa tre tolkningsprinciper till en samlad helhetsbedömning. En fjärde tolkningsprincip som domstolen använder sig av är den teleologiska. Den har nära samband med syftet och innebär att en bestämmelse tolkas mot bakgrund av dess funktion och effekter inom unionsrätten.¹³

EU-domstolen har dessutom framhållit att de olika språkversionerna av EU-rättsakterna är lika autentiska och om det föreligger bristande överensstämmelse mellan olika språkversioner av en viss bestämmelse ska den tolkas mot bakgrund av syftet med och systematiken hos övriga regler i rättsakten den ingår i. Det är inte ovanligt att tolkningen av en unionsrättslig bestämmelse innefattar en jämförelse mellan de olika språkversionerna.¹⁴

Att hantera rättsakterna enligt en EU-rättslig metod innebär vidare att unionsrätten i stort sett saknar en svensk motsvarighet till förarbeten. Istället utgör ingressen till EU-rättsakterna, där syftet med den specifika rättsakten anges, högst väsentlig tolkningshjälp även om de inte anses vara juridisk bindande.¹⁵

I drygt hälften av förhandsavgörandena inför EU-domstolen har generaladvokaten dessförinnan tagit fram ett motiverat yttrande med förslag till avgörande. Yttrandena ger ofta en värdefull kompletterande belysning av rättsfrågorna som kan underlätta EU-domstolens dömande och ger i regel bredare argumentation och resonemang, men EU-domstolen är helt obunden av generaladvokatens yttrande och står fri att gå på en annan linje i sitt avgörande än generaladvokatens. Självklart är också den europeiska juridiska doktrinen en viktig källa inom ramen för den EU-rättsliga metoden.¹⁶

Eftersom att MAR är en direkt tillämplig och bindande förordning har svensk gällande rätt indirekt utretts genom studiet av den EU-rättsliga för-

¹¹ Se Bernitz och Kjellgren (2018) s. 58.

¹² Se Bernitz och Kjellgren (2018) s. 60; Kaldal och Sjöberg (2018) s. 50.

¹³ Se Bernitz och Kjellgren (2018) s. 196–197.

¹⁴ Se Bernitz och Kjellgren (2018) s. 202–203.

¹⁵ Se Bernitz och Kjellgren (2018) s. 198–199.

¹⁶ Se Bernitz och Kjellgren (2018) s. 195 och 209.

ordningen. Svensk lagstiftning hänvisar nämligen direkt till art. 7 MAR. Trots arbetets tydliga EU-rättsliga prägel och perspektiv har det ändå varit väsentligt att, utifrån en klassisk rättsdogmatisk metod, använda argument hämtade från de allmänt accepterade rättskällorna, såsom lagstiftning, rättspraxis, lagförarbeten, och rättsvetenskaplig litteratur för att få ytterligare vägledning om, och framförallt ett svenskt perspektiv på hur begreppet insiderinformation ska förstås.¹⁷ Detta gäller såväl rättskällor från tiden efter MARs ikraftträdande som tiden före, i den mån tidigare rättskällor fortfarande är relevanta.

De ekonomiska dimensionerna i aktiebolagsrätten och aktiemarknadsrätten gör att det ligger nära till hands att föra en rättsekonomisk diskussion kring marknadsmissbruksreglerna.¹⁸ De ekonomiska argumenten genomsyrar de större delarna av denna uppsats, men blir som mest framträdande i kapitel 3 som behandlar ändamålen bakom MAR och marknadsmissbruksreglerna i övrigt. Den rättsekonomiska argumentationen blir där deskriptiv i så motto att den belyser tankegången bakom gällande marknadsmissbrukslagstiftning.

Slutligen har marknadsmissbruksreglerna utretts ur ett historiskt perspektiv, med syfte att förstå hur insiderinformation definierats sedan insiderlagstiftning infördes i svensk rätt, i förhoppning om att detta ger läsaren en djupare förståelse för regelverket, samt för att belysa de relativt små förändringar som gjorts över åren i hur insiderinformation har definierats. De små förändringarna ger i sin tur stöd för att äldre regelverk kan vara relevanta för tolkningen av nuvarande regelverk. Exempelvis får rättskällor under föregångaren till MAR, nämligen Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk), (hädanefter kallad marknadsmissbruksdirektivet, MAD), riktlinjer från ESMA, litteratur och rättspraxis från EU-domstolen, fortsatt relevans även under MAR.

1.5 Forskningsläge

MAR har i skrivande stund varit gällande i drygt två och ett halvt år. Regelverket är således relativt nytt och litteraturen på området är begränsad.

Mycket av litteraturen rör begreppet insiderinformation under MAD, och då med särskilt fokus på problematiken kring begreppets dubbla användningsområden – dels som grund för insiderhandelsförbudet och dels för offentliggörandereglererna.¹⁹ Här är bl.a. Jesper Lau Hansens, professor i associationsrätt vid Köpenhamns Universitet, bidrag av särskilt stor betydelse.²⁰ Han

¹⁷ Se Kleineman (2018) s. 21; Kaldal och Sjöberg (2018) s. 14.

¹⁸ Se Eklund och Stattin (2016b) s. 37–38.

¹⁹ Se närmare om detta under avsnitt 5.6.

²⁰ Se bl.a. Lau Hansen (2016), 'Say when: When must an issuer disclose inside information?'; Lau Hansen, (2012), 'The Hammer and the Saw – A Short Critique of the Recent Compromise Proposal for a Market Abuse Regulation'.

redogör för hur definitionen av insiderinformation inverkar på tillämpningen av insiderhandelsförbudet respektive offentliggörandereglerna, och vikten av att de båda regelverken uppnår de respektive mål som avsetts med bestämmelserna. Hans arbete får även betydelse för förståelsen av insiderinformation enligt MAR, då han arbetar med att försöka definiera begreppet enligt dess lydelse samt utröna när emittenter måste offentliggöra information enligt förordningen.

Matthijs Nelemans, professor vid Tilburg Law School, och Michael Schouten, vid juridiska fakulteten vid University of Amsterdam samt Duisenberg School of Finance har arbetat med att utröna när information utgör insiderinformation i en takeover-situation. Deras arbete härrör från då MAD var tillämplig, men har till viss del relevans även under nu gällande MAR.²¹

Magnus Schmauch²² har arbetat fram *EU:s marknadsmissbruksförordning m.m. – En kommentar* (2018). Framställningen samlar hela regelverket för första gången på svenska och är användbar för såväl akademiker och verkssamma jurister som intresserar sig för regelverket.

Därutöver har *Market Abuse Regulation – Commentary and Annotated Guide* (2017), skriven av Marco Ventoruzzo²³ och Sebastian Mock²⁴, publicerats. Boken ger en kommentar till varje artikel i MAR och innefattar djupgående analyser och problematisering kring definitionen av insiderinformation.

På området finns även en rad läroböcker som behandlar frågor om marknadsmissbruk och definitionen av insiderinformation. Litteraturen är däremot mer allmänt hållen och någon djup analys kring hur begreppet insiderinformation ska förstås, enligt MAR, ges inte i dessa.

Begreppet insiderinformation har sedan MAR trätt i kraft behandlats i en rad examensarbeten. Begreppet har bl.a. undersökts i ljuset av dess dubbla användningsområde, av dess tillämpningssvårigheter och i förhållande till otillåten insiderhandel och offentliggörandereglerna. Efter viss efterforsk-

²¹ Se bl.a. Nelemans och Schouten, (2013), 'Takeover Bids and Insider Trading'.

²² Magnus Schmauch, jur. dr. och fil. kand., är rådgivare på Finansinspektionen där han arbetar med bl.a. marknadsmissbruksfrågor. Han har tidigare arbetat som rättssekreterare på EU-domstolen och EFTA-domstolen och på advokatbyrå. Han är även verksam vid Stockholm Centre of Commercial Law (SCCL) på avdelningen för finansmarknadsrätt, undervisar på Stockholms universitet och är författare till ett stort antal artiklar med fokus på EU-rätt, EES-avtalet, processrätt och konstitutionell rätt, se Schmauch (2018).

²³ Marco Ventoruzzo är professor i juridik Bocconi University, Milano, Italien och är verksam vid Department of Legal Studies samt professor vid Pennsylvania State University Law School, State College, USA. Han intresserar sig för, forskar kring och undervisar i främst corporate governance, corporate finance, marknadsmissbruk, takeovers och bankrätt, se Ventoruzzo och Mock (2017).

²⁴ Sebastian Mock är docent i juridik vid University of Hamburg, Tyskland. Han undervisar i bolagsrätt och insolvensrätt i Tyskland och har tidigare undervisat i Kina, Ryssland och Italien. Hans böcker och artiklar har publicerats i USA och Europa, se Ventoruzzo och Mock (2017).

ning kan det konstateras att någon uppsats som på ett grundläggande sätt ställer definitionen i relation till syftet med förordningen inte har skrivits.

1.6 Material

Primärt har EU-rättskällor konsulterats. Svar på hur ”insiderinformation” ska förstås, vilka syftena med marknadsmissbruksregelverket är och vilka regler som är kopplade till begreppet insiderinformation har så långt möjligt eftersökts i marknadsmissbruksförordningen. Därtill har både direktiv, genomförandeförordningar och riktlinjer blivit betydelsefulla.

Materialet som hänför sig till MAR och inte dess föregångare marknadsmissbruksdirektivet (MAD) är som nämnt tidigare, sparsamt. Detta material har dock så långt möjligt använts. Det har främst rört sig om kommentaren till EU:s marknadsmissbruksförordning från 2018, författad av Schmauch och kommentaren skriven av Ventrizzo och Mock, som kommit att bli mycket värdefulla tillgångar för uppsatsskrivandet. Böckerna ger kommentarer till varje artikel i MAR. Den sistnämnda boken ger dessutom djupgående analyser och en gedigen notapparat som medför tillförlitlighet och möjlighet till källkritik.

Författandet av bakgrundsavsnittet har gjorts genom en grundläggande genomgång av förarbeten sedan insiderregler instiftades i Sverige. Rättsvetenskaplig litteratur daterad från 90-talet till tidsperioden efter MARs ikraftträdande, har varit värdefull för såväl de historiska tillbakablickarna som de mer övergripande ekonomiska resonemangen. Vidare har rättsvetenskaplig litteratur konsulterats för de komparativa inslagen från amerikansk rätt.

En rad rättsvetenskapliga artiklar har använts. De härrör främst från tiden före MAR, varför det varit nödvändigt att överväga vilka delar av detta material som har fortsatt relevans även efter MAR. Här har främst de delar som rör problematiken kring insiderinformations-definitionens dubbla användningsområde blivit aktuella för denna uppsats.

Slutligen har information sökts i EU-avgöranden. Samtliga är från tiden före MAR, men har trots detta i viss mån fortsatt relevans. Vad gäller rättspraxis från svenska domstolar är materialet sparsamt. Många av de avgöranden från svenska domstolar efter 3 juli 2016 där tolkning kring begreppet insiderinformation ställs på sin spets rör händelser som ägde rum före MARs ikraftträdande, varför MAD och marknadsmissbrukslagen i de målen är gällande lagstiftning. Sedan MAR trätt i kraft och varit tillämplig lagstiftning har frågan om definitionen av insiderinformation endast ställts på sin spets två gånger i svensk domstol. Dessa mål redogörs under avsnitt 7. Likaså för ett ärende hos Stockholmsbörsens disciplinnämnd.

1.7 Disposition

Detta examensarbete kommer i det följande, kapitel 2, att ge läsaren en övergripande och generell bild av den historiska utvecklingen av marknadsmissbruksregelverket, sedan det först lagstiftades på området i Sverige, fram till ikraftträdandet av det regelverk som gäller idag. Denna historiska tillbakablick lägger fokus på definitionen av insiderinformation.

I kapitel 3 redogörs för ändamålen och de rättsekonomiska övervägandena som ligger bakom marknadsmissbruksregelverket. Därefter, i kapitel 4, ges en redogörelse för det som kommit att utgöra den mest centrala delen av uppsatsen, nämligen en djupdykning i definitionen av insiderinformation så som begreppet definieras i art. 7 MAR. Här ges under en rad underkapitel en redogörelse för definitionens fyra element var för sig. Efter att begreppet insiderinformation utretts, sätts det i sin kontext i kapitel 5. Redogörelsen i kapitel 5 avser således att tydliggöra hur art. 7 MAR förhåller sig till övriga bestämmelser i MAR och avser att ge läsaren en bild över varför begreppets innebörd är så central för övriga regler om beivrande av marknadsmissbruk. I avsnitt 5.6 redogörs för problematiken kring definitionen av insiderinformation i ljuset av dess dubbla användningsområde.

I det sjätte kapitlet redogörs för två tingsrättsavgöranden där frågan om innebörden av begreppet insiderinformation varit central. I kapitel 7 finns en redogörelse för den personkrets som reglerna i MAR inte är tillämpliga på. I det sista avslutande kapitlet, ges en sammanfattande analys där uppsatsens frågeställningar besvaras. Där förs även en diskussion kring hur definitionen av insiderinformation förhåller sig till ändamålet med reglerna i MAR. Märk dock att analytiska inslag förekommer löpande genom hela uppsatsen. I det avslutande kapitlet finns däremot den centrala analysen. Allra sist finner läsaren en käll-, litteratur- och rättsfallsförteckning.

2 Bakgrund

2.1 Lagen om registrering av aktieinnehav

Sedan 1970-talet har Sverige haft en lagstiftning som syftar till att motverka insiderhandel.²⁵ Enligt den första insiderlagstiftningen, lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav var personer med nära anknytning till ett aktiebolag skyldiga att registrera sitt aktieinnehav till Värdepapperscentralen VPC AB (numera Euroclear Sweden AB). Syftet var att motverka att dessa personer (bl.a. styrelseledamot eller annan ledande person samt deras närstående) som ägde aktier i bolaget vilka var börsnoterade eller upptagna till handel missbrukade s.k. förtrolig information om bolagets förhållanden genom privata aktietransaktioner. Förtrolig information beskrevs i förarbetena som ”sådan kunskap som inte går att inhämta i något av bolaget offentliggjort material” och ”som erfarenhetsmässigt kan påverka aktiekursen när denna information blir allmänt känd på börsmarknaden”.²⁶

2.2 Lagen om värdepappersmarknaden

År 1985 infördes genom lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden, ett straffsanktionerat förbud mot insiderhandel. Lagen förbjöd bl.a. personer med insynsställning (bl.a. ledande befattningshavare, revisorer och större aktieägare samt deras närstående), i aktiemarknadsbolag att med kännedom om kurspåverkande ännu icke offentliggjorda omständigheter i det egna bolaget handla med dess aktier. Dessa personer fick inte heller lämna råd eller på liknande sätt få någon att handla med den aktuella aktien. Detta gällde när han eller hon ”kän[de] till en omständighet i bolagets eller moderföretagets verksamhet om vilken upplysning [skulle komma] att lämnas i årsredovisning, delårsrapport eller årsbokslut som ännu inte offentliggjorts”. Som förutsättning för förbudet gällde att ”omständigheten [skulle] vara ägnad att väsentligt påverka kursen på bolagets aktier när den [blev] allmänt känd.” Vidare uttrycktes att ”samma sak gäll[de] även annan icke offentliggjord omständighet i bolagets eller dess moderföretags verksamhet, om omständigheten uppenbart [var] ägnad att väsentligt påverka kursen på bolagets aktier när den [blev] allmänt känd.” Dessutom utvidgades kretsen av personer som var registreringspliktiga enligt lagen om registrering av aktieinnehav.²⁷

²⁵ Se prop. 2016/17:22 s. 55.

²⁶ Se prop. 1971:130 s. 1 och 10.

²⁷ Se prop. 1990/91:42 s. 31 och 33.

2.3 Insiderdirektivet

År 1989 kom första direktivet om insiderhandel på EU-nivå, rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter om insiderhandel, det s.k. insiderdirektivet. Direktivet innehöll minimiregler mot insiderhandel.²⁸ Personer i ledande ställning, aktieägare och personer som genom sin anställning, i sin verksamhet eller som under sina åligganden hade tillgång till insiderinformation förbjöds att ägna sig åt insiderhandel, att föra informationen vidare samt att råda andra att handla baserat på informationen.²⁹ Även personer till vilka ovanstående personkrets hade vidarebefordrat informationen omfattades av insiderhandelsförbudet.³⁰ Med insiderinformation avsågs enligt art. 1(1) insiderdirektivet ”icke offentliggjord information av specifik natur, som hänför sig till en eller flera emittenter av överlåtbara värdepapper och som, om den offentliggjordes, skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset för det eller de ifrågakvarande överlåtbara värdepapperen.”

2.4 Insiderlagen

Genom insiderlagen (1990:1342) utvidgades det straffbelagda förbudet mot insiderhandel. En vidare personkrets omfattades enligt 4 §, nämligen dels personer som genom anställning, uppdrag eller annan befattning som *normalt* innebär att han fått kännedom om omständigheter som har betydelse för kursen på finansiella instrument (s.k. primära insiders), dels de som i egenskap av aktieägare (vars aktieinnehav uppgick till minst 5 %)³¹ har fått kännedom om information eller kunskap om omständighet som rör aktiebolaget han äger aktier i (s.k. sekundära insiders). Även de som på annat sätt fått kännedom om insiderinformation var förhindrade att handla med finansiella instrument. Detta förutsatte dock att informationen röjts från någon primär eller sekundär insider eller genom att informationen på annat sätt kommit ut obehörigen. Lagen ställde dessutom upp ett förbud för en insider att med råd eller på annat jämförligt sätt t.ex. genom tips, föranleda någon annan till handel.³² Med insiderinformation menades ”information eller kunskap om en icke offentliggjord omständighet som är ägnad att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument” när den blir allmänt känd.³³

De regler om anmälningsskyldighet som fanns i lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden överflyttades med vissa förändringar och tillägg till insiderlagen.³⁴ Insiderlagen ersattes år 2001 av insiderstrafflagen

²⁸ Se prop. 1990/91:42 s. 35.

²⁹ Se art. 2 och 3 insiderdirektivet.

³⁰ Se art. 4 insiderdirektivet.

³¹ Se prop. 1990/91:42 s. 42–43.

³² Se Afrell, Klahr och Samuelsson (1998) s. 282–283 och 288; Afrell (2010) s. 22; Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom (2005) s. 46.

³³ Se prop. 1990/91:42 s. 42–43.

³⁴ Se Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom (2005) s. 48.

(2000:1086) och lagen (2000:1088) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.³⁵ Den krets av personer som omfattades av anmälningsskyldigheten kom där att utvidgas något.³⁶

2.5 Insiderstrafflagen

Insiderstrafflagen (2000:1086) innefattade även den under straffansvar ett förbud mot insiderhandel och mot att föranleda annan att köpa eller sälja ett finansiellt instrument på värdepappersmarknaden. Till skillnad från insiderlagen infördes i insiderstrafflagen en legaldefinition av ”insiderinformation”. Detta för att skapa en ökad överensstämmelse mellan den svenska lagstiftningen och insiderdirektivet. Begreppet definierades som ”information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument.” Insiderstrafflagen kriminaliserade även obehörigt röjande av insiderinformation för den som genom anställning, uppdrag eller annan befattning, som normalt innebär att han eller hon får kännedom om omständigheter som har betydelse för kursen på finansiella instrument fått insiderinformation.³⁷

2.6 Marknadsmisbruksdirektivet

MAD ersatte 2003 det tidigare gällande insiderdirektivet som ansetts vara ofullständigt. Finansmarknaderna hade utvecklats både finansiellt och tekniskt och mycket hade förändrats sedan direktivet antogs. I de olika medlemsländerna fanns dessutom ingen enhetlig lagstiftning, vilket i sin tur skapade tillämpningssvårigheter.³⁸ MAD syftade till att säkerställa finansmarknadens integritet inom EU och att höja investerarnas förtroende för marknaden.³⁹ Att värdepappersmarknaderna fungerade väl och att allmänheten hade förtroende för dem var förutsättningar för bl.a. ekonomisk tillväxt, och att marknadsmisbruk ansågs skada allmänhetens förtroende för värdepapper, anges i skälen till MAD.⁴⁰ I skälen till MAD anges vidare att ett nytt direktiv behövdes för att undvika kryphål i den unionsrättsliga lagstiftningen som skulle kunna undergräva allmänhetens förtroende för marknaderna.⁴¹

MAD ställde i art. 2-4 upp straffsanktionerade förbud mot insiderhandel, förbud att röja insiderinformation samt förbud att på grundval av sådan information råda någon annan att ägna sig åt insiderhandel. Personkretsen i

³⁵ Se prop. 2016/17:22 s. 56; Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom (2005) s. 58.

³⁶ Se Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom (2005) s. 61.

³⁷ Se Kågerman (2001) s. 122; prop. 2016/17:22 s. 56; Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom (2005) s. 58.

³⁸ Se prop. 2004/05:142 s. 33 och 36; skäl 10 och 11 MAD.

³⁹ Se skäl 12 MAD.

⁴⁰ Se skäl 2 MAD.

⁴¹ Se skäl 13 MAD.

MAD vidgades i jämförelse med insiderdirektivet och varje person som hade insiderinformation och som insett eller borde ha insett att det rör sig om just sådan information omfattades av förbuden.

Jämfört med det tidigare gällande insiderdirektivet omfattade MAD dessutom betydligt fler typer av finansiella instrument. MAD tillämpades på alla finansiella instrument som var godkända för handel på en reglerad marknad, eller för vilka det hade lämnats in en ansökan om godkännande för handel på en sådan marknad samt transaktioner direkt mellan två parter helt utanför marknaden.⁴²

MAD innebar i huvudsak således en utvidgning av bestämmelserna i insiderdirektivet. Därutöver innehöll MAD även en reglering gällande otillbörlig marknadspåverkan dvs. då en aktör genom bl.a. transaktioner eller informationsspridning ger falska eller vilseledande signaler till marknaden om tillgång, efterfrågan eller pris på finansiella instrument. MAD innehöll även regler om skyldighet för emittenter att offentliggöra insiderinformation samt skyldighet för vissa personer i ledande ställning att anmäla vissa innehav av finansiella instrument.⁴³ I MAD användes ett straffrättsligt sanktionssystem. I MAD fanns även administrativa sanktioner kopplade till en del bestämmelser, såsom anmälningsskyldighet om transaktioner för personer i ledande ställning samt skyldighet att föra en insiderföreteckning.⁴⁴

MADs definition av insiderinformation skiljde sig i materiell synpunkt inte från definitionen i insiderdirektivet. Med smärre förändringar jämfört med insiderdirektivet definierades insiderinformation i MAD i art. 1(1) som ”icke offentliggjord information av specifik natur, som direkt eller indirekt hänför sig till en eller flera emittenter av finansiella instrument eller till ett eller flera finansiella instrument och som, om den offentliggjordes, skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument [...]”

Precisering av MADs definition av insiderinformation fanns i kommissionens genomförandedirektiv 2003/124/EG⁴⁵. I art. 1(1) i genomförandedirektivet preciserades vad som menades med information av ”specifik natur”, nämligen ”om den anger omständigheter som föreligger eller rimligtvis kan komma att föreligga eller en händelse som har inträffat eller rimligtvis kan förväntas inträffa och om denna information är tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på priserna på finansiella instrument [...]”

Vidare i art. 1(2) i samma genomförandedirektiv preciserades att med meningen ”information som, om den offentliggjordes, skulle kunna förväntas

⁴² Se af Sandeberg (2002) s. 110–112; Afrell (2010) s. 24; Prop. 2004/05:142 s. 53.

⁴³ Se prop. 2004/05:142 s. 36.

⁴⁴ Se prop. 2016/17:22 s. 56; Art. 6.3 och 6.4 MAD.

⁴⁵ Kommissionens direktiv 2003/124/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller definition och offentliggörande av insiderinformation och definition av otillbörlig marknadspåverkan.

ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument [...]” menades ”information som en förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut.”

2.7 Marknadsmisbrukslagen

Den 1 juli 2005 trädde lagen (2005:377) om straff för marknadsmisbruk vid handel med finansiella instrument i kraft (marknadsmisbrukslagen) i kraft. Lagen implementerade marknadsmisbruksdirektivet (MAD) i svensk rätt och ersatte den tidigare gällande insiderstrafflagen.

Regeringen konstaterade att MADs definition av insiderinformation i stort sett motsvarade den i insiderdirektivet. Därför ansågs någon ändring av den svenska definitionen inte behövas. Däremot påpekades att genomförandedirektivet kunde komma att påverka tolkningen av några av de begrepp som används i definitionen.⁴⁶ I 1 § 1 marknadsmisbrukslagen definierades insiderinformation som ”information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument”.

I förarbetena till marknadsmisbrukslagen konstaterades att kravet på att omständigheterna ska vara av ”specifik natur” redan fanns i insiderdirektivet, vilket Sverige redan implementerat genom insiderlagen. Ledning kring innebörden av rekvisitet fick hämtas från genomförandedirektivet, och regeringen resonerade i förarbetena till marknadsmisbrukslagen att någon ändring av den svenska definitionen inte behövdes med anledning av förtydligandet i genomförandedirektivet.⁴⁷

Att information tidigare skulle vara ”ägnad att” väsentligt påverka priset på finansiella instrument” innebar enligt förarbetena att det framstod som mycket sannolikt att ett tillkännagivande av omständigheten skulle driva kursen uppåt eller nedåt. Väsentlighetskravet har behandlats vid ett flertal tillfällen i förarbeten till den svenska lagstiftningen. Det har framhållits att rekvisitets innebörd inte går att ange i en fast procentsats. Till ledning har dock en tioprocentig ändring av kursen på ett värdepapper i allmänhet ansetts som väsentlig.⁴⁸ I senare förarbeten har det däremot framhållits att uttalandet om tioprocentgränsen i rättstillämpningen getts en alltför stor betydelse. Istället för att utgå från en procentsats har det i förarbeten framhållits att vad som är väsentlig påverkan varierar mellan olika marknader. Vid bedömningen ska hänsyn istället tas till flera parametrar såsom allmänna tendenser på marknaden och det finansiella instrumentets speciella egenskaper såsom t.ex. om värdet på den aktuella aktien är högt eller lågt, eller om värdepappret är föremål för stora fluktuationer. Vidare ska beaktas huruvida det förekommer procentuella kursavvikelse eller kursförändringar i form av

⁴⁶ Se prop. 2004/05:142 s. 55.

⁴⁷ Se prop. 2004/05:142 s. 55–56.

⁴⁸ Se prop. 1984/85:157 s. 89.

stora standardavvikelser individuellt för varje aktie.⁴⁹ Aktierna i bolaget ska, med beaktande av den icke offentliggjorda omständigheten, te sig under eller övervärderade och ett offentliggörande av omständigheten förutsätts kunna driva kursen uppåt eller neråt. Vidare har påpekats att det avgörande är om en omständighet erfarenhetsmässigt påverkar kursen då den offentliggörs. Om en sådan kursförändring faktiskt inträffar som en följd av offentliggörandet av omständigheten saknar däremot betydelse – även om detta är svårt att bortse från i praktiken.⁵⁰

Vad gäller kravet på att informationen inte ska vara offentliggjord för att anses vara insiderinformation har det i förarbeten till insiderlagen framförts att en omständighet anses vara ”allmänt känd” om den t.ex. publicerats på en marknadsplats eller varit omnämnd i massmedia (i lokal tidning anses tillräckligt). Avgörande tidpunkt var då en nyhet kom upp på bildskärmar eller då en tidning lämnat tryckeriet. Spridning av informationen inom en begränsad sluten krets, t.ex. en privat aktiesparklubb eller liknande har inte ansetts vara tillräcklig. För att information skulle anses allmänt känd krävdes således att den skulle vara tillgänglig för envar som ville söka efter den i massmedia, bland uttalanden från bolaget ifråga, offentliga föredrag eller liknande.⁵¹ Inlägg på chattsidor på internet kunde innebära att informationen skulle anses vara allmänt känd och att en uppgift kommenterats på en välkänd aktiechattsida kunde vara att likställa med en tidningspublicering.⁵²

Regler om emittenters löpande informationsplikt reglerades i lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet. Emittenter vars fondpapper inregistrerats vid en börs eller noterats vid en börs eller auktoriserad marknadsplats förpliktigades enligt lagen att offentliggöra de ”upplysningar om verksamheten och fondpapperen som [var] av betydelse för bedömningen av kursvärdet på fondpapperen.”⁵³ Lagen ersattes 2007 av lag (2007:528) om värdepappersmarknaden.⁵⁴

2.8 Marknadsmisbruksförordningen

MAD ersattes från och med 3 juli 2016 av två nya EU-rättsakter – marknadsmisbruksförordningen (MAR) och ett nytt marknadsmisbruksdirektiv (MAD II). Se mer om direktivet i nästa avsnitt.

Då MAR är en förordning är den direkt tillämplig och gäller som lag i Sverige och resterade EU-medlemsstater. En sådan rättsakt varken ska eller får genomföras i eller omvandlas till nationell rätt. Det kan dock vara fallet att en EU-förordning kan innehålla bestämmelser som förutsätter och kräver att vissa nationella åtgärder vidtas. Medlemsstaterna måste vidta nödvändiga åtgärder för att följa det som framgår av art. 39(3) MAR. Det åligger t.ex.

⁴⁹ Se prop. 2004/05:142 s. 56; prop. 1995/96:215 s. 35 och 83; prop. 1999/2000:109 s. 53.

⁵⁰ Se prop. 1984/85:157 s. 89; prop. 1990/91:42 s. 51.

⁵¹ Se prop. 1990/91:42 s. 83.

⁵² Se prop. 2004/05:142 s. 66.

⁵³ Se prop. 2004/05:142 s. 76.

⁵⁴ Se prop. 2006/07:115 s. 1.

medlemsstaterna att i nationell rätt införa bestämmelser om lämpliga administrativa sanktioner och åtgärder för överträdelser av MARs bestämmelser.⁵⁵

Tillämpningsområdet för MAR framgår av art. 2. Förordningen är liksom MAD tillämplig på förfaranden gällande finansiella instrument.⁵⁶ Med finansiellt instrument menas bl.a. aktier och andra överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, fondandelar och finansiella derivatinstrument.⁵⁷

MAR ska enligt art. 2(1)(a) tillämpas på finansiella instrument som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller för vilka en ansökan om upptagande till handel har lämnats in. MAR ska enligt art. 2(1)(b) tillämpas på finansiella instrument med vilka handel bedrivs på en multilateral handelsplattform (MTF), som är upptagna till handel på en MTF eller för vilka en ansökan om upptagande till handel på en MTF har lämnats in. MAR är enligt art. 2(1)(c) även tillämplig på finansiella instrument med vilka handel bedrivs på en organiserad handelsplattform (OTF). MAR är enligt art. 2(1)(d) även tillämplig på finansiella instrument som inte omfattas av art. 2(1) led a, b, eller c och vars pris eller värde beror eller inverkar på priset på eller värdet av ett finansiellt instrument som avses i de leden. Bestämmelsen fångar upp finansiella instrument som visserligen inte har tagits upp till handel på en handelsplattform, men som ändå kan påverka integriteten på marknaden.⁵⁸

Definitionen av insiderinformation i MAR överensstämmer i huvudsak med den i marknadsmissbruksdirektivet från 2003 (MAD), samt med den i kommissionens genomförandedirektiv 2003/124/EG och den i kommissionens genomförandedirektiv 2004/72/EG⁵⁹ som ger ytterligare förklaringar till begreppets innebörd, vilka i sin tur i mångt och mycket baserats på definitionen i insiderdirektivet från 1989. Däremot har de preciseringsåtgärder av rekvisitet ”specifik natur” och ”väsentlig inverkan” som tidigare fanns i genomförandedirektiv 2004/72/EG och 2003/124/EG förts in i art. 7 MAR där definitionen av insiderinformation finns.⁶⁰

Genom MAR har alltså definitionen av insiderinformation inte väsentligen ändrats. Lydelsen i MAR motsvarar i stort lydelsen i MAD och genomfö-

⁵⁵ Se prop. 2016/17:22 s. 89.

⁵⁶ Finansiellt instrument definieras i art. 3(1)(1) MAR och hänvisar till definitionen i art. 4(1)(15) i Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU (Mifid II).

⁵⁷ Se prop. 2016/17:22 s. 59.

⁵⁸ Se Schmauch (2018) s. 26-28.

⁵⁹ Kommissionens direktiv 2004/72/EG av den 29 april 2004 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller godtagen marknadspraxis, definition av insiderinformation rörande råvaruderivat, upprättande av förteckningar över personer som har tillgång till insiderinformation, anmälan av transaktioner som utförs av personer i ledande ställning och rapportering av misstänkta transaktioner.

⁶⁰ Se prop. 2016/17:22 s. 266.

randedirektiven. Även om definitionen ser något annorlunda ut i MAR jämfört med definitionen i MAD och marknadsmissbrukslagen så är de underliggande unionsrättsliga källorna i princip oförändrade.⁶¹ Således är de avgöranden från EU-domstolen som hänför sig till det förra regelverket, fortfarande relevanta för tolkningen och förståelsen för insiderinformationsdefinitionen i art. 7 MAR. Samma gäller därför även de icke bindande riktlinjer som utfärdats av CESR (Committee of European Securities Regulation), (Sv. Kommittén för europeiska tillsyns-myndigheter på värdepappersområdet), numera ersatt av European Securities and Markets Authority (ESMA). En av de, för sammanhanget, viktigaste publikationerna av dessa riktlinjer är *Second set of CESR Guidance on the Operation of the Market Abuse Directive* från juli 2007⁶² som redogör för de olika kriterierna i begreppet ”insiderinformation”.⁶³ I möjligaste mån läggs däremot fokus på rättskällor som daterats efter MARs ikraftträdande den 3 juli 2016.

2.9 Det nya marknadsmissbruksdirektivet

Som nämnts ovan antogs i samband med MAR ett nytt marknadsmissbruksdirektiv (MAD II) vilket kompletterar MAR och syftar till att fastställa minimiregler för straffrättsliga påföljder och därmed säkerställa ett effektivt genomförande av MAR.⁶⁴ MAD II föranledde ändringar i den svenska straffrättsliga lagstiftningen. Som ett resultat av det nya direktivets införlivande i svensk rätt upphävdes marknadsmissbrukslagen 1 februari 2017 genom att lagen (2016:1307) om straff för marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden trädde i kraft, innehållande reglerna om vad som är straffbelagt. Vidare trädde lagen (2016:1306) med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmissbruksförordning (KompL) i kraft den 1 februari 2017 med anledning av MAR, innehållande regler om utredningsbefogenheter för Finansinspektionen och om administrativa sanktioner.

Definitionen av insiderinformation är densamma i MAR som i MAD II.

⁶¹ Se Schmauch (2018), s. 80; Ventrizzo och Mock (2017) s. 185.

⁶² CESR/06-562b, July 2007. Market Abuse Directive – Level 3 second set of the CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market.

⁶³ Se Ventrizzo och Mock (2017) s. 184–185.

⁶⁴ Se prop. 2016/17:22 s. 29; skäl 23 och art. 1(1) MAD II.

3 Ändamålen bakom MAR

Marknaden är en plats som syftar till att underlätta och uppmuntra handel. Marknaden gör att varor, tjänster och produktionsfaktorer fördelas på ett effektivt sätt dvs. där de används på bäst sätt och av dem som uppskattar dem mest. En förutsättning för att detta ska ske är dock att alla aktörer på marknaden har tillgång till information så att dessa vet om det är fördelaktigt för dem att genomföra transaktionen i fråga. Den effektiva allokeringen av varor och tjänster förutsätter alltså ”perfekt information” dvs. bl.a. information om vilka varor och tjänster som finns, till vilket pris och hur de används. En marknad fungerar inte optimalt om inte aktörerna är tillräckligt informerade.⁶⁵

Dessvärre har marknadsaktörerna i realiteten inte tillgång till perfekt, utan snarare bristfällig, information.⁶⁶ Problematiken ligger till stor del i att det kan vara både dyrt och komplicerat att få tag i information. Ju dyrare och svårare det är att få tag på information, desto mindre effektiv blir allokeringen.⁶⁷

På grund av dessa svårigheter har emittenter på värdepappersmarknaden ålagts skyldigheten att informera marknaden om omständigheter som väsentligen skulle kunna påverka marknads bild av emittenten och värdet på dess finansiella instrument. Genom att informera aktörerna på marknaden ges dessa aktörer förutsättningar att kunna göra insiktsfulla val. Aktörerna ges den information som de behöver för att avgöra om en affär är bra eller inte.⁶⁸

En ytterligare förutsättning för handel är förutsebarhet och att prissättningen är korrekt och rättvisande. Korrekt prissättning möjliggör effektiv allokering av kapital i ekonomin och minskar volatiliteten hos aktiekurserna. Med korrekt värde på ett värdepapper avses att priset på ett rationellt sätt återspeglar all relevant tillgänglig information om värdepappret och företaget i fråga.⁶⁹

En marknad där priserna fullt ut reflekterar den information som finns tillgänglig anses vara en ”effektiv” marknad.⁷⁰ Teorin har i litteraturen kommit att sammanfattas som hypotesen om den effektiva marknaden EMH (”Efficient Market Hypothesis”) – en hypotes från år 1970 som ofta tillskrivs den amerikanske ekonomen Eugene F. Fama. Teorin tillskriver information en unik position i förhållande till marknadspriset för objekt, i detta fall värde-

⁶⁵ Se Kågerman (2001) s. 54–55 och 192; Lau Hansen (2012) s. 3.

⁶⁶ Se Kågerman (2001) s. 54–55 och 192.

⁶⁷ Se Kågerman (2001) s. 55; Sevenius och Örtengren (2017) s. 34.

⁶⁸ Se Kågerman (2001), s. 55; Lau Hansen (2016) s. 3.

⁶⁹ Se Sevenius och Örtengren (2017) s. 35; Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom (2005) s. 144.

⁷⁰ Se Fama (1970) s. 383.

papper. Famas empiriska undersökningar visade effektivitet i den mån att marknaden omgående reagerade på offentliggjord information.⁷¹

En rad invändningar och kritik har riktats mot EMH. För det första har kritiker invänt att även om information är offentliggjord så har alla aktörer i realiteten inte samma möjligheter att tillgodogöra sig informationen. En mindre investerare kan knappast besitta samma kompetens att analysera information som en professionell analytiker. På liknande sätt har det argumenterats att aktörer, såsom konsumenter och företag, i praktiken inte har ”perfekt” eller fullständig information. Med detta menas att dessa aktörer i viss mån har bristfällig information om vilka varor och tjänster som är tillgängliga på marknaden, vilka egenskaper de har och hur de kan användas. För det andra hävdas att investerare inte alltid agerar rationellt, som Fama utgick ifrån. Aktiekurser har t.ex. stigit när information som redan hade offentliggjorts uppmärksammades på nytt.⁷² Denna kritik härrör från beteendekonomin, vilken fastställt att ett rationellt förhållningssätt till information inte är den enda drivkraften bakom en investerares beslut. Irrationaliteten – fördomar, emotionella aspekter, social interaktion, optimism och förväntningar – har enligt denna teori getts en framträdande roll.⁷³

Informationsgivningsreglerna syftar således till att prisbildningen på marknaden ska bli korrekt. Genom att emittenter åläggs att delge marknaden information om dessa värdepapper minskar den s.k. informationsasymmetrin dvs. den ojämna fördelningen av information mellan marknadsaktörerna. Genom att all information blir tillgänglig för marknaden förutsätts prisbildningen bli så korrekt som möjligt.⁷⁴ Märk dock att aktiekurserna alltid kommer att avvika något från den kurs som i teorin är den mest representativa. Detta eftersom att marknaden inte kan värdera information som inte är känd och att företag inte kan offentliggöra alla information om verksamheten.⁷⁵

Att handla på värdepappersmarknaden med insiderinformation har av lagstiftaren ansetts kränka ett antal skyddsvärda intressen. Sådan handel innebär ett utnyttjande av information som någon annan på marknaden inte har tillgång till. Insidern kan alltså sägas utnyttja ”outsiderns” oförstånd eller okunskap, eller rent av lurar denne. ”Outsidern” har nämligen inte samma möjlighet som insidern att komma fram till korrekt pris på det finansiella instrumentet. ”Outsidern” kanske köper aktier till ett alltför högt pris då vinsten är lägre än väntat eller så säljer ”outsidern” till ett för lågt pris om en hög vinst förväntas.⁷⁶

Sådan handel anses allmänt vara orättvis och moraliskt klandervärd. Det brukar i sammanhanget talas om att alla aktörer på marknaden har rätt till

⁷¹ Se Knuts (2010) s. 41–42.

⁷² Se Eklund och Stattin (2016b) s. 411; Kågerman (2001) s. 192.

⁷³ Se Knuts (2010) s. 43–44.

⁷⁴ Se Ekelund och Stattin (2016b) s. 411.

⁷⁵ Se Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom (2005) s. 144.

⁷⁶ Se Kågerman (2001) s. 120.

”equal opportunities” eller ”level playing field” och innebär helt enkelt att alla ska ges rätt att delta på lika villkor. Deltagandet ska inte försvåras genom att vissa särbehandlas och får tillgång till information som annan aktör inte får. För att uppnå denna jämlikhet krävs fortlöpande informationsgivning från emittenter. Invändningar mot detta ”rättviseargument” har bestått i, i likhet med vad som anförts ovan, att även om alla investerare har tillgång till samma information så har alla ändå inte samma förutsättningar till att utnyttja informationen. En del har kapitalet att köpa bättre analyser, och det finns även risk att mindre investerare aldrig tar del av den information som finns tillgänglig, alternativt inte förstår materialet. Informationen som företagen offentliggör kan sägas utgöra ”råmaterial” och ger sannolikt inte så mycket vägledning för mindre investerare om materialet inte bearbetas.⁷⁷

Ett annat intresse som åsidosätts är det noterade bolagets. Insidern utnyttjar ju information och kunskap som egentligen tillfaller bolaget, om det nu är möjligt att tillskriva informationen ett förmögenhetsvärde. Detta gör insidern för egen vinning på bekostnad av bolaget.⁷⁸

Slutligen avser marknadsmissbruksreglerna att skapa och bibehålla allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden. Detta argument kan sägas vara det mest framträdande rättspolitiska skälet för marknadsmissbrukslagstiftningen generellt och insiderhandelsförbudet samt offentliggörandereglererna i synnerhet. En förutsättning för att allmänheten ska känna detta förtroende är att aktörerna på marknaden har lika möjligheter och att det råder ”fair play”. Det ska inte vara möjligt att tjäna pengar utan att vara villig att ta på sig en risk.⁷⁹

Om spelreglerna inte är rättvisa antas detta medföra att investerare tappar förtroendet för marknaden. Finns i sin tur inget förtroende för marknaden kommer investerare inte söka sig dit, vilket riskerar att leda till att omsättningen minskar vilket i sin tur leder till att effektiviteten, omsättningen och likviditeten på marknaden minskar. Därigenom försämras även möjligheten för företag att skaffa riskkapital, vilket i det långa loppet kan leda till att tillväxt och värdeskapandet i företagen försämras och att näringslivet stannar av samt den sammantagna välfärden minskar. Att investerare har förtroende för marknaden och vill satsa sina pengar har alltså stor betydelse för samhällsekonomin och är en förutsättning för att marknaden ska fungera och utvecklas. Förtroendet gör även att kostnaderna för investeringar hålls på en rimlig nivå.⁸⁰ En investerare behöver nämligen inte anlita dyra rådgivare för att värdera en aktie, utan det går att förlita sig på den prisbildning som etableras på marknaden. En förutsättning för att allmänheten ska ha förtroende för värdepappersmarknaden är att priset på värdepappret är korrekt, rättvisande och återspeglar all relevant och tillgänglig information om aktien och företaget. Handeln och prissättningen måste i största möjliga utsträckning vara rättvisande och förutsebar. Risken som investerare är villiga

⁷⁷ Se Afrell, Klahr och Samuelsson (1998) s. 265 och 274.

⁷⁸ Se Kågerman (2001) s. 120; Afrell, Klahr och Samuelsson (1998) s. 272.

⁷⁹ Se Kågerman (2001) s. 120–121.

⁸⁰ Se Afrell, Klahr och Samuelsson (1998) s. 275.

att ta måste vara möjlig att bedöma vid investeringstillfället. Viktigt att nämna är att priserna på marknaden inte ensamt bestäms på grundval av den tillgängliga informationen – utbud och efterfrågan är också avgörande.⁸¹

Syftet med MAR framkommer i art. 1 samt i ingressen. Art. 1 MAR utgör en portalparagraf till förordningen⁸² och beskriver att syftet med förordningen är att fastställa åtgärder för att förhindra marknadsmissbruk, vilket enligt MAR omfattar insiderhandel, olagligt röjande av insiderinformation och marknadsmanipulation, för att i sin tur garantera den finansiella marknadens integritet och höja investerarnas förtroende för dessa marknader. I skäl 2 MAR anges att marknadsintegritet krävs för en integrerad, effektiv och öppen marknad, samt att väl fungerande värdepappersmarknader som har allmänhetens förtroende är en förutsättning för ekonomisk tillväxt och välstånd. I skäl 7 anges att marknadsmissbruk, hindrar full öppenhet på marknaden, som är en förutsättning för handel. Marknadsmissbruk skadar även finansmarknadens integritet och allmänhetens förtroende för värdepapper.⁸³

Ett annat uttalat syfte med reglerna i MAR är, som framkommer i skäl 3 i förordningens ingress, att ersätta det tidigare gällande marknadsmissbruksdirektivet (MAD) med tanke på lagstiftningens, marknadens och teknikens utveckling sedan direktivet trätt i kraft, som medfört betydande förändringar av den finansiella miljön. MAR syftar även till att skapa harmonisering och enhetliga bestämmelser inom hela EU. En större enhetlighet anges i skäl 4 nämligen vara en förutsättning för att bevara marknadens integritet samt öka rättssäkerheten och förenkla lagstiftningen för marknadsaktörerna. Enhetligheten antas även motverka snedvridning av konkurrensen till följd av lagstiftningsskillnader på nationell nivå. I skäl 5 anges därför att reglerna får formen av en förordning vilket bör säkerställa enhetlighet över hela EU.

I skäl 18 anges även att rättssäkerheten bör förbättras för marknadsaktörerna genom en mer detaljerad förklaring av väsentliga aspekter av definitionen av insiderinformation.

Även EU-domstolen har i en rad avgöranden betonat vilka de bakomliggande syftena med marknadsmissbruksregelverket är. Det har uttryckts att syftet är att garantera finansmarknadens integritet i EU och att höja investerarnas förtroende för den.⁸⁴ Detta förtroende bygger på att investerarna tillförsäkrats likabehandling och skydd mot bl.a. obehörigt utnyttjande av insiderinformation.⁸⁵ Snabbt och korrekt offentliggörande av information ökar marknadens integritet, enligt EU-domstolen.⁸⁶ Mer specifikt syftar insiderhandelsförbudet till att säkerställa likabehandling av parterna i en börstransaktion, genom att förhindra att en av dem, som förfogar över insiderinform-

⁸¹ Se Sevenius och Örtengren (2017) s. 34–36.

⁸² Se Schmuach (2018) s. 20.

⁸³ Se skäl 2 MAR.

⁸⁴ Se C-19/11 *Geltl*, EU:C:2012:397 punkt 24.

⁸⁵ Se C-19/11 *Geltl* punkt 33; C-45/08 *Spector Photo*, EU:C:2009:806 punkt 47; C-628/13 *Lafonta*, EU:C:2015:162 punkt 21.

⁸⁶ Se C-19/11 *Geltl* punkt 34.

ation och som därigenom befinner sig i en fördelaktigare situation i jämförelse med andra investerare, drar nytta av informationen till nackdel för den andra parten, som är ovetande om informationen.⁸⁷ Förbudet grundar sig alltså på en vilja att förbjuda insiders att dra fördel av insiderinformation när de utför transaktioner till nackdel för andra på marknaden som inte har tillgång till samma information.⁸⁸ Att dra för del av insiderinformation skadar finansmarknadens integritet och investerarnas förtroende för dessa marknader.⁸⁹

⁸⁷ Se C-45/08 *Spector Photo* punkt 48.

⁸⁸ Se C-45/08 *Spector Photo* punkt 49.

⁸⁹ Se C-45/08 *Spector Photo* punkt 52.

4 Insiderinformation enligt art. 7 MAR

4.1 Inledning

Art. 7 MAR innehåller en definition av vilken information som ska klassificeras som insiderinformation. Inom ramen för detta examensarbete kommer som nämnts ovan endast den allmänna definitionen i art. 7(1)(a) MAR att behandlas. I art. 7(2), 7(3) och 7(4) görs vissa förtydliganden gällande hur art. 7(1) ska förstås, varför även dessa kommer beröras. Övriga bestämmelser i art. 7 lämnas därhän. Insiderinformation definieras enligt art. 7(1)(a) som:

”Information av *specifik natur* som *inte har offentliggjorts*, som direkt eller indirekt rör *en eller flera emittenter eller ett eller flera finansiella instrument* och som, om den offentliggjordes, [s]annolikt [sic!] skulle ha en *väsentlig inverkan på priset* på dessa finansiella instrument [...]” [mina kursiveringar och markeringar].

EU-domstolen har i avgörandet C-19/11 *Geltl*⁹⁰, dragit upp ramen för bedömningen av begreppet insiderinformation. Domstolen konstaterar i punkt 25 i avgörandet att definitionen av begreppet insiderinformation består av fyra grundläggande element, och avser information som:

1. är av specifik natur;
2. inte har offentliggjorts;
3. hänför sig direkt eller indirekt till en eller flera finansiella instrument eller dess emittenter; och
4. som sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument, om informationen offentliggjordes.

Vidare framhåller EU-domstolen i punkt 53 i avgörandet att kriterierna utgör minimivillkor som vart och ett måste vara uppfyllda för att information ska kvalificeras som insiderinformation i den mening som avses i bestämmelsen. Således är elementen i definitionen oberoende av varandra.⁹¹

4.2 Av specifik natur

Kravet på ”specifik natur” (Eng. ”precise nature”) avser att smalna av mängden information. Tanken ligger i att ingen investerare skulle fatta inve-

⁹⁰ Avgörandet rör tillämpningen av art. 1(1) MAD, men som nämnts i avsnitt 2.8 är det fortfarande relevant för tolkningen och förståelsen för insiderinformations-definitionen i art. 7 MAR.

⁹¹ Se Schmauch (2018) s. 83; Ventoruzzo och Mock (2017) s. 179.

steringsbeslut baserat på alltför tvivelaktig information utan närmare precision eller detaljrikedom.⁹² Med detta första krav utesluts därmed ”förtida” (Eng. ”premature”) information från definitionen.⁹³

Kravet på ”specifik natur” hänger också samman med offentliggörandereglererna⁹⁴ och minskar den mängd information som emittenter måste offentliggöra. Det minskar även den mängd information som investerare måste gå igenom och ta ställning till innan de fattar ett investeringsbeslut. Stora mängder tillgänglig information som kräver tid och resurser att gå igenom kan sägas göra det svårare att fatta ett välgrundat investeringsbeslut.⁹⁵ Dessutom förhindrar kravet på specifik natur att emittenter offentliggör information, om t.ex. pågående avtalsförhandlingar som inte är slutförda, med risk för att dessa planer inte blir av och att emittenten då ska riskera att vilseleda marknaden.⁹⁶

Ponera exempelvis att en VD för ett noterat aktiebolag funderar över att lansera en ny produkt, men där ingen vidare research har företagits för att förverkliga projektet i fråga. Innan planerna tagit något mer fasta former, såsom att företaget kommit fram till en viss strategi för hur produkten ska tas fram och hur den sen ska lanseras så är det troligen inte någon förnuftig investerare som skulle vara villig att investera. En insider i företaget, t.ex. VDn själv skulle sannolikt inte heller handla i företagets värdepapper baserat på lösa planer. Kravet på att informationen ska vara av specifik natur riskerar således inte att grundläggande principer som transparens och jämlikhet på marknaden sätts på spel. Istället begränsas omfattningen av vad som kan anses vara marknadsrelevant information.⁹⁷

I art. 7(2) specificeras närmare vad som menas med information av ”specifik natur”. Formuleringen motsvarar den i art. 1(1) i kommissionens genomförandedirektiv 2003/124/EG men har numera införts i MAR. Av bestämmelsen framgår följande:

”Vid tillämpning av punkt 1 ska information anses vara av specifik natur om den anger *omständigheter* som *föreligger* eller *rimligtvis kan komma att föreligga* eller en *händelse* som *har inträffat* eller som *rimligtvis kan förväntas inträffa* och om denna information är tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens *potentiella effekt på priserna* på finansiella instrument [...]” [mina kursiveringar]. Av ovanstående citat framhåller Schmuach att det framgår två kriterier.⁹⁸ Ventrizzo och Mock gör däremot en uppdelning i tre olika rekvisit.⁹⁹ En sådan har valts även för denna framställning av elementet ”specifik natur”.

⁹² Se Ventrizzo och Mock (2017) s. 190.

⁹³ Se Nelemans och Schouten (2013) s. 4.

⁹⁴ Dessa regler berörs närmare i avsnitt 5.4.

⁹⁵ Se Nelemans och Schouten (2013) s. 5.

⁹⁶ Se Nelemans och Schouten (2013) s. 6.

⁹⁷ Se Ventrizzo och Mock (2017) s. 190.

⁹⁸ Se Schmuach (2018) s. 88.

⁹⁹ Se Ventrizzo och Mock (2017) s. 190–192.

4.2.1 Omständigheter eller händelse

För det första, måste information för att kunna klassas som specifik ange antingen ett antal omständigheter (Eng. ”a set of circumstances”) eller en händelse (”an event”). Observera att en enda omständighet inte är tillräcklig för bestämmelsens tillämplighet.¹⁰⁰ Eftersom begreppen omständigheter och händelse inte definieras i någon unionsrättslig rättsakt, har EU-domstolen i punkten 30 i avgörandet C-19/11 *Geltl* konstaterat att dessa begrepp bör förstås utifrån sina vedertagna betydelser.

Ventoruzzo och Mock framhåller att händelser är ofta mer komplexa och innehåller generellt sett mer information än enskilda omständigheter. Det kan t.ex. vara fråga om en händelse när en bolagsstämma möts för att besluta om att öka aktiekapitalet, medan omständigheterna i detta fall kan tänkas utgöra ändrade regler för kapitalanskaffning, bolagets bokslut eller rapporter om bolagets strategier och planer för den framtida fortsatta verksamheten som indikerar att stämman inom kort kommer att besluta om höjning av aktiekapitalet.¹⁰¹

Det är ofta lättare att avgöra när information om en händelse är specifik, än omständigheter, då en händelse ofta är mer informativ till sitt innehåll och typiskt sätt utgör slutet på en ”process”. Omvänt, när det kommer till omständigheter, gäller det att avgöra vid vilken tidpunkt enskilda omständigheter vägs ihop och tillsammans utgör tillräckligt specifik information. Därför är det också mest angeläget att skilja omständigheter från händelser när det gäller att urskilja när information i en utdragen process¹⁰² blir tillräckligt specifik.¹⁰³ I CESRs icke bindande riktlinjer¹⁰⁴ om tillämpningen av Marknadsmisbruksdirektivet (MAD) framgår av punkten 1.5 att bedömningen av om informationen är specifik eller inte ska ta hänsyn till omständigheterna runtomkring och kontexten. Bedömningen ska göras i varje enskilt fall.

4.2.2 Förväntanstestet

Det andra kriteriet i bedömningen av om informationen är av ”specifik natur” består i ett krav på att omständigheterna eller händelsen redan har inträffat, eller att de rimligtvis kan komma att inträffa i framtiden. En nödvändig distinktion för att förstå detta krav är att skilja mellan å ena sidan tidigare, redan inträffade, och å andra sidan kommande och framtida omständigheter och händelser.

För att avgöra om en händelse eller omständighet redan har inträffat är det såklart nödvändigt att det finns bevis för att så har skett.¹⁰⁵ Att det före-

¹⁰⁰ Se Di Noia och Garantini (2012) s. 495.

¹⁰¹ Se Ventoruzzo och Mock (2017) s. 190.

¹⁰² Se mer om mellanliggande steg i en över tiden pågående process i avsnitt 4.2.4.

¹⁰³ Se Ventoruzzo och Mock (2017) s. 190–191.

¹⁰⁴ Se CESR/06-562b, July 2007.

¹⁰⁵ Se Ventoruzzo och Mock (2017) s. 191.

kommer rykten och spekulationer om att något har inträffat är således inte tillräckligt.¹⁰⁶

För att avgöra huruvida framtida omständigheter och händelser rimligtvis kan komma att föreligga eller förväntas inträffa krävs en bedömning enligt vad som har kommit att kallas förväntanstestet (Eng. "the reasonable expectation test"). Här blir bevisning inte längre centralt, utan förutsätter istället en "gissning" angående om en händelse eller omständigheter rimligtvis kan komma att inträffa. Detta är självklart något som skapar stor osäkerhet och otydlighet bland marknadsaktörer. I doktrin samt i CESRs riktlinjer har det framhållits att denna bedömning ska göras baserat på ex ante information dvs. information som fanns tillgänglig vid tidpunkten innan händelsen eller omständigheten inträffade.¹⁰⁷

I punkten 45 i C-19/11 *Geltl* har EU-domstolen uttryckt att det ska göras en helhetsbedömning mot bakgrund av de faktorer som redan finns tillgängliga i varje enskilt fall. Av punkten 46 och 47 i avgörandet följer att "rimligtvis kan förväntas" och "rimligtvis kan komma att" inte ska tolkas som att det måste bevisas att sannolikheten för att omständigheterna eller händelserna ska inträffa är stor. Ett sådant krav skulle nämligen undergräva de ändamål som bestämmelserna om marknadsmissbruk avser uppfylla. Motsatsvis ska information om omständigheter och händelser inte anses vara av specifik natur om det är osannolikt att de kommer att uppkomma.¹⁰⁸ Om så var fallet skulle emittenterna nämligen kunna tro att de var skyldiga att offentliggöra information som helt saknar konkret natur eller som inte kan ha någon inverkan på priset på de finansiella instrumenten.¹⁰⁹

I punkt 49 i avgörandet har EU-domstolen framhållit att uttrycken "rimligtvis kan förväntas" och "rimligtvis kan komma att" avser att det – efter en helhetsbedömning mot bakgrund av de faktorer som redan finns tillgängliga – ska finnas "faktiska utsikter" (Eng. "realistic prospects") för att de framtida omständigheterna och händelserna kommer att uppkomma.

Sammanfattningsvis är det alltså nödvändigt att det föreligger viss sannolikhet. Att det finns en ren möjlighet för att omständigheterna eller händelsen ska inträffa är inte tillräckligt. Kravet är mött när sannolikheten för att omständigheterna eller händelsen ska inträffa är större, än sannolikheten för att de inte ska inträffa.¹¹⁰ Detta förutsätter således att det är mer än 50% sannolikhet för att omständigheterna eller händelsen ska inträffa.¹¹¹

¹⁰⁶ Se CESR/06-562b, July 2007, punkt 1.5.

¹⁰⁷ Se Ventoruzzo och Mock (2017) s. 191; CESR/06-562b, July 2007, punkt 1.5.

¹⁰⁸ Se C-19/11 *Geltl* punkt 48.

¹⁰⁹ Se C-19/11 *Geltl* punkt 48.

¹¹⁰ Se Di Noia och Garantini (2012) s. 495–496.

¹¹¹ Se Ventoruzzo och Mock (2017) s. 192.

4.2.3 Potentiell effekt på priset

Förutsatt att ”förväntanstestet” är avklarat, krävs slutligen för att information ska anses vara av specifik natur att det är möjligt att dra en slutsats om den potentiella effekt som omständigheterna eller händelsen har på priset på de finansiella instrumenten. Med andra ord är det fråga om information som på något sätt är tillräckligt konkret för att den hypotetiskt sett ska kunna påverka prisbildningen. Således utesluts diffus eller allmän information som inte möjliggör någon slutsats avseende informationens potentiella effekt på priset på de aktuella finansiella instrumenten från begreppet ”insiderinformation”.¹¹²

Att information har effekt på priset är inte detsamma som att priset på ett finansiellt instrument stiger eller sjunker. Det finns t.ex. information som har effekt på priser genom att bekräfta vissa förväntningar, utan att priserna för den delen rör sig uppåt eller nedåt. Däremot ska det framhållas att insiderinformation allt som oftast faktiskt resulterar i prisrörelse när den offentliggörs. Det som utgör det relevanta för bedömningen är däremot att informationen *potentiellt* kan påverka priset.¹¹³

I punkt 1.8 i CESRs riktlinjer ges exempel på två situationer där information är specifik nog för att göra det möjligt att dra en slutsats om dess inverkan på priset. Den första situationen som nämns är då informationen gör det möjligt för en förnuftig investerare att fatta ett investeringsbeslut till låg, eller ingen risk baserat på informationen. Med detta menas att investeraren skulle kunna bedöma hur informationen skulle påverka priset på de berörda finansiella instrumenten om informationen blev offentliggjord. Den andra situationen tar sikte på då informationen omedelbart skulle utnyttjas av marknaden om den offentliggjordes och om marknadsaktörer skulle handla baserat på denna information.

Avgörandet C-628/13 *Lafonta*¹¹⁴ rörde frågan huruvida det skulle tolkas så att information för att kunna betraktas som specifik, med tillräckligt hög grad av sannolikhet ska kunna antas ha en potentiell inverkan *i viss riktning* på priset på berörda finansiella instrument.

EU-domstolen konstaterade att det inte framgår av ordalydelsen i bestämmelsen att information av specifik natur enbart avser sådan information som gör det möjligt att avgöra i vilken riktning priset på ett berört finansiellt instrument påverkas.¹¹⁵ Information skulle nämligen kunna utnyttjas av en investerare som grund för dennes investeringsbeslut även om informationen inte gör det möjligt att förutse i vilken riktning priset kommer att påverkas. En av parterna i målet, Jean-Bernard Lafonta, gjorde däremot gällande det motsatta – att information kan anses vara av specifik natur endast om den gör det möjligt för dess innehavare att förutse i vilken riktning priset på det

¹¹² Se Schmauch (2018) s. 89.

¹¹³ Se Ventoruzzo och Mock (2017) s. 193.

¹¹⁴ Avgörandet rör tillämpningen av art. 1(1) MAD.

¹¹⁵ Se C-628/13 *Lafonta* punkt 30.

berörda finansiella instrumentet kommer att påverkas. Han menade att endast information som uppfyllde detta villkor gör det möjligt för informationens innehavare att avgöra huruvida det finansiella instrumentet bör köpas eller säljas.¹¹⁶

EU-domstolen konstaterade vidare att om tillämpningsområdet för bestämmelsen begränsades till att enbart omfatta information som gör det möjligt att förutse i vilken riktning priset på berörda finansiella instrument kommer att påverkas, så skulle det riskera att motverka syftena med marknadsmissbruksreglerna.¹¹⁷ Finansmarknadens ökade komplexitet gör det nämligen mycket svårt att bedöma i exakt vilken riktning priset på finansiella instrument kan ändra sig. Hade det då varit tillåtet att betrakta information som specifik endast om den gör det möjligt att förutse i vilken riktning priset på det berörda finansiella instrumentet kommer att påverkas, så skulle innehavaren av informationen kunna åberopa att det förelåg osäkerhet i detta avseende och således kunna dra fördel av detta på bekostnad av andra marknadsaktörer.¹¹⁸

Sammanfattningsvis kom domstolen alltså fram till att det inte krävs, för att informationen ska anses vara tillräckligt specifik, att informationen gör det möjligt att förutse i vilken riktning priset på det berörda finansiella instrumentet kommer att påverkas.¹¹⁹ Det centrala är i stället att det är möjligt för innehavaren av informationen att kunna förutse en priseffekt överhuvudtaget, oberoende av dess riktning. EU-domstolen har inte kunnat dra denna slutsats endast genom att se till legaldefinitionen av insiderinformation, utan det har varit nödvändigt att definitionen har lästs i ljuset av ändamålen med unionens marknadsmissbrukslagstiftning och EU-domstolens praxis.¹²⁰

Lars Klöhn, professor och doktor vid Ludwig-Maximilian University i München framhåller att lydelsen i art. 7 MAR faktiskt tillåter ett annan slutsats än den EU-domstolen drog i C-628/13 *Lafonta*. Han hävdar nämligen att ”potentiell effekt på priset” ska förstås på ett helt motsatt sätt än det EU-domstolen kom fram till. I art. 7 nämns ordet ”effekt” – inte ”effekter” – vilket han menar talar för att effekt i en specifik riktning var avsedd av lagstiftaren. En effekt (singular) kan endast ha *en* riktning, varför bestämmelsen ska tolkas som att information är av specifik natur endast om riktningen på prisets effekt kan förutses.¹²¹

Professorerna Ventrizzo och Mock framhåller dessutom i sin kommentar till MAR att om en insider har tillgång till information men inte kan förutse vilken effekt den informationen skulle ha på priset om den offentliggjordes, så har insidern inte heller någon orättvis fördel att utnyttja till nackdel för andra som inte besitter samma information. De menar alltså att då en insider

¹¹⁶ Se C-628/13 *Lafonta* punkt 33.

¹¹⁷ Se C-628/13 *Lafonta* punkt 35.

¹¹⁸ Se C-628/13 *Lafonta* punkt 36.

¹¹⁹ Se C-628/13 *Lafonta* punkt 38.

¹²⁰ Se Ventrizzo och Mock (2017) s. 193.

¹²¹ Se Klöhn (2015) s. 170.

normalt sett kan utnyttja ett informationsövertag är när informationen denne har tillgång till är precis nog för att kunna dra en slutsats kring och förutse i vilken riktning priset kommer att ändra sig eller åtminstone vilken effekt på priset informationen kommer ha. Insidererna kan nämligen först då fatta ett investeringsbeslut till lägre risk jämfört med andra marknadsaktörer som inte har tillgång till samma information. De menar alltså att en insider som inte kan dra en slutsats om i vilken riktning priset kommer att röra sig inte har något informationsmässigt övertag gentemot andra marknadsaktörer.¹²²

Klöhn för ett liknande resonemang. Först resonerar han kring insiderhandelsförbudet. Han menar att om informationen inte på ett otvetydigt sätt indikerar huruvida ett offentliggörande av informationen skulle leda till att aktiekursen går upp *eller* ner så har marknadsaktörerna heller inget incitament att handla. Varför ska en person handla om hon eller han inte kan avgöra om priserna kommer att gå upp eller ner? – frågar sig Klöhn. Klöhn hänvisar till EU-domstolens avgörande C-45/08 *Spector Photo*¹²³ för stöd i sin argumentation och påpekar att endast information som ger en fördel till en insider framför andra aktörer utgör insiderinformation. I avgörandet konstaterade nämligen EU-domstolen att insiderinformation ger insidererna en fördel i förhållande till andra marknadsaktörer som inte förfogar över denna information. Domstolen uttryckte även att det som väsentligen karaktäriserar insiderhandel är att insidererna otillbörligt drar fördel av viss information till nackdel för den som inte besitter sådan information.¹²⁴

Klöhn argumenterar på samma sätt när det gäller kravet på offentliggörande. Han framhåller att resonemanget som domstolen för i *Lafonta* riskerar att leda till att emittenter blir skyldiga att offentliggöra en stor mängd information. Resterande marknadsaktörer skulle i sin tur behöva lägga ner mycket resurser på att avgöra vilken av all denna information som är relevant, och vilken som inte är det. Det var just detta extraarbete som offentliggörandereglererna avsåg att eliminera, för att istället främja marknadseffektivitet, uttrycker Klöhn. Klöhn förespråkar istället en snävare definition av insiderinformation. Han menar att en bredare definition, likt den tolkning som domstolen gör i *Lafonta*, inte är förenlig med EU-domstolens resonemang i *Spector Photo* och dessutom faktiskt minskar informationseffektiviteten på den europeiska värdepappersmarknaden.¹²⁵

4.2.4 Mellanliggande steg i en pågående process

Av andra meningens i art. 7(2) framgår följande:

¹²² Se Ventoruzzo och Mock (2017) s. 194.

¹²³ Avgörandet gäller tillämpningen av bl.a. art. 1(1) MAD.

¹²⁴ Se C-45/08 *Spector Photo* punkt 52.

¹²⁵ Se Klöhn (2015) s. 162 och 174–176.

”I fråga om en över tiden pågående process som syftar till att förverkliga, eller som resulterar i, vissa omständigheter eller en händelse, kan i detta hänseende de framtida omständigheterna eller den framtida händelsen och även de *mellanliggande stegen* i den processen som är knutna till förverkligandet av de framtida omständigheterna eller den framtida händelsen anses vara specifik information.” [mina kursiveringar].

Exempel på typiska mellanliggande steg som kan tänkas falla in under bestämmelsen är information som hänför sig till ett förhandlingsstadium i en kommande företagsfusion som verkar lovande, villkor som provisoriskt godkänts i avtalsförhandlingar, eller att parter har kommit överens om en nästintill slutlig, icke bindande, version av ett avtal gällande hur vissa finansiella instrument kommer att marknadsföras.¹²⁶ Förutom dessa kan även avtal som slutits av en emittents ledningsorgan, vilka kräver godkännande av ett annat av denna emittents organ för att träda i kraft omfattas och därmed kunna utgöra insiderinformation.¹²⁷ Ett sista exempel är om en noteringsprocess har inletts och en ansökan har skickats in till handelsplatsen. Under övergångsfasen innan det finansiella instrumentet formellt tagits upp till handel kan det vara fråga om insiderinformation om det inte är allmänt känt.¹²⁸

Formuleringen i art. 7(2) är en kodifiering av EU-domstolens avgörande C-19/11 *Geltl*. Målet rör Mr Schrempp, som var styrelseordförande för Daimler AG. Efter bolagsstämman den 6 april 2005 funderade Mr Schrempp om han skulle lämna sitt uppdrag, vilket inte skulle löpa ut förrän 2008. Inledningsvis delade han sina tankar med sin fru, och därefter, den 17 maj 2005 diskuterade han sin avsikt att avgå med ordföranden för bolagets tillsynsstyrelse. Under juni och juli månad informerades andra medlemmar i tillsynsstyrelsen och bolagets styrelse om Schrempps avsikt att avgå. Den 10 juli började Daimler AG utarbeta ett pressmeddelande och en skrivelse till sina medarbetare. Den 18 juli 2005 enades Mr Schrempp och ordföranden för tillsynsstyrelsen om att vid tillsynsstyrelsens möte den 28 juli föreslå Mr Schrempps förtida avgång samt utnämningen av dennes efterträdare. Daimlers tillsynsstyrelse samt ledningen för denna hade möte den 27 och 28 juli 2005. Vid mötet den 27 juli beslutade ledningen för tillsynsstyrelsen att föreslå tillsynsstyrelsen att godkänna Mr Schrempps avgång. På mötet den 28 juli 2005 beslutade Daimlers tillsynsstyrelse att Mr Schrempp skulle skiljas från sitt uppdrag och när hans ersättare skulle tillträda. Beslutet offentliggjordes samma dag. Efter offentliggörandet steg kursen på Daimler-aktien betydligt varpå investerare som precis innan offentliggörandet sålt sina aktier och gått miste om ökningen, väckte talan mot bolaget med hänvisning till att offentliggörandet hade skett för sent.¹²⁹ Frågan som hänsköts från den nationella domstolen till EU-domstolen gällde huruvida även mellanliggande steg i en pågående process som är knutna till förverkligandet av en viss omständighet eller händelse kunde anses utgöra specifik information.

¹²⁶ Se skäl 17 MAR; Ventoruzzo och Mock (2017) s. 195.

¹²⁷ Se C-19/11 *Geltl* punkt 32.

¹²⁸ Se Schmauch (2018) s. 90.

¹²⁹ Se C-19/11 *Geltl* punkt 12–22.

EU-domstolen konstaterade att så var fallet. Stöd hämtade domstolen från art. 6(1) MAD där det framgick att offentliggörandet av insiderinformation under vissa omständigheter kunde skjutas upp, och från art. 3(1) i genomförandedirektiv 2003/124/EG av vilken det framgick en rad typexempel på när insiderinformation kunde skjutas upp såsom exempelvis pågående förhandlingar. EU-domstolen menade alltså att de exempel som listades i bestämmelsen utgjorde typexempel på mellanliggande steg i processer som sker gradvis.¹³⁰ Domstolen konstaterade vidare att detta inte endast omfattade de steg som redan förelåg eller som redan hade inträffat, utan även de steg som rimligtvis kunde förväntas inträffa.¹³¹ Däremot förutsattes sådana mellanliggande steg även uppfylla övriga element som uppställdes i definitionen.¹³²

EU-domstolen resonerade vidare i målet att det skulle undergräva målen bakom marknadsmissbruksregelverket om mellanliggande steg i en över tiden pågående process hade uteslutits från bestämmelsens tillämpningsområde. EU-domstolen uttryckte det som att det skulle omintetgöra skyldigheten att offentliggöra insiderinformation. Det skulle dessutom göra det möjligt för vissa personer som förfogade över sådan information att dra nytta av den till nackdel för andra aktörer på marknaden.¹³³ Risken för att en sådan situation skulle uppstå hade dessutom varit ännu större om det hade varit möjligt att klassa en avslutad process som ett mellanliggande steg i en annan mer omfattande process, konstaterar EU-domstolen i samma avgörande.¹³⁴

Som nämnts i avsnitt 2.8 har ikraftträdandet av MAR inte väsentligen medfört att definitionen av insiderinformation har ändrats. Den enda större förändringen som skett är att det i art. 7 MAR gjorts ett tillägg gällande mellanliggande steg i en pågående process och att C-19/11 *Geltl* har kodifierats. Även om det skett ett förtydligande genom kodifieringen så kan det nog fortfarande påstås vara besvärligt att avgöra när mellanliggande steg i en pågående process anses utgöra insiderinformation.

Av art. 7(2) MAR följer alltså att både de framtida omständigheterna eller händelsen, men även mellanliggande steg i en pågående process kan vara av specifik natur. Ett mellanliggande steg i en pågående process måste i sin tur enligt art. 7(3) MAR konstitueras av de fyra element som redogjorts för i avsnitt 4.1 för att kunna klassas som insiderinformation. Bestämmelsen omfattar inte enbart de steg som redan föreligger eller som redan har inträffat, utan även de steg som rimligtvis kan förväntas inträffa.¹³⁵ Detta innebär, som nämnts i avsnitt 4.2.2 att det måste finnas ”faktiska utsikter” för att de framtida omständigheterna eller händelsen kommer att förverkligas.

¹³⁰ Se C-19/11 *Geltl* punkt 29–32.

¹³¹ Se C-19/11 *Geltl* punkt 38.

¹³² Se C-19/11 *Geltl* punkt 39.

¹³³ Se C-19/11 *Geltl* punkt 35–36.

¹³⁴ Se C-19/11 *Geltl* punkt 37.

¹³⁵ Se Schmauch (2018) s. 89; C-19/11 *Geltl* punkt 38.

Att avgöra när framtida mellanliggande steg utgör insiderinformation innebär en bedömning av – vad som Ventrizzo och Mock kallat – ”the probability of a probability”. Det måste först och främst finnas faktiska utsikter för att de tänkta ”slutliga” omständigheterna eller händelsen ska inträffa samtidigt som det måste finnas faktiska utsikter för att de mellanliggande stegen fram till dess kommer att inträffa. Förutom att spekulera i huruvida de slutliga omständigheterna eller händelsen kommer att inträffa så behöver insidern i detta fall lägga till ytterligare en dimension av spekulationer för att komma fram till om ett mellanliggande steg kan tänkas inträffa och leda till inträffandet av den slutliga händelsen. Övervägandena måste göras från fall till fall vilket skapar osäkerhet kring regelns tillämpning.¹³⁶

4.3 Ej offentliggjord

Det andra elementet av insiderinformation är att informationen inte är offentlig. Så fort information offentliggörs slutar informationen att klassas som insiderinformation. Information anses ha blivit offentliggjord när emittenten fullgjort skyldigheterna som framgår av art. 17 MAR. Information som inte har offentliggjorts på det sätt som föreskrivs i den bestämmelsen anses inte vara offentliggjord enligt förordningens mening. I korthet kan sägas att insiderinformation ska offentliggöras så snart som möjligt och på ett sätt som ger allmänheten en snabb tillgång till informationen och möjlighet till en fullständig och korrekt bedömning i rätt tid. Emittenten ska bl.a. offentliggöra informationen på sin hemsida. Offentliggörandereglerna redogörs för i mer detalj i avsnitt 5.4.

På värdepappersmarknaden florerar ofta overifierad information – rykten. Att handla baserat på rykten medför en risk, men detta utesluter inte marknadsaktörer från att ta rykten i beaktande tillsammans med annan tillgänglig information innan ett investeringsbeslut. På marknaden kan även förekomma insiderinformation utan ett sedvanligt offentliggörande – ett så kallat informationsläckage.¹³⁷

Att det förekommer rykten, informationsläckage eller annan indirekt information på marknaden innebär inte att informationen ska anses vara offentliggjord i enlighet med art. 17 MAR. Det följer nämligen av artiklarna 17(7) och 17(8) MAR att ryktesspridning och informationsläckage inte kan ersätta skyldigheten att offentliggöra insiderinformation på rätt sätt.¹³⁸ Där emot är en emittent inte skyldig att ge bemötanden angående rykten.¹³⁹

Hur ”inkorrekt” offentliggörande förhåller sig till insiderhandelsförbudet tycks i litteraturen inte vara lika klart. Under MAD var emittenter, i likhet med dagens regelverk, skyldiga att så snabbt som möjligt informera allmän-

¹³⁶ Se Ventrizzo och Mock (2017) s. 195–196.

¹³⁷ Se Lau Hansen och Moalem (2009) s. 323–340.

¹³⁸ Se Schmauch (2018) s. 201.

¹³⁹ Se Lau Hansen och Moalem (2009) s. 323–340.

heten om insiderinformationen och under en lämplig tidsperiod publicera informationen på sina webbplatser.¹⁴⁰ I CESRs icke bindande riktlinjer om tillämpningen av MAD framgick däremot att vid tillämpning av insiderhandelsförbudet kunde information anses ha förlorat sin icke-offentliga karaktär även om den inte offentliggjorts av emittenten själv, utan av tredje part, eller om informationen offentliggjorts på felaktigt sätt.¹⁴¹ Precis som nu, gällde under MAD att emittenten var skyldig att offentliggöra på det sätt som föreskrevs i direktivet för att anses ha uppfyllt offentliggörandeskyldigheten.¹⁴²

Ventoruzzo och Mock resonerar att om informationen har offentliggjorts så har marknaden, om den är effektiv, redan inkorporerat och justerat priserna på de finansiella instrumenten så att priserna speglar informationen. Detta medför i sin tur att det blir omöjligt för en insider att missbruka sådan information. Professorerna hävdar alltså att från ett transparensperspektiv så bör information anses ha blivit allmän och offentliggjord även om offentliggörandet inte skett på ett formellt ”korrekt” sätt, under förutsättning att marknaden är effektiv och att priserna korrigerats och speglar informationen.¹⁴³ Som motargument kan dock framhållas att ”korrekt” offentliggörande på ett snabbare sätt inkorporerar information i och justerar priset än om offentliggörandet inte sker på det sätt som MAR formellt ställer upp.¹⁴⁴

4.4 Hänför sig till emittenter eller finansiella instrument

Detta tredje element förutsätter att det finns en koppling mellan informationen i fråga och en eller flera emittenter, eller en eller flera finansiella instrument. Det som avses är helt enkelt information som på något sätt relaterar till en emittent eller finansiellt instrument.

Enligt tidigare marknadsmissbruksreglering omfattades endast information som *direkt* kunde hänföras till en eller flera emittenter eller en eller flera finansiella instrument, men som framgår av nuvarande definition av insiderinformation omfattas information som både *direkt och indirekt* hänför sig till en emittent eller ett finansiellt instrument. Tolkningen ska således inte göras för snäv.¹⁴⁵

Exempel på då kopplingen är direkt är då information består i att ett avtal förhandlats fram eller slutits av ett företag, eller att ett bolags ledning eller stämman fattat ett beslut, i en vinstvarning inför ett negativt resultat i en rapport, emittentens finansiella ställning eller produktionskapacitet, produktionsstörningar eller andra driftsförhållanden. Exempel på då kopplingen

¹⁴⁰ Se art. 6(1), (7) och (10) MAD.

¹⁴¹ Se CESR/06-562b, July 2007, punkt 1.9.

¹⁴² Se Ventoruzzo och Mock (2017) s. 197.

¹⁴³ Se Nelemans och Schouten (2013) s. 10; Ventoruzzo och Mock s. 197–198.

¹⁴⁴ Se Nelemans och Schouten (2013) s. 35.

¹⁴⁵ Se Ventoruzzo och Mock (2017) s. 198; Schmauch (2018) s. 84.

mellan emittenten och informationen är indirekt, är när informationen berör marknaden i stort eller åtminstone flera emittenter, det allmänna ränteläget, nya skatteregler eller kunskap om en stor aktieägares planerade affärer. Det kan även röra sig om data i form av kredit ratings, rapporter från analytiker och dylikt.¹⁴⁶

Av punkt 1.15 i CESRs riktlinjer ges fler exempel på vilken typ av information som skulle kunna hänföra sig till en emittent eller ett finansiellt instrument. Exempel på information som har en direkt koppling är: förändringar inom ledningen, beslut om att öka eller minska aktiekapitalet, fusioner, ansökan om konkurs, tvister, insolvens hos relevanta gäldenärer till bolaget, nya licenser eller patent, innovativa produkter eller processer, förändringar angående förväntade vinster eller förluster och kundorders. Exempel på då kopplingen är indirekt är: data och statistik publicerat av offentliga myndigheter, publiceringen av forskning och rekommendationer gällande värdet på listade finansiella instrument, centralbankers beslut om ränta och regler för marknaden.

4.5 Väsentlig inverkan på priset

Det fjärde och sista elementet innebär att information ska klassas som insiderinformation under förutsättning att informationen, om den offentliggjordes, då skulle ha en väsentlig inverkan på priset på de finansiella instrument som berörs. Är detta rekvisit inte uppfyllt är det inte fråga om insiderinformation.

I art. 7(4) MAR görs ett förtydligande kring vad som menas med att informationen sannolikt skulle ha en ”väsentlig inverkan på priset”. Där stadgas att ”vid tillämpning av punkt [7]1 ska information som, om den offentliggjordes, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på finansiella instrument [...] avse information som en förnuftig investerare [Eng. ’reasonable investor’] sannolikt skulle utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut.”¹⁴⁷ [mina markeringar]

Resonemanget bakom regleringen är antagandet om att offentlig information som en förnuftig investerare beaktar inför ett investeringsbeslut vanligtvis reflekteras i marknadspriset. Därför, har det resonerats, att om information är sådan att en förnuftig investerare skulle basera sina investeringar på den eller i övrigt ta den i beaktande, så kan det antas att informationen kommer att ha en effekt på priset.¹⁴⁸

Av skäl 14 MAR och skäl 1 i kommissionens genomförandedirektiv 2003/124/EG framgår att frågan om en förnuftig investerare i samband med

¹⁴⁶ Se Schmauch (2018) s. 84; Ventoruzzo och Mock (2017) s. 199.

¹⁴⁷ Lydelsen är densamma som den i art. 1(2) kommissionens genomförandedirektiv 2003/124/EG, som gällde vid sidan om MAD.

¹⁴⁸ Se Ventoruzzo och Mock (2017) s. 200.

ett investeringsbeslut, rimligtvis skulle beakta en viss uppgift bör utvärderas på grundval av den information som var tillgänglig för denne vid beslutet eftersom att ”förnuftiga investerare baserar sina investeringsbeslut på information som de redan har tillgång till”. Bedömningen ”måste ta hänsyn till de förväntade effekterna av dess uppgifter i ljuset av den berörda emitentens verksamhet som helhet, informationskällans tillförlitlighet och alla andra marknadsvariabler¹⁴⁹ som kan förväntas påverka de finansiella instrumenten [...] under de givna omständigheterna”. Denna uppräknings ska dock inte framstå som uttömmande, utan den utgör bara vägledning i tillämpningen av väsentlighetskriteriet.¹⁵⁰

Av skäl 15 framgår fortsättningsvis att ”efterhandsinformation kan användas för att kontrollera antagandet att förhandsinformationen var priskänslig, men bör inte användas för att vidta åtgärder mot personer som drog rimliga slutsatser av den förhandsinformation de hade tillgång till.”

I punkt 1.14 i CESRs riktlinjer listas några indikatorer som en insider kan tänkas ta i beaktande vid bedömningen av om informationen sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset. Sådana indikatorer kan vara om den typen av information tidigare har haft en väsentlig inverkan på priset på det finansiella instrumentet, om redan befintliga analytikens rapporter indikerar att den typ av information har en väsentlig inverkan på priset eller om bolaget tidigare självt betraktat den typen av information som insiderinformation. CESR är noga med att uttala att dessa faktorer endast utgör indikatorer. Viktigt är också att ha i åtanke att bedömningen kan skifta beroende på bolagets ställning, hur utvecklingen sett ut på senaste tiden, marknadens inställning till bolaget samt beroende på vilken bransch som bolaget är inom. Bedömningen blir också varierande beroende på vilket finansiellt instrument det är fråga om.

Dessvärre ger MAR inte mycket vägledning kring vem mer exakt den förnuftige investeraren är. Är den förnuftige investeraren en man eller en kvinna? Studier har nämligen visat att kvinnor är mindre benägna att begå risker och att de är mindre optimistiska när det kommer till investeringsbeslut.¹⁵¹ Något svar på frågan kommer vi nog knappats få, men det är ett intressant resonemang. Klarare verkar det åtminstone vara gällande att den förnuftige investeraren antas agera och resonera rationellt, och har förmågan att kunna urskilja information som eventuellt har en inverkan på ekonomin från information som inte har det. Självklart är det ju dock så att det inte finns en enda typ av förnuftig investerare. Investerare kan bedöma information olika eftersom att de alla har olika kompetens, expertis och strategier. Med de teknologiska framstegen har även så kallad högfrekvenshandel med finansiella instrument blivit allt vanligare. Sådan handel kännetecknas av användandet av algoritmer vilka bedömer ny information på marknaden inom tusendelar av en sekund. Innebär detta att de som ligger bakom dessa

¹⁴⁹ Med marknadsvariabler menas exempelvis pris, utbud och efterfrågan, se CESR/06-562b, July 2007 punkt 1.13.i.

¹⁵⁰ Se Schmauch (2018) s. 91.

¹⁵¹ Se MacLeod Hemingway (2009) s. 312–313; Ventoruzzo och Mock (2018) s. 202.

algoritmer ska falla in under vad som menas med en ”förnuftig investerare”? Förmodligen inte, då det kan sägas vara något långsökt och dessutom inte heller en tolkning vi finner något stöd hos i art. 7 MAR,¹⁵² men likväl en intressant tankegång.

Att information sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset innebär inte att informationen nödvändigtvis leder till prisförändringar, utan centralt för bedömningen är alltså om en förnuftig investerare skulle använda sig av informationen för att fatta ett investeringsbeslut. Någon objektiv prisförändring är inte nödvändig för att information ska klassas som insiderinformation, utan ”väsentlig påverkan på priset” får närmast förstås som att en fiktiv rationell investerare skulle vilja ha den informationen innan han eller hon fattar sitt investeringsbeslut.¹⁵³ Stöd för detta resonemang finns i avgörandet C-45/08 *Spector Photo*. EU-domstolen uttalade i det avgörandet att informationens förmåga att väsentligt kunna inverka på priset måste bedömas mot bakgrund av dess innehåll och av sammanhanget, men att det inte är nödvändigt att pröva huruvida offentliggörandet av informationen faktiskt haft en väsentlig inverkan på priset på de finansiella instrument som informationen avser.¹⁵⁴ Det finnas inte heller något krav på att det ska förekomma en viss procentuell förändring.¹⁵⁵ Även av CESRs riktlinjer punkt 1.13.i framgår att fasta trösklar för prisrörelserna eller annat kvantitativt kriterium ensamt inte är ett lämpligt sätt att bedöma informationens effekt på priset. Som nämnts tidigare är det inte nödvändigt att kunna förutsäga i vilket riktning priset kan påverkas.

MAR ser på detta fjärde element på ett liknande sätt som i amerikansk federal lagstiftning. Istället för ”insiderinformation” används där begreppet ”material nonpublic information”. Icke-offentlig information har ansetts vara materiell under förutsättning att: ”there is a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the ’total mix’ of information made available”.¹⁵⁶

Här används alltså begreppet ”material”, vilket innebär att informationen måste vara materiell eller på annat sätt en betydande komponent av ett investeringsbeslut. Med detta menas alltså att informationen är sådan att den troligtvis kommer att tas i beaktande av en förnuftig investerare.¹⁵⁷ ”Alter the total mix” innebär inte nödvändigtvis att informationen leder till att en investerare fattar ett nytt beslut, eller att kursen ändras – det är tillräckligt att informationen bekräftar redan känd information.¹⁵⁸ Den förnuftige investeraren är i denna situation någon med generell professionell kunskap – inte någon som besitter unik expertis eller unikt undersökningsmaterial.¹⁵⁹

¹⁵² Se Ventoruzzo och Mock (2017) s. 202–203.

¹⁵³ Se Eklund och Stattin (2016b) s. 415.

¹⁵⁴ Se C-45/08 *Spector Photo* punkt 69.

¹⁵⁵ Jfr diskussionen i de svenska förarbetena som redogjorts för under avsnitt 2.7.

¹⁵⁶ Se Bergmans (1991) s. 19; *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

¹⁵⁷ Se Ventoruzzo och Mock (2017) s. 192.

¹⁵⁸ Se Lau Hansen (2016) s. 16.

¹⁵⁹ Se Bergmans (1991) s. 19.

I amerikansk rätt och avgörandena *SEC v. Texas Gulf Sulphur* och *Basic v. Levinson*, tas hänsyn till både sannolikheten (Eng. "the probability") och omfattningen (Eng. "the magnitude") av konsekvenserna av informationen på priset. Detta kallas för "the probability-magnitude test". Precis som enligt EU-rätten utgör sannolikheten för att en händelse ska inträffa en viktig beståndsdel i bedömningen, men enligt amerikansk rätt ska även omfattningen av konsekvenserna av informationen tas i beaktande enligt "the probability-magnitude test". Detta innebär att enligt amerikansk federal rätt kan det vara fråga om insiderinformation även om det endast finns en liten sannolikhet för att en viss händelse kommer att inträffa, men om informationen istället förväntas ha en stor inverkan på marknaden.¹⁶⁰

Huruvida "the probability-magnitude test" ska appliceras inom EU-rätten är en frågeställning som gett upphov till viss diskussion i den juridiska litteraturen. EU-domstolen ger delvis svar på frågan i C-19/11 *Geltl*. Tolkningsfrågan inför domstolen rörde rekvisitet "specifik natur". I avgörandet förmedlar EU-domstolen att "sannolikheten för att omständigheter eller en händelse ska uppkomma [inte] kan variera beroende på hur stor effekt dessa har på priset på de finansiella instrumenten".¹⁶¹ EU-domstolen uttrycker vidare i avgörandet att det alltså inte är möjligt att tolka bestämmelsen som att ju större den möjliga inverkan en händelse har på priset, desto lägre sannolikhetsgrad krävs för att informationen ska anses vara av specifik natur.¹⁶²

Ventoruzzo och Mock stödjer sig på uttalandena i *Geltl* när de hävdar att "the probability-magnitude test" inte ska tillämpas på insiderinformationsdefinitionen i MAR. De framhåller dock att det fästs visst avseende vid "the magnitude" vid bedömningen av det fjärde elementet, "väsentlig effekt på priset", eftersom att det just finns ett väsentlighetskrav.¹⁶³

Generaladvokaten uttryckte stöd för "the probability-magnitude test" i sitt förslag till avgörande i *Geltl*-målet. Han ansåg att "om informationen har en hög kurspåverkande potential räcker det att det står öppet men att det inte är omöjligt eller osannolikt att omständigheten eller händelsen kan komma att föreligga eller inträffa".¹⁶⁴

Jesper Lau Hansen, har funnit stöd i *Geltl*-målet för att "the probability-magnitude test" faktiskt kan vara relevant för att bedöma det fjärde rekvisitet i insiderinformations-begreppet, "väsentlig inverkan på priset", men att, som EU-domstolen konstaterade i *Geltl*, "testet" inte är relevant för bedömningen av rekvisitet "specifik natur".¹⁶⁵

¹⁶⁰ Se Ventoruzzo och Mock (2017) s. 192.

¹⁶¹ Se C-19/11 *Geltl* punkt 50.

¹⁶² Se C-19/11 *Geltl* punkt 52.

¹⁶³ Se Ventoruzzo och Mock (2017) s. 203–204.

¹⁶⁴ Se GA Mengozzi i C-19/11 *Geltl*, EU:C:2012:153 punkt 109.

¹⁶⁵ Se Lau Hansen (2016) s. 13.

Carmine Di Noia and Matteo Gargantini är inne på samma spår som Lau Hansen. De uttrycker att "the magnitude" inte har någon relevans för bedömningen av rekvisitet "specifik natur", utan bör istället beaktas vid bedömningen om "väsentlig inverkan på priset".¹⁶⁶

Definitionen av insiderinformation påminner alltså delvis om den i amerikansk rätt. Oavsett vilket läger som väljs i frågan om "the probability-magnitude test" kan det i alla fall konstateras att både enligt amerikansk rätt och EU-rätt måste sannolikheten för att en viss händelse ska inträffa överstiga ett visst minimum.¹⁶⁷ Även kriteriet "förnuftig investerare" liknar amerikansk rätt. I ett avgörande, *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, uttalade US Supreme Court att icke offentliggjord fakta är "material" om det finns en väsentlig sannolikhet för att en förnuftig aktieägare skulle anse att informationen är viktig att ta i beaktande vid ett investeringsbeslut.¹⁶⁸

Den uppmärksamme läsaren har nu kanske lagt märke till att bedömningen gällande det första elementet "specifik natur" och om det är möjligt att dra en slutsats gällande informationens potentiella effekt är snarlik den bedömning om det fjärde elementet som redogjorts för i detta avsnitt, nämligen om informationen skulle ha en väsentlig inverkan på priset om den offentliggjordes. De båda bedömningarna överlappar varandra. Båda förutsätter en bedömning av informationens potentiella effekt på priset, och den "förnuftige investeraren" ska inte endast beaktas vid bedömning av det fjärde elementet, utan enligt CESRs riktlinjer även vid bedömningen av det första elementet.¹⁶⁹

CESR uppmärksammar att de båda elementen är nära förknippade med varandra och att karaktärsdragen av den ena bedömningen kan påverka den andra bedömningen.¹⁷⁰ Även om bedömningarna påminner om varandra så är det trots allt fråga om två skilda kriterier som var och en måste vara uppfyllda.¹⁷¹ CESR anser att det är möjligt att göra denna uppdelade bedömning.¹⁷² Trots detta görs i rättstillämpningen oftast inte någon distinktion mellan de två, utan bedömningen som ska göras inom ramen för "specifik natur" förbises allt som oftast.¹⁷³ Detta är inte önskvärt. Det fjärde elementet innehåller nämligen ett väsentlighetskrav som måste tas i beaktande.¹⁷⁴

¹⁶⁶ Se Di Noia och Gargantini (2012) s. 496.

¹⁶⁷ Se Nelemans och Schouten (2013) s. 5.

¹⁶⁸ Se Nelemans och Schouten (2013) s. 11; *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976).

¹⁶⁹ Jfr avsnitt 4.2.3.

¹⁷⁰ Se Staikouras (2008) s. 786-787; CESR/02-089d, December 2002. CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive punkt 18.

¹⁷¹ Se Nelemans och Schouten (2013) s. 7.

¹⁷² Se Staikouras (2008) s. 787.

¹⁷³ Se Nelemans och Schouten (2013) s. 7.

¹⁷⁴ Se Staikouras (2008) s. 787.

5 Definitionen i sin kontext

5.1 Inledning

Det är ingen överdrift att säga att begreppet ”insiderinformation” är centralt för tillämpningen av MAR och har stor betydelse för de förbud och påbud som ställs upp i förordningen.¹⁷⁵ Flertalet bestämmelser i förordningen bygger på definitionen av insiderinformation som ställs upp i art. 7 MAR.

Definitionen är avgörande för att bestämma tillämpningsområdet för förbuden mot insiderhandel¹⁷⁶ och olagligt röjande av insiderinformation i art. 14 MAR.¹⁷⁷ Det finns även omfattande krav på en emittent att informera om förekomsten av insiderinformation. Sådana offentliggöranderegler finns i art. 17 MAR. Vidare framgår av art. 18 MAR skyldigheten att föra en insiderförteckning över personer med tillgång till insiderinformation. Bestämmelserna beskrivs närmare i avsnitten 5.2-5.5. Förhoppningen är att dessa avsnitt ska sätta in begreppet i sin kontext och på sätt belysa i vilka situationer som förståelse av begreppet ”insiderinformation” blir relevant.

Inte minst för svenskt vidkommande har definitionen i art. 7 MAR central betydelse, genom att det i den svenska lagstiftningen görs hänvisningar till art. 7 MAR för definitionen av insiderinformation. I lagen (2016:1306) med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmissbruksförordning (KompL), vilken infördes i svensk rätt med anledning av de krav som MAR ställer upp på en medlemsstat, har det i 1 kap. 1 § andra stycket KompL tagits in en bestämmelse som anger att termer och uttryck i lagen, såsom begreppet ”insiderinformation”, har samma betydelse som i MAR.

På samma sätt hänvisar 1 kap. 4 § lagen (2016:1307) om straff för marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden till art. 7 MAR för definitionen av insiderinformation. Lagen innebär ett genomförande av EU:s marknadsmissbruksdirektiv (MAD II).¹⁷⁸ Slutligen hänvisas även i lag (2007:528) om värdepappersmarknaden till MAR och bestämmelser däri som rör insiderinformation.¹⁷⁹

Även börserna och marknadsplatserna på den svenska aktiemarknaden hänvisar i sina respektive regelverk direkt till art. 7 MAR.¹⁸⁰

¹⁷⁵ Se prop. 2016/17:22 s. 63.

¹⁷⁶ Insiderhandel definieras i art. 8 MAR.

¹⁷⁷ Innebörden av ”olagligt röjande av insiderinformation” beskrivs i art. 10 MAR.

¹⁷⁸ Se prop. 2016/17:22 s. 2.

¹⁷⁹ Se t.ex. 11 kap. 7 §, 15 kap. 7 § lag (2007:528) om värdepappersmarknaden.

¹⁸⁰ Se b.l.a. Nasdaq Stockholms regelverk för emittenter, 1 januari 2019; Börsregler – Regler för bolag vars aktier är upptagna till handel på NGM Equity gällande från och med den 1 januari 2019; Nasdaq First North Nordic – Rulebook, 1 July 2018; Regler Nordic MTF – Regler för bolag vars aktier är listade på Nordic MTF gällande från och med den 1 januari 2019; Spotlight Stock Markets noteringsavtal av den 1 mars 2018.

5.2 Förbud mot insiderhandel

En person får enligt art. 14 MAR inte ägna sig åt insiderhandel. Det är inte heller tillåtet enligt nyss nämnda bestämmelse att rekommendera eller förmå någon annan att ägna sig åt insiderhandel. Vad som menas med insiderhandel framgår av art. 8 MAR.

I art. 8(1) MAR definieras insiderhandel allmänt som att någon förfogar över insiderinformation och utnyttjar denna genom att för egen, eller någon annans räkning, direkt eller indirekt, förvärva eller avyttra finansiella instrument som insiderinformationen rör. När en person förfogar över insiderinformation presumeras att informationen har utnyttjats om personen i fråga genomför transaktioner med finansiella instrument som informationen rör.¹⁸¹ Presumtionen etablerades i målet *C-45/08 Spector Photo*.¹⁸² Däremot uttrycker EU-domstolen att det måste göras en åtskillnad mellan sådant ”utnyttjande av insiderinformation” som kan skada de intressen som regelverket avser att skydda, nämligen att garantera finansmarknadernas integritet och investerarnas förtroende för dem, och sådant utnyttjande som inte riskerar att göra det. Endast ett utnyttjande som strider mot de syftena utgör förbjuden insiderhandel.¹⁸³

Av art. 8(2) MAR framgår att insiderhandel även innefattar ett rådgivningsförbud dvs. att på grundval av insiderinformation rekommendera eller förmå en annan person att ägna sig åt insiderhandel. För regelns tillämplighet krävs inte att personen som blir förmådd eller rekommenderad att agera baserat på insiderinformationen faktiskt genomför en transaktion, utan bestämmelsen tar sikte på den som är givare av ”tipset”.¹⁸⁴

Även den som använder sig av en sådan rekommendation som avses i art. 8(2) MAR gör sig skyldig till insiderhandel enligt art. 8(3) MAR, om personen ifråga inser eller borde inse att rekommendationen bygger på insiderinformation.

Den personkrets som omfattas av bestämmelsen om insiderhandel i art. 8 MAR är enligt art. 8(4) administrations-, lednings- eller kontrollorgan som har aktieinnehav (oavsett storlek) i emittenten, som har tillgång till insiderinformationen genom fullgörande av tjänst, verksamhet eller åligganden, eller som ägnar sig åt kriminell verksamhet. Utöver denna personkrets omfattas även övriga personer som förfogar över insiderinformation om dessa personer inser eller borde ha insett att det rör sig om insiderinformation.

¹⁸¹ Se Schmauch (2018) s. 97; skäl 24 MAR.

¹⁸² Se *C-45/08 Spector Photo* punkt 54.

¹⁸³ Se *C-45/08 Spector Photo* punkt 46 och 61.

¹⁸⁴ Se Schmauch (2018) s. 99-100.

Den som överträder förbudet mot insiderhandel kan bli föremål för ingripande av Finansinspektionen¹⁸⁵ och kan eventuellt åläggas att betala en sanktionsavgift.¹⁸⁶

Överträdelsen är även straffbelagd. Den som uppsåtligen ägnar sig åt insiderhandel gör sig skyldig till insiderbrott och kan dömas till fängelse i två år.¹⁸⁷

5.3 Røjande av insiderinformation

I art. 14 MAR förbjuds røjande av insiderinformation. Vad som menas med olagligt røjande framgår av art. 10 MAR. Det som avses är när en person förfogar över och røjder insiderinformation till en annan person. Av art. 10(2) framgår att det anses utgöra olagligt røjande att vidarebefordra sådana rekommendationer eller uppmaningar som avses i art. 8(2) MAR, om den som røjder rekommendationen eller uppmaningen känner till eller borde känna till att den bygger på insiderinformation.

Undantag från förbudet är om røjandet sker som ett normalt led i fullgörande av tjänst, verksamhet eller åligganden. Det kan t.ex. vara fråga om att statistik och underlag lämnas till en marknadsplats för ett kommande offentliggörande.¹⁸⁸ Bestämmelsen är precis som insiderhandelsförbudet tillämplig på den personkrets som avses i art. 8(4) MAR.

Precis som med insiderhandel kan den som överträder förbudet bli föremål för ingripande av Finansinspektionen.¹⁸⁹ Den som uppsåtligen røjder insiderinformation kan dömas för obehörigt røjande av insiderinformation till böter eller fängelse i högst två.¹⁹⁰ Detsamma gäller den som vidarebefordrar ett råd eller uppmaning som grundar sig på insiderinformation.

Om informationen blir allmänt känd samtidigt som den röjs, döms det inte till ansvar.¹⁹¹

¹⁸⁵ Se 5 kap. 1 § 1 Kompl.

¹⁸⁶ Se 5 kap. 3 och 6 §§ Kompl.

¹⁸⁷ Se 2 kap. 1 § lagen (2016:1307) om straff för marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden.

¹⁸⁸ Se Schmauch (2018) s. 114.

¹⁸⁹ Se 5 kap. 1 § 1 Kompl.

¹⁹⁰ Se 2 kap. 3 § lagen (2016:1307) om straff för marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden.

¹⁹¹ Se 2 kap. 3 § andra stycket lagen (2016:1307) om straff för marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden.

5.4 Offentliggörande av insiderinformation

5.4.1 Inledning

Art. 17 MAR reglerar emittenternas¹⁹² skyldighet att offentliggöra insiderinformation. Bestämmelsen ställer dels upp krav för själva offentliggörandet samt reglerar möjligheten att under vissa förutsättningar skjuta upp ett offentliggörande.

5.4.2 Tidpunkt för offentliggörande

Enligt art. 17(1) MAR ska en emittent offentliggöra insiderinformation som rör emittenten. Eftersom även mellanliggande steg i en pågående process kan utgöra insiderinformation¹⁹³ kan det bli nödvändigt att vid flera tillfällen ta ställning till som ett offentliggörande krävs, och i sådant fall genomföra flera offentliggöranden som avser samma underliggande händelse.¹⁹⁴ Offentliggörandet ska enligt lydelsen i bestämmelsen ske ”så snart som möjligt”. Detta innebär ett stängare krav jämfört med tidigare marknadsmissbruksregelverk då det numera inte är möjligt att invänta nästa handelsdag innan offentliggörandet sker. Det går exempelvis inte heller att invänta att handeln återupptas efter helgen, utan offentliggörandet ska ske så snart som möjligt.¹⁹⁵

Nasdaq Stockholm har publicerat en vägledning om hur begreppet ”så snart som möjligt” ska förstås. Där framgår att det finns en viss tolerans för att offentliggörande kan ta viss tid att administrera. Har dock emittenten varit medveten om att en viss händelse skulle bli föremål för offentliggörande tillåts inte en lika lång fördröjning. Detta eftersom att emittenten haft möjlighet att förbereda offentliggörandet. Det måste helt enkelt göras en individuell bedömning av informationens karaktär och betydelse för emittenten samt de administrativa procedurerna. Är informationen av väsentlig betydelse kan det bli nödvändigt att bortse från de vanliga procedurerna och offentliggöra informationen omgående.¹⁹⁶

¹⁹² Bestämmelsen är endast tillämplig på emittenter som ansökt om upptagande till handel på en reglerad marknad i en medlemsstat eller på en MTF-plattform, samt emittenter som godkänt att deras finansiella instrument upptas till handel på en reglerad marknad eller MFT-plattform samt OTF-plattform, se art. 17(1) tredje stycket MAR.

¹⁹³ Se avsnitt 4.2.4.

¹⁹⁴ Se Schmauch (2018) s. 197–198.

¹⁹⁵ Se Schmauch, (2018) s. 198.

¹⁹⁶ Se “The Market Abuse Regulation and the Duty to Disclose Inside Information – Questions and Answers on the Application of the Market Abuse Regulation (‘MAR’)” 596/2014 3 July 2016, punkt 2.8.

5.4.3 Tillvägagångssätt för offentliggörande

Enligt art. 17(1) andra stycket MAR ska insiderinformationen offentliggöras på ett sätt som ger allmänheten en snabb tillgång till informationen och möjlighet till en fullständig och korrekt bedömning i rätt tid.

Detaljerna kring hur offentliggörandet ska gå till regleras i kommissionens genomförandeförordning 2016/1055.¹⁹⁷ I art. 2(1) i nyss nämnda förordning framgår att informationen ska spridas med tekniska medel på ett kostnadsfritt och icke-diskriminerande sätt, samtidigt och till en så stor allmänhet som möjligt i hela EU. Där framgår vidare att informationen ska förmedlas till medier som åtnjuter en rimlig nivå av förtroende från allmänheten, via elektroniska medel som garanterar att informationens fullständighet, tillförlitlighet och sekretess upprätthålls. Detta krav uppfylls av de noterade bolagen genom att de använder sig av en väletablerad nyhetsdistributör för att sprida informationen i form av ett pressmeddelande till media m.fl.¹⁹⁸

Dessutom ska det enligt art. 2(1) i genomförandeförordning 2016/1055 tydligt framgå av offentliggörandet att det är fråga om insiderinformation enligt art. 7 MAR. För emittenter på en reglerad marknad i Sverige ska offentliggjord insiderinformation dessutom rapporteras till Finansinspektionens börsdatabas¹⁹⁹ där informationen är sökbar.²⁰⁰

Det är vidare enligt art. 17(1) andra meningen förbjudet att offentliggöra insiderinformation kombinerat med marknadsföring. Tanken är att det ska vara lätt för allmänheten att kunna skilja på vad som utgör insiderinformation respektive information som endast syftar till att öka intresset för företaget hos allmänheten. Informationen ska dessutom läggas ut på emittentens webbplats i minst fem år. Även för webbplatserna ställer art. 3 i genomförandeförordning 2016/1055 upp krav på att användare av webbplatsen ska ges tillgång till insiderinformationen gratis, på ett icke-diskriminerande och lättillgängligt sätt.

¹⁹⁷ 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.

¹⁹⁸ Se Sevenius och Örtengren (2017) s. 195.

¹⁹⁹ Av art. 17(1) MAR följer att informationen ska offentliggöras genom den officiellt utsedda mekanism som avses i artikel 21 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad om ändring av direktiv 2001/34/EG, Öppenhetsdirektivet. Den ”mekanism” som avses är Finansinspektionens börsdatabas, och vad som i bestämmelsen avses med ”obligatorisk information” är i praktiken insiderinformation enligt art. 7 MAR. Se vidare Schmuach (2018) s. 201.

²⁰⁰ Se Finansinspektionen, ”Hur ska insiderinformation offentliggöras?”, besökt 2018-12-09.

5.4.4 Uppskjutande av offentliggörande

När en emittent konstaterar att det uppkommit insiderinformation finns möjligheten att antingen offentliggöra informationen eller att fatta ett beslut om att skjuta upp offentliggörandet. För att ett uppskjutande ska vara tillåtet måste tre förutsättningar enligt art. 17(4) MAR vara uppfyllda: a) ett omedelbart offentliggörande måste sannolikt skada emittentens legitima intressen; b) att det inte är sannolikt att ett uppskjutet offentliggörande vilseleder allmänheten; och c) att emittenten kan säkerställa att informationen förblir konfidentiell.

Vad gäller det första villkoret finns det en icke uttömmande lista, framtagen av ESMA, på vad som kan tänkas innebära ”legitima intressen”.²⁰¹ Det kan t.ex. röra sig om att emittenten deltar i förhandlingar om förvärv, fusioner eller omorganisationer, vilkas resultat sannolikt skulle äventyras om de omedelbart offentliggjordes. Det kan även röra sig om en situation där emittentens ekonomiska situation är så pass allvarlig att ett omedelbart offentliggörande av insiderinformationen skulle äventyra slutförandet av förhandlingar som har till syfte att säkerställa emittentens ekonomiska återhämtning.

Vad gäller det andra villkoret, så har ESMA även här tagit fram riktlinjer i form av en icke uttömmande lista på i vilka situationer ett uppskjutet offentliggörande sannolikt vilseleder allmänheten.²⁰² Det rör sig exempelvis om en situation där insiderinformationen vars offentliggörande emittenten avser skjuta upp väsentligt avviker från emittentens tidigare offentliggjorda meddelanden i just den fråga som informationen gäller. Det kan även röra sig om en situation där uppskjutandet rör information som står i strid med marknadens förväntningar pga. de signaler som emittenten tidigare skickat genom kommunikation till marknaden i olika sammanhang.

Det tredje kravet innebär att informationen måste hållas hemlig och att den inte får röjas. Som ett sista steg, ska ett uppskjutande av offentliggörandet i Sverige anmälas till Finansinspektionen.²⁰³

Den som underlåter att uppfylla de skyldigheter gällande offentliggörande av insiderinformation som följer av art. 17 MAR kan bli föremål för Finansinspektionens ingripande.²⁰⁴

²⁰¹ Se ESMA:s riktlinjer om MAR – uppskjutet offentliggörande av insiderinformation (ESMA/2016/1478) punkt 5.1.

²⁰² Se ESMA/2016/1478 punkt 5.2.

²⁰³ Se Schmauch (2018) s. 209.

²⁰⁴ Se 5 kap. 2 § 2 KompL.

5.5 Insiderförteckningar

Bestämmelser om upprättande och uppdatering av insiderförteckning finns i art. 18 MAR. Enligt bestämmelsen har emittenter²⁰⁵ och de personer som handlar för deras räkning, såsom konsulter och advokater, en skyldighet att upprätta en förteckning över alla personer som har tillgång till insiderinformation genom anställning eller som på annat sätt arbetar för emittenten t.ex. revisorer och rådgivare.²⁰⁶ Förteckningarna ska enligt art. 18(4) MAR uppdateras utan dröjsmål och ska, enligt art. 18(3) MAR förutom vilka personer som har tillgång till insiderinformation, innehålla information om skälen till att en person förekommer på förteckningen, tidpunkt för när personerna fick tillgång till insiderinformationen samt när förteckningen upprättades. Förteckningen ska enligt art. 18(5) MAR sparas i fem år. Företeckningen ska upprättas i ett elektroniskt format som säkerställer konfidentialitet dvs. endast en begränsad krets av personer ska ha tillgång till insiderinformationen.²⁰⁷

Insiderförteckningar är en viktig informationskälla och syftar enligt skäl 56 och 57 MAR till att underlätta utredningar om eventuellt marknadsmissbruk. Dessutom syftar dessa företeckningar till att ge emittenter kontroll över vilka personer som har insiderinformation samt göra dessa personer uppmärksamma på att de har information som emittenten anser vara insiderinformation som de inte får lov att röja. Insiderförteckningarna avser att göra det lättare att spåra och öka transparensen av en emittents hantering av insiderinformation. Emellertid är det värt att poängtera att en person alltid kan göra sig skyldig till insiderhandel, oavsett om personen förekommer i en insiderförteckning eller inte. Att vara införd i en insiderförteckning är således ingen förutsättning för att en person ska omfattas av t.ex. insiderhandelsförbudet i MAR. Däremot uppstår en mycket stark presumtion för att det rör sig om insiderinformation när det finns en insiderförteckning.²⁰⁸

Emittenter eller personer som handlar å dess vägnar ska enligt art. 18(2) MAR dessutom vidta alla rimliga åtgärder för att se till att alla personer som förekommer på insiderförteckningen skriftligen bekräftar att de är medvetna om de rättsliga skyldigheter som detta medför och vilka eventuella sanktioner som kan komma ifråga vid överträdelser av reglerna.

²⁰⁵ Bestämmelsen är endast tillämplig på emittenter som ansökt om upptagande till handel på en reglerad marknad eller på en MTF-plattform, samt emittenter som godkänt att deras finansiella instrument upptas till handel på en reglerad marknad eller MTF-plattform samt OTF-plattform, se art. 18(7) MAR.

²⁰⁶ Se Schmauch (2018) s. 228.

²⁰⁷ Se art. 2(3) och (4) kommissionens genomförandeförordning (EU) 2016/347 av den 10 mars 2016 om fastställande av tekniska standarder för genomförande med avseende på det exakta formatet för insiderförteckningar i enlighet med Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014.

²⁰⁸ Se Schmauch (2018) s. 224–225.

Den som underlåter att upprätta, uppdatera eller bevara en insiderförteckning eller i övrigt uppfylla de krav som framgår av art. 18 MAR kan bli föremål för Finansinspektionens ingripande.²⁰⁹

5.6 Problemet med begreppets dubbla användningsområde

Definitionen av insiderinformation är essentiell för att bestämma omfattningen av marknadsmissbruk, särskilt avseende insiderhandelsförbudet och kraven kring offentliggörande av insiderinformation på reglerade marknader och handelsplattformar. En avgörande fråga i sammanhanget är huruvida en definition ska vara bred eller snäv.

Å ena sidan kan det exempelvis argumenteras för att en vidare definition av begreppet sannolikt skulle vara gynnsam för att strama åt möjligheterna att ägna sig åt insiderhandel och minimera risken med att insiderhandel förekommer obehindrat på marknaden. Då skulle nämligen förbudet mot insiderhandel ges ett större tillämpningsområde som skulle innefatta en större mängd information och därmed göra det lättare att upptäcka otillåten insiderhandel.

Å andra sidan skulle en snävare definition vara mer gynnsam sett utifrån reglerna om offentliggörande av insiderinformation. Med en snävare definition undviks nämligen offentliggörandet av sådan information som kan sägas vara överflödigt, irrelevant eller icke slutgiltigt. Det underlättar i sin tur för marknadsaktörer i arbetet med att urskilja vilken information på marknaden som är relevant. Oavsett om en bred eller snäv definition tillämpas, är det centrala däremot att definitionen av insiderinformation tjänar det bakomliggande syftet med marknadsmissbruksreglerna.²¹⁰

Både insiderhandelsförbudet och offentliggörandereglererna avsåg under MAD såväl som under MAR att nå det övergripande målet: en effektiv värdepappersmarknad. Mer specifikt syftar insiderhandelsförbudet, som nämnt i avsnitt 3 till att förhindra att en aktör skor sig på en informationsfördel som någon annan aktör på marknaden inte har tillgång till. Offentliggörandereglererna syftar i sin tur till att informera allmänheten och värna prisbildningen på marknaden.²¹¹ För att tjäna sitt syfte skulle insiderhandelsförbudet behöva aktualiseras i ett tidigt stadium, t.ex. under pågående avtalsförhandlingar, så fort en insider kan tänkas dra nytta av informationen. Emellertid är ett offentliggörande i ett alldeles för tidigt stadium inte önskvärt eftersom att detta skulle riskera att vilseleda allmänheten. För att nå sina respektive syften hade alltså insiderhandelsförbudet och offentliggörandereglererna behövt

²⁰⁹ Se 5 kap. 2 § 4 KompL.

²¹⁰ Se Ventoruzzo och Mock (2017) s. 186–187.

²¹¹ Se Lau Hansen (2016) s. 5.

aktualiseras vid olika tidpunkter.²¹² Detta till trots, definierades insiderinformation på ett enhetligt sätt och låg till grund för innebörden av både insiderhandelsförbudet och offentliggörandereglererna i MAD.²¹³

Detta har i litteraturen kommit att beskrivas som ”the twofold notion of insiderinformation” dvs. ett insiderinformationsbegrepp med två olika funktioner eller användningsområden. Detta skapade en viss problematik och osäkerhet bland medlemsstaterna om hur begreppet skulle tillämpas, vilket i sin tur ledde till viss inkonsekvens bland medlemsstaterna och därmed inte den harmonisering inom EU som varit avsedd att uppnå med MAD.²¹⁴

Medlemsstaterna fann nämligen två olika sätt att angripa problemet med insiderinformationsbegreppets dubbla användningsområde.²¹⁵ I vissa medlemsstater t.ex. Tyskland, Frankrike och Nederländerna, tillämpades *The tie-in approach*, vilken innebar att tidpunkten för när insiderhandelsförbudet aktualiserades var densamma som för när offentliggörandereglererna aktualiserades. Så fort viss information karaktäriserades som insiderinformation aktualiserades både insiderhandelsförbudet och offentliggörandereglererna – samtidigt.

Enligt detta synsätt gavs insiderinformation ett snävare tillämpningsområde genom att endast ”säker”²¹⁶ information ansågs utgöra insiderinformation. Begreppet ”specifik natur” gavs enligt detta tolkningssätt ett särskilt snävt tillämpningsområde, vilket därmed skapade en relativt hög tröskel för vad som ska anses utgöra insiderinformation och därmed omfattas av insiderhandelsförbudet. Dessa medlemsländer förlitade sig också på de möjligheter som numera finns i art. 17 MAR att under vissa förutsättningar skjuta upp offentliggörandet om informationen inte var säker. Denna tolkning medförde att insiderhandelsförbudet blev snävare.²¹⁷

I vissa medlemsstater t.ex. Italien, Danmark, Finland och Sverige tillämpades *The two-step approach*, vilken innebar att insiderhandelsförbudet aktualiserades i ett tidigt skede och gav ett starkt skydd mot förekomsten av insiderhandel. Offentliggörandereglererna aktualiserades däremot enligt denna tolkning senare. Till skillnad från ”the tie-in approach” där de båda regelverken aktualiserades samtidigt, så aktualiserades i ”the two-step approach” först insiderhandelsförbudet och senare offentliggörandereglererna. Stöd för denna tolkning fann medlemsstaterna genom en tolkning av dåvarande regler i MAD och kommissionens genomförandedirektiv 2003/124/EG. En noggrann läsning av bestämmelserna i genomförandedirektivet gav visst stöd för att offentliggörande inte skulle ske förrän information var ”säker”. Däremot tolkade dessa medlemsstater att insiderhandelsförbudet skulle bli tillämpligt i ett tidigare skede, då insiderinformation istället skulle omfatta

²¹² Se Lau Hansen (2016) s. 6; Siems och Nelemans (2012) s. 201.

²¹³ Se Lau Hansen (2016) s. 6.

²¹⁴ Se Lau Hansen och Moalem (2009) s. 323–340.

²¹⁵ Se Lau Hansen (2016) s. 7.

²¹⁶ Lau Hansen använder ordet ”certain”, se Lau Hansen (2016) s. 7–8.

²¹⁷ Se Lau Hansen (2016) s. 7 och 11.

information som ”rimligtvis kan komma att föreligga” eller som ”rimligtvis kan förväntas inträffa” dvs. innefattande ”osäker” information.²¹⁸

Problematiken löstes genom att EU-domstolen till sist tog ställning i frågan i C-19/11 *Geltl*. I korthet kom domstolen å ena sidan fram till att om tröskeln för att viss information ska anses utgöra insiderinformation är för hög, kan insiders missbruka informationsövertaget. Om begreppet insiderinformation, å andra ges en alltför omfattande innebörd och omfatta omständigheter eller händelser som är osannolika, så blir bördan att offentliggöra information alldeles för omfattande. Domstolen kan alltså sägas ha nått en medelväg genom att konstatera att de omständigheter som det finns ”faktiska utsikter” för att de kommer uppkomma, anses vara av ”specifik natur”.²¹⁹

MAR tillåter inte samma slutsatser som kunde göras under MAD eftersom att de bestämmelser som förespråkare baserade sina argument på, för antingen den ena eller den andra tolkningen har setts över och inte tagits in i nu gällande MAR. Tvetydigheten tycks därmed ha blivit löst. MAR har valt den lösning som mest liknar den förstnämnda, nämligen den där insiderinformation ges en mer enhetlig betydelse och där emittenter med stor sannolikhet kommer att behöva förlita sig på art. 17(4) och möjligheten att skjuta upp ett offentliggörande.²²⁰

²¹⁸ Se Lau Hansen (2016) s. 8; Lau Hansen och Moalem (2009) s. 323–340.

²¹⁹ Se Lau Hansen (2016) s. 12.

²²⁰ Se Ventoruzzo och Mock (2017) s. 181; Lau Hansen (2016) s. 25–26.

6 Insiderinformation i svensk rättspraxis

6.1 Real heart-målet

I Stockholms tingsrätt meddelades den 21 juni 2018 dom i mål B 12032-17. Frågan rörde huruvida styrelseordförande och läkare G.H i bolaget Scandinavian Real Heart AB gjort sig skyldig till insiderbrott alternativt obehörigt röjande av insiderinformation samt huruvida läkaren och tillika G.Hs vän sedan 50 år tillbaka, S.E, i egenskap av investerare i bolaget också gjort sig skyldig till insiderbrott.

Bakgrunden i målet är att Real Heart utvecklar en hjärtpump avsedd för människor. Av bolagets bokslutskommuniké för 2016 framgick att Real Heart planerade att genomföra djurförsök med hjärtpumpen i mars-april 2017. Djurförsöken ägde rum vid två tillfällen – den 8 och 9 mars 2017 genom att hjärtpumpar opererades in i två grisar. Grisarna dog, men i bolagets pressmeddelande den 30 mars 2017 beskrevs operationerna trots detta som lyckade och som en stor framgång då hjärtpumpen fungerade bra. Den 27 mars framkom det nämligen att grisarnas död inte berott på hjärtpumpen.

Under 16-23 mars, köpte S.E aktier i Real Heart. Åklagaren påstod att dessa köp skett baserat på insiderinformation som bestod i ”positiva resultat avseende en hjärtpump” gällande Real Heart, som S.E fått från G.H. Åklagaren framhöll att information om testresultat från ett utvecklingsföretag likt Real Heart är av central betydelse. Åklagaren framhöll även att kursen steg med 2% dagen efter pressmeddelandet den 30 mars. Åklagaren framhöll dock att informationens karaktär och inte kurspåverkan i sig är relevant för bedömningen.

Tingsrätten konstaterade att det inte var visat att S.E haft kännedom om att operationerna verkligen ägt rum, än mindre om resultatet av desamma. S.E framförde dessutom att om han hade vetat att grisarna dog vid operationerna hade han inte bedömt detta som ett positivt utfall – något som tingsrätten menade inte kunde ”lämnas utan avseende”. Tingsrätten kom fram till att åklagaren inte lyckats styrka påståendet om att S.E haft insiderinformation gällande Real Heart i form av ”positiva resultat avseende en hjärtpump”. Tingsrätten fortsatte med att konstatera att det faktum att S.E fått viss närmare information om tidpunkten för Real Hearts planerade operationer på grisar medförde inte någon annan bedömning, särskilt eftersom informationen följde den plan som var känd sedan tidigare genom bokslutskommunikén och utfallet av operationerna var okänt.

Vad gällde G.H gjorde tingsrätten ingen annan bedömning än den som gjorts i fallet med S.E, utan domstolen drog slutsatsen att åklagaren inte lyckats styrka mer än att G.H kan ha sagt till S.E att operationerna skulle

ske inom ett par veckors tid. Någon insiderinformation fanns inte att förmedla vid tillfället för S.Es handel, eftersom att resultatet från operationerna inte var klarlagt. Domstolen avslutade med att framföra att åklagaren inte hade fört fram bevisning om att blotta omständigheten av att det skett operationer (oavsett resultat) medförde att det i en sådan verksamhet utgör information av insiderkaraktär.

6.2 SES-målet

Ett annat mål där de nya marknadsmissbruksreglerna var tillämpliga är B 1341-18, i vilket Stockholms tingsrätt avkunnade dom i den 16 april 2018. Målet rörde frågan huruvida styrelseordföranden i bolaget Scandinavian Enviro Systems (SES) S-A.B. röjt insiderinformation till sin son A.B som sedan röjt den vidare till sina vänner M.W och D.L.

Bakgrunden i målet är att SES hade utvecklat ett miljövänligt system för återvinning av fordonsdäck och hade förhandlat med ett det kinesiska bolaget Vanlead om att anlägga en återvinningsfabrik i Kina. SES hade den 26 oktober 2017 i pressmeddelanden gått ut med att SES var den enda slutkandidaten i upphandlingen, vilket i praktiken innebar att SES vunnit en order på mer än 200 miljoner kronor. SES gick sedan den 22 november 2017 gå ut i ett pressmeddelande med informationen att ett certifikat rörande upphandlingen skulle erhållas inom kort och att kontraktet därefter skulle slutförhandlas inom 30 dagar. Aktiekursen steg fram till den 20 december 2017 när SES meddelade att det kinesiska regelverket försenade avtalet med Vanlead men att förhandlingarna fortgick och att parterna skulle mötas dels i Kina dels i Göteborg under januari 2018. Detta negativt laddade besked medförde att kursen rasade 26%. Pressmeddelandet innehöll däremot inga detaljer om förhandlingsgången.

Tingsrätten konstaterade att det av utredningen framgick att VDn för SES, T.S, den 22 december 2017 skickat mail till bl.a. S-A.B med en tidsplan rörande förhandlingarna med Vanlead, enligt följande:

”Hej, här kommer kortfattat planen för Vanlead.

13/1 Avresa för SES till Guangzhou

15/1 Förhandling med Vanlead

17/1 Stig-Arne ansluter för sista delen potentiell signering anläggning och diskussion signering JV.

20/1 Hemresa

22/1 Delegation från Vanlead Strategi anländer Göteborg

23/1 möte i Göteborg + besök Åsensbruk

24-25 besöker de Linköping Science Park.

God Jul!

Mvh Thomas”.

Åklagaren hävdade i målet att insiderinformationen avsåg ”information om den aktuella förhandlingssituationen med Vanlead (tidsplan för potentiell signering av avtal)”, och att S-A.B röjt denna information till sin son, som i sin tur röjt den till sina vänner. Som stöd för sina påstående åberopade åklagaren en chattkonversationer mellan A.B och hans vänner under tiden 25-29

januari. Den första frågan som tingsrätten hade att ta ställning till var om den ”tidsplan för potentiell signering av avtal” utgjorde information av insiderskaraktär.

Tingsrätten inledde med att konstatera att insiderinformation definieras i art. 7(1) MAR och hänvisar även till art. 7(4). Domstolen konstaterade att definitionen av insiderinformation är avgörande för tillämpningen av flera av de förbud och påbud som finns i förordningen.

Enligt tingsrättens mening innefattade SES tidsplan av den 22 december 2017 sådana specifika uppgifter rörande förhandlingarna med Vanlead, bl.a. planerad dag för avtalsslut, att dessa som potentiellt kurspåverkande i sig fick anses ha utgjort insiderinformation.

Tingsrätten kom dock fram till att det inte fanns något som gav stöd för att S-A.B röjt insiderinformation till sin son A.B. Tingsrätten fann att även om det fanns viss överensstämmelse mellan den information som A.B delgav sina vänner i chattkonversationerna och planen som SES VD skickade i mailet den 22 december, så var denna samstämmighet inte absolut. Tingsrätten menade att det av utredningen inte kunde uteslutas att A.B endast spekulerade. Åtalet ogillades i sin helhet.

7 Undantag

7.1 Intern vetskap

I litteraturen har diskuterats huruvida det är möjligt för någon att vara insider pga. att personen besitter insiderinformation som rör denne själv såsom information om personens egna beslut, planer, intentioner att genomföra förändringar eller omstruktureringar i ett bolag eller pga. dennes personliga situation. Vidare har diskuterats om personen kan bli en insider pga. att informationen ifråga uppstått som ett resultat av dennes egen forskning eller undersökningar.

Avgörandet C-19/11 *Geltl* utgör ett i sammanhanget intressant exempel. Huvudpersonen i målet, Mr Schrepp, fattar nämligen själv ett beslut om att avgå som styrelseordförande för Daimler. Den nationella tyska domstolen fann att insiderinformation inte förelåg vid tidpunkten för Mr Schrepps beslut att lämna sitt uppdrag den 22 april 2009, utan först den 27 juli då beslutet blev tillräckligt sannolikt genom att ledningen för Daimler beslutade att föreslå tillsynsstyrelsen att godkänna Mr Schrepps avgång. Det var således inte Mr Schrepps beslut att avgå som i sig utgjorde insiderinformation, utan insiderinformationen uppkom senare – nämligen då beslut om att föreslå Mr Schrepps avgång togs. Hur EU-domstolen resonerade i målet framgår av avsnitt 4.2.4.

Situationen blir problematisk om en person i en ledande ställning i ett bolag säljer sina aktier i bolaget med vetskap om och med anledning av att hon eller han avser att avgå från sin post, innan andra aktörer på marknaden fått vetskap om den tilltänkta avgången. I så fall skulle det nog med största sannolikhet röra sig om insiderhandel, menar Ventrizzo och Mock. Detta för att insidern, i detta fall personen i ledande ställning, lyckades utnyttja denna informations fördel till nackdel för andra marknadsaktörer som inte hade tillgång till samma information.²²¹

Tankesättet har inte helt oväntat mötts av kritik. Kritiker har hävdats att informationen enligt art. 7 MAR måste komma ”utifrån” och inte från insidern själv. Det skulle även kunna hävdas att ett sådant resonemang leder till ett överdrivet omfattande insiderhandelsförbud, eftersom att personen i fråga skulle vara förhindrad att agera baserat på personlig kunskap eller pga. information som hon eller han själv skapat.²²²

Å andra sidan kan hävdas att oavsett om informationen kommer ”inifrån” eller ”utifrån” hämmas öppenheten på marknaden om en person kan fatta investeringsbeslut baserat på privat information med ursprung i personliga situationer eller beslut, om denna information kan påverka priset på finansi-

²²¹ Se Ventrizzo och Mock (2017) s. 188.

²²² Se Ventrizzo och Mock (2017) s. 188.

ella instrument om informationen skulle ha offentliggjorts. Således blir det svårt att hävda att ”personlig” information som uppfyller de fyra rekvisiten i definitionen av insiderinformation inte ska omfattas av insiderhandelsförbudet eller skyldigheten att offentliggöra informationen.²²³

Ärendet 2017:6 inför Stockholmsbörsens disciplinnämnd utgör i sammanhanget ett intressant exempel på hur Nasdaq Stockholm beslutat i en i en fråga som liknar *Geltl*-avgörandet och som berör problematiken kring när någon är en insider pga. intern vetskap. Nasdaqs regelverk för emittenter innehåller krav på emittenternas informationsgivning.²²⁴ Regelverket hänvisar till reglerna i art. 17 MAR. Nasdaq Stockholm har ett disciplinärt förfarande som omfattar överträdelser av de krav på informationsgivning som följer av emittentregelverket och därmed indirekt i förhållande till de krav som följer av MAR.²²⁵

Bakgrunden i ärendet 2017:6 är att SEB den 16 januari 2017 offentliggjorde att VDN tillika koncernchef skulle lämna SEB i juli 2017. Enligt Stockholmsbörsens disciplinnämnds uppfattning är förändring avseende VD i ett börsbolag i princip alltid att betrakta som insiderinformation. Frågan inför nämnden var därför när insiderinformationen uppstod och huruvida SEB hade uppfyllt sin skyldighet att offentliggöra informationen så snart som möjligt.

Händelseförloppet började med att VDN påbörjade en diskussion den 13 december 2016 med SEB:s styrelseordförande om hennes eventuella frånträde. Under mellandagarna tycks övervägandena om avgång ha konkretiserats då VDN fortsatte diskussionerna med styrelseordföranden samt att SEBs kommunikationschef tillika medlem i insiderkommittén informerades den 29 december 2016. Den 13 januari 2017 beslutade styrelseordföranden att kalla till styrelsemöte den 15 januari 2017. Den 13 januari informerades även tre personer på SEB om händelsen. Den 14 januari 2017 informerades ett större antal personer på SEB och vid styrelsemötet den 15 januari gjordes den formella uppsägningen. Den 15 januari upprättades en insiderförteckning. Ytterligare några personer informerades den 16 januari innan offentliggörandet.

Enligt börsens disciplinnämnd fick händelseförloppet betraktas som mellanliggande steg i en pågående process. Beträffande kriteriet ”specifik natur” hänvisade nämnden till *Geltl* och EU-domstolens uttalande om att det ska finnas ”faktiska utsikter” för att de framtida omständigheterna eller händelsen ska inträffa. Nämnden framhöll att detta sannolikhetskrav är lågt ställt. Nämnden konstaterade således att ett moment före en VDs formella avgång kan utgöra insiderinformation. Det första steget i processen togs den 13 de-

²²³ Se Ventoruzzo och Mock (2017) s. 189.

²²⁴ Se avsnitt 3 i Regelverket.

²²⁵ Finansinspektionen kan i under vissa förutsättningar avstå från att fatta beslut om sanktioner, om en tillräcklig åtgärd redan vidtagits mot bakgrund av en överträdelse och därmed överlåta åt börsens disciplinära förfaranden att hantera brister i emittenters informationsgivning, se Strid (2017) s. 221 och 5 kap. 17 § KompL.

cember när VDn inledde diskussion med styrelseordföranden och som fortsatte i mellandagarna; nästa steg togs 29 december när SEBs kommunikationschef och en medlem i insiderkommittén informerades och nästa steg i processen togs 13 januari 2017 när styrelseordföranden beslutade att kalla till styrelsemöte den 15 januari och när ett 20-tal personer informerades.

Nämnden fann att informationen om VDns överväganden att avgå ”var av specifik natur och utgjorde insiderinformation någon gång under mellandagarna eller i vart fall från torsdagen den 29 december 2016. SEB borde följaktligen redan vid denna tidpunkt ha offentliggjort informationen alternativt ha upprättat en insiderföreteckning samt fattat beslut om ett uppskjutet offentliggörande.” Nämnden konstaterade vidare att det ”måste under alla omständigheter ha stått klart att VDns uppsägning rimligtvis kunde förväntas inträffa, och därmed utgjorde insiderinformation, i samband med att styrelseordförande och VDn fredagen den 13 januari 2017 beslutade att kalla till styrelsemöte söndagen den 15 januari 2017. Vid denna tidpunkt fann nämnden att det ”[fick] anses ha förelegat faktiska utsikter (realistic prospects) för att VD skulle avgå i någorlunda närtid”.

Vad gäller rekvisitet att insiderinformation väsentligen måste kunna påverka priset konstaterade nämnden att ett byte av VD inte som regel kan förväntas uppfylla detta krav, utan det måste bedömas från fall till fall. Mot bakgrund av att VDn innehaft sin post i 12 år och lett banken genom finanskrisen kunde informationen om hennes avgång förväntas vara kurspåverkande.

I avgörandet C-391/04 *Georgakis*²²⁶ ställdes EU-domstolen inför ytterligare en intressant fråga, nämligen om ett bolags huvudägare och styrelseledamöter (kallad Georgakisgruppen) skulle anses förfoga över insiderinformation när dessa kommit överens om att genomföra transaktioner med varandra i syfte att åstadkomma en konstlad höjning av bolagets aktiekurs efter en börs kris. EU-domstolen kom fram till att för dem som antagit beslutet om att genomföra sådana transaktioner, utgör kännedom om att det förekommer ett sådant beslut och om dess innehåll insiderinformation.²²⁷ EU-domstolen uttryckte vidare i punkt 35 i avgörandet: ”Den omständigheten att sådana personer som dem som är medlemmar i Georgakisgruppen är informationens upphovsmän och att de förfogat över den i egenskap av huvudägare i bolaget [...] och ledamöter i dess styrelse innebär följaktligen att de omfattas av [insiderhandels-] förbudet”. Domstolen konstaterade däremot därefter att samtliga avtalsparter förfogade över samma information. De var således jämställda och ingen kunde dra fördel av situationen på de andras bekostnad. De ansågs inte ha ägnat sig åt insiderhandel.²²⁸

²²⁶ Målet avser tillämpningen av insiderhandelsförbudet i art. 2(1) direktiv 89/592/EEG (insiderdirektivet).

²²⁷ Se C-391/04 *Georgakis* punkt 33.

²²⁸ Se C-391/04 *Georgakis* punkt 39.

7.2 Eget analytiskt arbete

Resultatet av visst analytiskt arbete och prognoser som baseras på allmänt tillgängliga uppgifter faller utanför insiderinformations-definitionen. Detta framgår av skäl 28 MAR.

Professionella marknadsaktörer såsom analytiker och rådgivare kan alltså med användning av sin överlägsna kompetens genom analys av tillgängliga uppgifter skapa sig ett informationsövertag. Detta är som nämnts en aktivitet som faller utanför insiderhandelsförbudet och informationsmaterialet de analyserar fram faller utanför vad som menas med ”insiderinformation”.

Detta är istället en aktivitet som ansetts gynna prisbildningen och effektiviteten på marknaden.²²⁹ Analytiker anses fylla en viktig funktion. De sammanställer och drar slutsatser om den information som är allmänt tillgänglig på marknaden och kan på så sätt underlätta för investerare inför deras beslutsfattande samt bidra till att minska kostnader för att leta information. Detta i sin tur minskar transaktionskostnaderna vilket i slutändan bidrar till effektivitet på marknaden. Anledningen till att sådan verksamhet är godtagbar är för att analytikerna anses besitta ett kunskapsövertag, inte ett informationsövertag.²³⁰ Denna typ av information och aktivitet har alltså blivit föremål för en förmånligare reglering. Analyser och prognoser har av lagstiftaren inte ansetts hindra öppenheten på marknaden.²³¹

Märk dock att det av skäl 28 MAR framgår att prognoser och analyser under vissa förutsättningar faktiskt kan utgöra insiderinformation. Så är fallet när spridningen av sådan information rutinmässigt förväntas av marknaden, eller när en sådan distribution bidrar till prisbildningen för finansiella instrument. Så kan även vara fallet då distributionen består av synpunkter från en erkänd marknadskommentator eller institution som kan påverka priserna på instrumenten.

²²⁹ Se Afrell, Klahr och Samuelsson (1998) s. 265.

²³⁰ Se Kågerman (2001) s. 204–205.

²³¹ Se Ventrizzo och Mock (2017) s. 189.

8 Sammanfattande analys

Begreppet ”insiderinformation” definieras i art. 7 MAR och är centralt för förståelsen, tolkningen och tillämpningen av en rad andra bestämmelser i förordningen. Begreppet utgör en central del av MAR och uppkomsten av insiderinformation utlöser ett omfattande regelverk: förbud mot insiderhandel, ett röjandeförbud, offentliggöranderegler och regler om insiderförteckningar. Administrativa och straffrättsliga sanktioner kan riktas mot dem som bryter mot förordningens regler.

MAR har i media kritiserats för att vara ett svårtolkat och tungrott regelverk som medför krävande administration för noterade bolag. Då vaga rekvisit inte är önskvärda ur legalitets- och rättssäkerhetssynpunkt, är det väsentligt för både bolag, aktörer på marknaden, marknadsplatser, Finansinspektionen och rådgivare till bolag, såväl som domstolar att dessa har klart för sig vad som menas med insiderinformation. Att ha en djup förståelse för hur begreppet insiderinformation ska tolkas och tillämpas är också viktigt för att möjliggöra en tillämpning av MAR som i övrigt är ett komplext och svårtolkat regelverk. Viktigt är givetvis att begreppet insiderinformation definieras och tolkas på ett sätt som är förenligt med de övergripande mål och syften som förordningen avser att uppnå. Om så är fallet är föremålet för denna uppsats.

Ett av de bakomliggande syftena med MAR är att uppnå harmoniserade regler på marknadsmissbruksområdet. En EU-förordning varken får eller ska omvandlas till nationell lagstiftning. MAR gäller som lag i Sverige och i annan svensk lagstiftning på området och i börsernas samt handelsplattformarnas regelverk görs direkta hänvisningar till art. 7 MAR. Detta bidrar till den harmonisering och reglering på unionsnivå som varit ett av målen med MAR. Att använda en definition som är direkt tillämplig, genom en förordning (och inte som tidigare genom ett direktiv), skapar åtminstone i teorin den enhetlighet som eftersträvades när MAD sågs över. Flexibiliteten och friheten att utforma reglerna som varje medlemsstat själv vill, har försvunnit.

Likaså är det inte heller möjligt att ansluta medlemsstaten till antingen den ena eller den andra uppfattningen i diskussionen om insiderinformationsdefinitionens dubbla användningsområde – en problematik som uppstod pga. flexibiliteten i implementeringen som ett EU-direktiv medför. Variationerna var helt enkelt en följd av de möjligheter till tolkning som MAD ställde upp. Bestämmelserna som gav upphov till dessa varierande tolkningar har inte införts i MAR. Numera har ett slags ”medelväg” nåtts och insiderinformation har getts en enhetlig betydelse.

I övrigt har definitionen av insiderinformation inom unionsrätten varit likalydande och tidigare avgöranden från EU-domstolen är fortsatt relevanta. För svenskt vidkommande har sedan insiderlagstiftning först infördes i Sve-

rige definitionen av insiderinformation utvidgats och preciserats. Det skulle dock komma att dröja fram till år 2000 innan Sverige införde en legaldefinition.

Definitionen av insiderinformation i art. 7 MAR består av fyra olika element. Det första elementet är ”specifik natur” – ett rekvisit som kräver viss exakthet hos informationen. Detta för att information som inte kan sägas vara tillräckligt preciserad och konkret knappast kommer att tas i beaktande av en investerare inför ett investeringsbeslut. Vetskap om alltför tvivelaktig och osäker information erbjuder alltså ingen fördel för en marknadsaktör och inte heller en motsvarande nackdel för någon annan. Något behov av att förbjuda handel baserad på sådan information finns inte.

Att offentliggöra sådan tvivelaktig information är inte heller särskilt nödvändigt. Krav på offentliggörande skapar transparens på en marknad och är essentiellt för en effektiv och integrerad marknad, men alltför omfattande offentliggöranderegler får nog sägas motverka den effektivitet och transparens som lagstiftaren velat uppnå på värdepappersmarknaderna inom EU. Ett överflöd av information ökar transaktionskostnaderna och sätter inte bara mer press på emittenter att informera marknaden, utan även på investerare att själva eller genom att anlita rådgivare söka utröna vilken information som bör läggas till grund för ett investeringsbeslut. ”Specifik natur” tycks alltså tillgodogöra behovet av att offentliggörandereglerna inte görs för omfattande.

Elementet ”specifik natur” består i sin tur av tre rekvisit: (1) Omständigheter eller en händelse (2) som föreligger/har inträffat eller som rimligtvis kan komma att inträffa/förväntas inträffa och som är (3) tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om dessas [omständigheterna eller händelsens] potentiella effekt på priset på finansiella instrument.

Vad gäller omständigheter eller en händelse som redan har inträffat lär nog bedömningen inte bli så svår. Värre tycks det vara i fråga om omständigheter eller en händelse som rimligtvis kan komma att inträffa/förväntas inträffa i framtiden. Här måste en framåtblickande ”gissning” göras. EU-domstolen har i *Geltl* konstaterat att kravet ligger i att det måste finnas ”faktiska utsikter” (Eng. ”a realistic prospect”) för att omständigheter eller en händelse i framtiden ska inträffa, för att uppfylla kravet på ”specifik natur”. ”Faktiska utsikter” innebär inte att sannolikheten behöver vara stor. Detta skulle nämligen undergräva målen med regelverket. EU-domstolen specificerar inte vilka mål som avses, men det får antas att de mål som domstolen har i åtanke är skyddet mot marknadsmissbruk och att detta inte skulle bli tillräckligt omfattande om den nivå av sannolikhet som skulle komma att krävas var alltför hög. Samtidigt finner domstolen att omständigheter eller en händelse som sannolikt inte kommer att inträffa inte uppfyller kravet på exakthet som elementet ”specifik natur” ställer upp. Att som emittent behöva offentliggöra omständigheter och händelser som sannolikt inte kommer att inträffa skapar dels en orimligt stor börda, dels riskerar att vilseleda marknaden om det visar sig att omständigheten eller händelsen inte faktiskt

skulle komma att inträffa. Det tredje rekvisitet förutsätter att det är möjligt att dra en slutsats om omständigheterna eller händelsens potentiella effekt på priset. Informationen måste alltså vara så specifik och konkret att den hypotetiskt sett kan påverka prisbildningen. Information som inte uppfyller detta krav skulle ju nämligen knappats ha tagits i beaktande av en investerare inför ett investeringsbeslut. I målet *Lafonta* har EU-domstolen konstaterat att det inte är nödvändigt att veta i vilken riktning som viss information skulle kunna komma att påverka prisbildningen, för att informationen ska anses uppfylla kravet på ”specifik natur”. EU-domstolen konstaterade nämligen att värdepappersmarknaden är komplex, och om investerare förutsattes veta i vilken riktning som viss information skulle påverka prisbildningen skulle dessa investerare kunna åberopa osäkerheten vad gäller prispåverkan för att hävda att någon insiderinformation inte förelåg. Detta skulle i sin tur medföra att det uppstod en lucka i regelverket som emittenter och insiders skulle kunna sko sig på till bekostnad av bolaget och andra marknadsaktörer.

Däremot håller jag till viss del med om vad Ventoruzzo, Mock och Klöhn framhåller – att om det inte är möjligt att förutspå i vilken riktning som information kan tänkas påverka priset på ett finansiellt instrument så har insidern heller ingen orättvis fördel jämfört med andra aktörer. Vet en investerare inte om en viss typ av information är positiv eller negativ för denne, kan väl knappast finnas något incitament för denne att ägna sig åt handel på marknaden. En snävare definition skulle dessutom minska mängden information som måste offentliggöras på marknaden, vilket kan sägas vara fördelaktigt sett utifrån ett av de mål som MAR syftar att uppnå dvs. effektivitet.

Det framgår vidare av art. 7(3) MAR att även mellanliggande steg i en över tiden pågående process ska anses utgöra insiderinformation. Annars skulle skyldigheten att offentliggöra insiderinformation undergrävas, hävdar EU-domstolen. Utrymmet att ägna sig åt handel baserat på information som inte är allmänt tillgänglig skulle dessutom öka.

Jag håller alltså med EU-domstolen att det finns ett behov i att låta mellanliggande steg i en pågående process utgöra insiderinformation eftersom att sådan information med stor sannolikhet kan tas i beaktande av en investerare om den är tillräckligt specifik och konkret. Även om bestämmelsen i teorin är god, så är den problematisk att tillämpa i praktiken. Emittenten måste bedöma sannolikheten för att det mellanliggande steget ska komma att inträffa. Därutöver måste emittenten uppskatta vilken sannolikheten är för att samtliga mellanliggande steg samt för att den slutliga omständigheten eller händelsen ska inträffa. Här finner jag att bedömningen görs på ytterst lösa grunder och det hela liknar mer en gissningslek. En bestämmelse likt denna riskerar att ge upphov till osäkerhet och spridda tolkningar över hela EU. Det kan knappats uppfylla kravet på förutsebarhet som EU ställt upp som ett av målen att marknadsmissbruksregelverket ska uppnå.

Geltl-avgörandet är ett utmärkt exempel på hur svårt det kan vara att avgöra vid vilken tidpunkt en omständighet utgör ett mellanliggande steg som är

tillräckligt specifikt för att klassas som insiderinformation. Även ärendet 2017:6 hos Stockholmsbörsens disciplinnämnd, som rör en liknande situation, belyser problematiken. Den tyska nationella domstolen i *Geltl* kom fram till att insiderinformation bestående i att styrelseordföranden i Daimler skulle lämna sin post förelåg vid den tidpunkt då ledningen beslutade om att föreslå för bolagets tillsynsstyrelse att godkänna ordförandens avgång. Dagen därpå fattades det formella beslutet, vilket offentliggjordes samma dag. Vad gäller ärendet 2017:6 konstaterade disciplinnämnden att VDs överväganden att avgå utgjorde insiderinformation i samband med att styrelseordföranden och VDN beslutade att kalla till extra styrelsemöte som skulle äga rum två dagar senare. Nämnden konstaterar visserligen att bolaget redan i ett tidigare skede borde ha offentliggjort informationen alternativt upprättat en insiderförteckning samt fattat beslut om ett uppskjutet offentliggörande – redan ca två veckor tidigare när bolagets kommunikationschef och en medlem i insiderkommittén informerades. Nämnden ger alltså utrymme för att insiderinformation egentligen uppkom tidigare än vid den tidpunkt som nämnden slutligen bestämmer sig för.

Jag förstår uttalandet som att nämnden höjer ett varningens finger för att insiderinformation kan uppkomma i ett tidigt stadium, men att nämnden i detta fall gör en mildare bedömning och konstaterar att insiderinformation uppkommer i ett senare steg. Nämndens uttalande kan också läsas som att nämnden vill gardera sig och inte riskera att klassa VDs beslut som insiderinformation när så inte är fallet. Bedömningen innebär som nämnt i mångt och mycket en gissning och baseras på relativt lösa grunder. En slutsats som är möjlig att dra är dock att information kvalificeras som insiderinformation först när avgångsbeslutet kommunicerats med någon som är ansvarig för kommunikation, insiderfrågor eller då ledning/styrelse beslutat om att fatta ett formellt beslut om VDs avgång. Detta ger i viss mån ett betryggande besked till de emittenter som befarat att information om VDs avgång måste offentliggöras så fort personen i fråga fattat det beslutet, eller då beslutet kommunicerats med någon enstaka. Huruvida sådana beslut som härstammar från insidern själv ska utlösa ett insiderhandelsförbud eller inte är däremot inte klart.

Det andra elementet behandlar huruvida informationen anses offentliggjord eller icke. Förordningen ger relativt klara besked gällande hur detta element ska förstås, nämligen i art. 17 MAR. Bestämmelserna ger konkret vägledning vilket gör det lättare att avgöra när viss information är offentlig eller inte. Svårigheten ligger främst i hur aktörer ska förhålla sig till information som offentliggjorts på ett icke ”korrekt” sätt t.ex. genom informationsläckage. Det tycks finnas utrymme för att argumentera för att insiderhandelsförbudet aktualiseras även i en situation då informationen inte tilldelats marknaden på formellt korrekt sätt. Detta finner jag är en rimlig slutsats baserat på antagandet att på en effektiv marknad så korrigeras priserna efter all den information som finns tillgänglig. Således antas priserna spegla informationen trots att den inte offentliggjorts på det sätt som art. 17 MAR föreskriver.

Det tredje elementet som förutsätter att informationen ska kunna hänföras till en emittent eller ett finansiellt instrument är inte heller det som oftast ger upphov till tillämpnings- och tolkningssvårigheter. Det går relativt obehindrat att konstatera att detta tredje element är uppfyllt.

Det fjärde elementet består i att informationen, om den offentliggjordes, sannolikt ska ha en väsentlig inverkan på priset på de finansiella instrument som berörs. Detta element, tillsammans med elementet ”specifik natur”, kan sägas ge upphov till flest frågetecken om hur tillämpning och tolkning ska göras. Jag har svårt att tro att det skulle lösa några problem att anamma amerikanarnas ”probability-magnitude test”. Jag tror dessvärre att det hade gett upphov till ännu mer osäkerhet i rättstillämpningen och tolkningen av reglerna. Däremot tror jag att det kan vara en fördel inspireras av amerikanerna och göra en helhetsbedömning i varje enskilt fall, snarare än att beakta varje element var för sig likt en checklista. Det är svårt nog att uppskatta när information har en väsentlig inverkan på priset på finansiella instrument. Särskilt svår är bedömningen eftersom att det inte är de faktiska prisökningarna eller prisnedgångarna som är relevanta, utan att informationen i teorin är ägnad att påverka prisbildningen. Vägledning kring vem ”den förnuftige investeraren” är knapphändig och ger minst sagt upphov till tolkningssvårigheter.

Sammanfattningsvis finner jag att nuvarande definition av insiderinformation funnit en balans mellan behovet av att motverka insiderhandel och behovet av information som är det bakomliggande ändamålet bakom offentliggöranderegler. Elementen tycks tillgodose både behovet av att insiderhandelsförbudet inte ges ett alltför snävt tillämpningsområde så att ändamålen med förbudet uppnås dvs. att ingen skor sig på information som tillhör bolaget och att marknadsaktörer får agera på marknaden på lika spelregler vilket förutsätts skapa förtroende för värdepappersmarknaden. Förtroendet för marknaden är i sin tur essentiellt för att aktörer ska vilja handla. Handeln gynnar i sin tur tillväxt och näringslivet samt samhällsekonomin i stort. Förtroendet är dessutom viktigt för att marknadsaktörerna ska kunna lita på prisbildningen på marknaden och att priserna speglar all relevant information på marknaden. Så som insiderinformation definieras idag gör att insiderhandelsförbudet utlöses i ett tidigt stadium. Aktörer på värdepappersmarknaden tillförsäkras därmed ett starkt skydd för det ”level playing field” som marknadsmissbruksreglerna varit avsedda att göra. Att göra definitionen av insiderinformation alltför smal skulle alltså motverka flera av de ändamål som reglerna avser att uppnå.

En alldeles för vid definition blir däremot också problematiskt. En omfattande definition skulle nämligen inte bara göra insiderhandelsförbudet mer omfattande, utan skulle även göra kraven på offentliggörande mer omfattande likaså. En definition av insiderinformation som är alltför omfattande innebär nämligen att kraven på emittenter blir för omfattande, vilket i sig kan minska effektiviteten på marknaden då företag kanske drar sig från att noteras. Alternativt kanske företag söker sig till handelsplattformar med mindre stränga regelverk att förhålla sig till. Dessutom motverkar sådana

omfattande offentliggöranderegler de övergripande målen om transparens på värdepappersmarknaden. Att som investerare behöva ta ställning till och beakta information i överväldigande mängder leder knappast till ökad transparens utan snarare ineffektivitet då ökade volymer av information tvingar investerare att ägna mer tid och resurser åt att sälla bland informationen. Alltför omfattande offentliggörandekrav, eller snarare krav på offentliggörande i ett alltför tidigt skede, kan också medföra negativa konsekvenser för bolag. Förtida offentliggörande kan nämligen medföra att affärsplanerna går om intet. Än värre riskerar förtida offentliggörande leda till att marknaden vilseleds om planerna visar sig gå om intet. Sådant vilseledande kan då falla in under förbudet mot marknadsmanipulation som också finns stadgat i MAR. En alltför snäv tillämpning av reglerna blir såklart också problematiskt. Transparens är essentiellt för förtroendet för marknaden, den korrekta prisbildningen, investerarnas villighet att satsa kapital samt ekonomins tillväxt och jobbskapande. Att information görs tillgänglig för allmänheten medför dessutom minskade transaktionskostnader.

Som nämnt ovan var harmonisering av marknadsmissbruksreglerna ett mål som MAR avsåg att åstadkomma. Dessvärre vore det nog naivt att tro att alternativet att lagstifta genom en förordning istället för ett direktiv löser alla problem med att försöka uppnå harmonisering och en enhetlig tillämpning av EU-rättsakter inom hela EU. Det kan nog antas komma att uppstå olikheter i hur myndigheter och domstolar i de olika medlemsstaterna kommer att tillämpa och tolka de olika bestämmelserna i MAR, även om reglerna har tagit formen av en direkt tillämplig EU-förordning, då definitionen fortfarande lämnar dörren öppen för varierade tolkningar och därmed en varierad tillämpning av övriga bestämmelser i förordningen inom hela EU.

EU har redan gjort försök att underlätta tolkningen och tillämpningen av marknadsmissbruksregelverket, t.ex. genom genomförandedirektiv och riktlinjer från CESR/ESMA. För svenska emittenters vidkommande kan även börsens och handelsplattformars regelverk med tillhörande kommentarer underlätta tillämpningen och förståelsen av hur MAR ska tolkas. Dessa är användbara för såväl emittenter, börsens disciplinnämnd, myndigheter och domstolar. Medan syftet med dessa har varit att underlätta tolkningen och tillämpningen av regelverket, har dessa riktlinjer istället öppnat upp dörrarna för ytterligare frågetecken och tolkningsmöjligheter. Detta skapar en stor rättsosäkerhet för företag, där en feltolkning av bestämmelserna kan få förödande konsekvenser. För en ökad rättssäkerhet – som också var ett av målen med MAR – tror jag att ytterligare vägledning och riktlinjer hade varit på sin plats. Riktlinjerna behöver vara mer detaljerade och konkreta. De behöver exemplifiera i vilka situationer som viss information utgör insiderinformation, exemplifiera vad som utgör en förnuftig investerare eller när information är tillräckligt specifik för att offentliggöranderegler och insiderhandelsförbudet utlöses. Detta är givetvis ingen lätt uppgift och det säger sig självt att det är omöjligt att konstruera riktlinjer som tänker alla tänkbara situationer och som tar olika omständigheter i beaktande, men det hade varit fördelaktigt att åtminstone ge exempel på vad som gäller i några vanligen

förekommande situationer såsom t.ex. uppköpssituationer eller styrelseändringar.

Ett annat uttalat syfte med MAR var att anpassa lagstiftningen till marknadens och teknikens utveckling vilka medfört betydande förändringar av i den finansiella miljön. Det förekommer t.ex. sedan MAD handel på alternativa handelsplattformar som MTF:er och OTF:er. Genom att utöka tillämpningsområdet för marknadsmissbruksreglerna genom MAR har tydliga steg tagits av EU-lagstiftaren för att försöka stärka skyddet för marknaden/investeraren. Det är fortfarande inte klart hur MAR ställer sig till elektronisk handel med algoritmer, s.k. ”high frequency trading”. Detta i sin tur skapar en osäkerhet kring hur framtida innovationer ska hanteras enligt MAR. Självklart kan det däremot argumenteras att en något otydlig definition av insiderinformation öppnar upp för friare tolkningar, vilket gör MAR mer dynamisk för teknologiska framsteg. På samma sätt är det dock viktigt att ha i åtanke att för varje utvidgning av definitionen av insiderinformation så ökar bördan för emittenter att offentliggöra information och dessförinnan föra insiderförteckningar. En marknad som är överbelamrad med tillgänglig information verkar direkt motsatt till den riktning som lagstiftaren avsett med MAR, nämligen bl.a. transparens, förutsebarhet och effektivitet.

Att lägga märke till är också att analytiker och rådgivare faller utanför regelverket eftersom att dessa personkretsar baserar sina analyser och prognoser på allmänt tillgänglig information. Denna krets besitter som nämnt tidigare inget informationsövertag utan snarare ett kunskapsövertag. Dessutom har aktiviteten de bedriver ansetts gynna både effektiviteten och transparensen på marknaden.

Slutligen kan konstateras att definitionen av insiderinformation förhåller sig förenligt med de bakomliggande ändamålen med MAR och marknadsmissbruksregelverket i övrigt. Jag vill däremot framhålla att det finns ett fortsatt behov av översyn av definitionen för att underlätta tillämpningen och tolkningen av reglerna. Den förenkling i regelverket som MAR avsåg att bidra med, vad som är möjligt att bedöma inom ramen för denna uppsats, har däremot inte skett. Regelverket är svårtolkat, komplicerat, innebär ökad administration för företag och är skrivet i abstrakta termer som i mångt och mycket blir en gissningslek för emittenter, handelsplattformar, domstolar och myndigheter. Rättssäkerheten blir som följd av detta givetvis lidande.

För den som ytterligare vill fördjupa sig i ämnet kan det vara intressant att undersöka de delar av definitionen i art. 7 MAR som inte behandlas i denna uppsats, nämligen handel med utsläppsrätter och råvaruderivat, i en tid när miljöfrågor kommer allt högre upp på agendan. Ett annat område som kan förtjäna fördjupning är vilka olika former av marknadsmanipulation som omfattas av art. 12 MAR. Antalet anmälningar om marknadsmanipulation till Finansinspektionen har nämligen sedan två år tillbaka ökat kraftigt.²³²

²³² Se Rex (2019) s. 6–7.

Käll- och litteraturförteckning

Källor

Offentligt tryck

Sverige

- Prop. 2016/17:22 Effektiv bekämpning av marknadsmissbruk
- Prop. 2006/07:115 Ny lag om värdepappersmarknaden
- Prop. 2004/05:142 Om marknadsmissbruk
- Prop. 1999/2000:109 Ny insiderlagstiftning, m.m.
- Prop. 1995/96:215 Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor
- Prop. 1990/91:42 Om insiderhandel
- Prop. 1984/85:157 med förslag till lag om värdepappersmarknaden.;
beslutad den 21 mars 1985.
- Prop. 1971:130 Kungl. Maj:ts proposition med förslag om regi-
strering av aktieinnehav

Europeiska unionen

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

CESR/02-089d, December 2002. CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive.

ESMA/2016/1478, 2016-10-20. Riktlinjer om MAR – uppskjutet offentliggörande av insiderinformation.

Elektroniska källor

Engholm, John, ”Jurister borde fundera på vad som kan digitaliseras - ett tungrott regelverk drev fram vårt IT-verktyg”, Dagens Juridik, 2017-06-30, <<http://www.dagensjuridik.se/2017/06/john-engholm-debatt>>, besökt 2018-12-01.

’Hur ska insiderinformation offentliggöras?’, Finansinspektionen, 2018-06-20, <<https://www.fi.se/sv/marknad/noterade-bolag/insiderinformation/>>, besökt 2018-12-09.

Nasdaq First North Nordic – Rulebook 1 July 2018, <https://business.nasdaq.com/media/Nasdaq%20First%20North%20Nordic%20Rulebook%20-%201%20July%202018_tcm5044-30473.pdf>, besökt 2018-10-02.

Börsregler – Regler för bolag vars aktier är upptagna till handel på NGM Equity, gällande från och med den 1 januari 2019, <<http://www.ngm.se/wp-content/uploads/2012/10/Regler-f%C3%B6r-bolag-vars-aktier-%C3%A4r-upptagna-till-handel-p%C3%A5-NGM-Equity.pdf>>, besökt 2018-12-28.

Regler Nordic MTF – Regler för bolag vars aktier är noterade på Nordic MTF gällande från och med den 1 januari 2019, <<http://www.ngm.se/wp-content/uploads/2012/11/Regler-f%C3%B6r-bolag-vars-aktier-%C3%A4r-noterade-p%C3%A5-Nordic-MTF.pdf>>, besökt 2018-12-28.

Regelverk för emittenter Nasdaq Stockholm, 1 januari 2019, <https://business.nasdaq.com/media/Nasdaq%20Stockholms%20regelverk%20f%C3%B6r%20emittenter%20-%201%20januari%202019_tcm5044-67685.pdf>, besökt 2018-12-28.

Spotlight Stock Markets Noteringsavtal av den 1 mars 2018, <https://spotlightstockmarket.com/media/1423/spotlight_noteringsavtal.pdf>, besökt 2018-12-28.

The Market Abuse Regulation and the Duty to Disclose Inside Information – Questions and Answers on the Application of the Market Abuse Regulation (‘MAR’) 596/2014 3 July 2016, <https://business.nasdaq.com/media/MAR_QA_161213%20-%20Final%20version_tcm5044-35878.pdf>, besökt 2018-10-02.

Wendel, Johan, ”NCC:s ’Mar-dröm’ – EU-regelverket tvingade fram byggbolagets vinstvarning”, Dagens Industri, 2018-10-16, <<https://www.di.se/nyheter/nccs-mar-drom-eu-regelverket-tvingade-fram-byggbolagets-vinstvarning/>>, besökt 2018-12-01.

Litteratur

Afrell, Lars (2010), ’En insiderlagstiftning styrd av EU’, i: Svernlöv, Carl och Sjöman, Erik (red.), *Marknadsmisbruklagen i praktiken*. Stockholm Centre of Commercial Law Juridiska institutionen: Stockholm, s. 21–27.

Afrell, Lars, Klahr, Håkan och Samuelsson Per (1998), *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, (2uppl). Nordstedts Juridik: Stockholm.

Af Sandeberg, Catarina (2002), *Marknadsmisbruk – insiderbrott och kursmanipulation*. Iustus förlag: Uppsala.

- Bergmans, Bernhard, (1991), *Inside information and securities trading – a legal and economic analysis of the foundations of liability in the USA and European community*. Graham & Trotman: London.
- Bernitz, Ulf och Kjellgren, Anders (2018), *Europarättens grunder*, (6uppl.). Nordstedts Juridik: Stockholm.
- Di Noia, Carmine och Garantini, Matteo (2012), 'Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime', *European Company and Financial Law Review*, De Gruyter, vol. 9(4), pages 484–529.
- Eklund, Karin och Stattin, Daniel (2016a), *Kapitalmarknadsrätt*. Iustus: Uppsala.
- Eklund, Karin och Stattin, Daniel (2016b), *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, (2uppl). Iustus: Uppsala.
- Fama, Eugene F (1970), 'Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work', *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, s. 383–417.
- Kaldal, Anna och Sjöberg, Gustaf (2018), *Vetenskapskrav på uppsatser i rättsvetenskap – handfasta tips*. Jure: Stockholm.
- Kleineman, Jan (2018), 'Rättsdogmatisk metod', i: Nääv, Maria och Zamboni, Mauro (red.), *Juridisk metodlära*. Studentlitteratur: Lund, s. 21–46.
- Klöhn, Lars (2015), 'Inside information without an incentive to trade? – What's at stake in "Lafonta v. AMF"', *Capital Markets Law Journal*, Vol. 10, Issue No. 2, s. 162–180.
- Knuts, Mårten (2010), *Kursmanipulation på värdepappersmarknaden*. Suomalainen Lakimiesyhdistys: Helsinki, Finland.
- Kågerman, Pontus (2001), *Värdepappersmarknadens regelsystem – Lagreglering, självreglering och etik*. Nordstedts Juridik: Stockholm.
- Lau Hansen, Jesper (2012), 'The Hammer and the Saw - A Short Critique of the Recent Compromise Proposal for a Market Abuse Regulation', *Nordic & European Company Law – LSN Research Paper Series*, No. 10-32.
- Lau Hansen, Jesper (2016), 'Say When: When Must an Issuer Disclose Inside Information?', *Nordic & European Company Law Working Paper*, No. 16-03; *University of Copenhagen Faculty of Law Research Paper*, No. 2016-28.
- Lau Hansen, Jesper och Moalem, David, (2009) 'The MAD disclosure regime and the twofold notion of inside information: the available solution', *Capital Markets Law Journal*, Volume 4, Issue 3, s. 323–340.

MacLeod Heminway, Joan (2009), 'Female Investors and Securities Fraud: Is the Reasonable Investor a Woman?', *William & Mary Journal of Women and the Law*, Volume 15, Issue 2, s. 291–336.

Nelemas, Matthijs och Schouten, Michael (2013), 'Takeover Bids and Insider Trading', *Research Handbook on Insider Trading*, Stephen Bainbridge, ed., *Forthcoming*.

Reichel, Jane (2018), 'EU-rättslig metod', i: Nääv, Maria och Zamboni, Mauro, *Juridisk metodlära*, (red.). Studentlitteratur: Lund s. 109–142.

Rex, Martin, "Misstänkt kursfiffel sticker iväg", *Dagens Industri*, s. 6–7, 2019-01-08.

Samuelsson, Per, Afrell, Lars, Cavallin, Samuel och Sjöblom, Nils (2005), *Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet – En kommentar*. Nordstedts Juridik: Stockholm.

Schmauch, Magnus, (2018), *EU:s marknadsmissbruksförordning m.m. – En kommentar*. Nordstedts Juridik: Stockholm.

Sevenius, Robert och Örtengren, Torsten, (2017), 'Introduktion', i: Sevenius, Robert och Örtengren, Torsten (red.), *Börsrätt*, (4uppl.). Studentlitteratur: Lund, s. 31–50.

Sevenius, Robert och Örtengren, Torsten (2017), 'Nasdaq Stockholms marknadsövervakning och sanktionssystem', i: Sevenius, Robert och Örtengren, Torsten (red.), *Börsrätt*, (4uppl.). Studentlitteratur: Lund, s. 209–234.

Sevenius, Robert och Örtengren, Torsten (2017), 'Noterade bolags informationsplikt', i: Sevenius, Robert och Örtengren, Torsten (red.), *Börsrätt*, (4uppl.). Studentlitteratur: Lund, s. 189–207.

Siems, Mathias och Nelemans, Matthijs (2012), 'The Reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution', *19 Maastricht j. Eur. Comp. L*, s. 195–205.

Staikouras, K. Panagiotis, (2008), 'Four Years of MADness? – The New Market Abuse Prohibition Revisited: Integrated Implementation Through the Lens of a Critical, Comparative Analysis', *European Business Law Review*, Volume 19, Issue 4, s. 775–809.

Strid, Joakim, (2017), 'Nasdaq Stockholms marknadsövervakning och sanktionssystem', i: Sevenius, Robert och Örtengren, Torsten, *Börsrätt* (red), s. 209–234.

Ventoruzzo, Marco och Mock, Sebastian (2017), *Market Abuse Regulation – Commentary and Annotated Guide*. Oxford University Press: Oxford, Storbritannien.

Rättsfallsförteckning

EU-domstolsavgöranden

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

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

GA Mengozzi i C-19/11 *Markus Gelll mot Daimler AG*, EU:C:2012:153.

C-45/08 *Spector Photo Group NV och Chris Van Raemdonck mot Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)*., EU:C:2009:806.

C-391/04 *Ypourgos Oikonomikon och Proïstamenos DOY Amfissas mot Charilaos Georgakis*, EU:C:2007:272.

Amerikansk praxis

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

Securities and Exchange Commission v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F2d 833, 849 (2nd Cir, 1968).

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

Svensk praxis

Stockholm tingsrätt, mål B 12032-17, dom 2018-06-21.

Stockholm tingsrätt, mål B 1341-18, dom 2018-04-16.

Diciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm

Beslut 2017:6, 2017-07-10.