



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

André Persson

Skyldigheten att offentliggöra insiderinformation inför en delårsrapport

En analys av emittentens skyldigheter enligt marknadsmissbruksförordningen

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet
30 högskolepoäng

Handledare: Per Samuelsson

Termin för examen: Period 1 HT2019

Innehåll

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	3
FÖRORD	5
FÖRKORTNINGAR	6
1 INLEDNING	7
1.1 Bakgrund	7
1.2 Syfte och frågeställningar	9
1.3 Metod och material	10
1.3.1 Den rättsdogmatiska metoden	10
1.3.2 Den EU-rättsliga metoden	11
1.3.3 Kommentarer om materialet	12
1.4 Avgränsningar	15
1.5 Disposition	16
2 CENTRALA BEGREPP	17
2.1 Emittent	17
2.2 Värdepappersmarknad	17
2.3 Offentliggörande	17
2.4 Insiderinformation och insiderhandel	18
2.5 Information i en delårsrapport	19
2.6 Inför offentliggörandet av en delårsrapport	19
3 RÄTTSLIG BAKGRUND	20
4 INFORMATIONSREGLERINGENS BETYDELSE FÖR VÄRDEPAPPERSMARKNADEN	22
4.1 Värdepappersmarknadens syfte och funktion	22
4.2 Allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden	23
4.3 Informationsregleringens syfte	24
4.4 Förhållandet mellan information och prisbildning	26

4.4.1	Teorin om den effektiva marknaden	26
4.4.2	Konkurrens om information	29
4.4.3	Informationsasymmetri på marknaden – Akerlofs citronteori	31
4.5	Den periodiska rapporteringens betydelse för marknaden	32
4.6	Sammanfattande slutsatser	34
5	INSIDERINFORMATION	35
5.1	Insiderinformation inom MAR	35
5.2	Definitionen av insiderinformation	36
5.2.1	Inledning	36
5.2.2	Information som inte offentliggjorts	38
5.2.3	Information som direkt eller indirekt rör emittenten	38
5.2.4	Information av specifik natur	39
5.2.5	Väsentlig inverkan på priset	42
5.3	Uppkomsten av insiderinformation inför ett planerat offentliggörande	43
5.4	Sammanfattande slutsatser	45
6	SKYLDIGHETEN ATT OFFENTLIGGÖRA INSIDERINFORMATION SÅ SNART SOM MÖJLIGT	47
7	UPPSKJUTET OFFENTLIGGÖRANDE	53
7.1	Allmänt om förfarandet	53
7.2	Närmare om kraven i artikel 17.4 MAR	55
7.2.1	Omedelbart offentliggörande skadar sannolikt emittentens legitima intressen	55
7.2.2	Inte sannolikt att ett uppskjutet offentliggörande vilseleder allmänheten	58
7.2.3	Informationen förblir konfidentiell	63
7.3	Emittentens skyldigheter vid uppskjutet offentliggörande	64
7.4	Sammanfattande slutsatser	65
8	SAMMANFATTANDE ANALYS	67
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	75
	RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	82

Summary

Issuers' duty to disclose inside information according to the market abuse regulation (MAR) is important in order to maintain a transparent and efficient market with the confidence of the public. The purpose of this essay was to examine the assessments faced by the issuer as a result of MAR when information that could constitute inside information arises prior to the disclosure of an interim report. The examination clarifies in which situations there is an obligation to disclose inside information prior to an interim report. In order to create basis for a problematizing discussion concerning the issuer's duties according to MAR, the purpose of the regulation and the securities market has been analysed.

By giving investors access to information concerning the issuer, investors are able to make considered investment decisions. Disclosure of inside information contributes to a correct pricing. In addition to informing the public, the disclosure of inside information also prevents insider dealing and the negative effects information asymmetries can have on the market efficiency. This contributes to the securities market being able to allocate capital in an efficient way between different parties.

Prior to an interim report, inside information may arise during the process when the report is being produced and also independent from this process. As a general rule, inside information has to be disclosed as soon as possible. The requirement of disclosure as soon as possible can be problematized due to its vague wording. In the essay it appears that the requirement may have a special meaning close to the disclosure of the interim report, if the inside information consists of the report in its entirety.

There is a value for the actors on the market that information is disclosed at expected occasions, for instance in an interim report. The potential possibility for the issuer to delay the disclosure is of major importance to

determine if there is a duty to disclose the arisen inside information prior to an interim report. The reason being that a delayed disclosure is the only way the issuer can wait until the disclosure. The assessment regarding delayed disclosure is dependent on, among other things, that the public is not likely to be misled by the delayed disclosure. The assessment can be linked to the maintaining of the public confidence in the securities market. The assessment in question is also directly linked to previous information from the issuer. Thereby, the previous information plays a role in determining whether the issuer must disclose the inside information as soon as possible before an interim report.

Sammanfattning

Emittenters skyldighet att offentliggöra insiderinformation enligt marknadsmissbruksförordningen (MAR) är betydelsefull för att upprätthålla en transparent och effektiv värdepappersmarknad med allmänhetens förtroende. Syftet med denna uppsats var att undersöka de bedömningar emittenten ställs inför till följd av MAR när information som potentiellt utgör insiderinformation uppstår inför offentliggörandet av en delårsrapport. Undersökningen klargör i vilka situationer det föreligger en skyldighet att offentliggöra insiderinformation inför en delårsrapport. För att möjliggöra en problematiserande diskussion om emittentens skyldigheter enligt MAR har regelverkets och värdepappersmarknadens syfte analyserats.

Genom att investerare får tillgång till information om emittenten kan investerare fatta avvägda investeringsbeslut. Offentliggörande av insiderinformation bidrar till en korrekt prissättning. Utöver att informera allmänheten förebygger offentliggöranden av insiderinformation insiderhandel och de negativa effekter informationsasymmetrier kan medföra för marknadens effektivitet. Detta bidrar till att värdepappersmarknaden effektivt kan allokera kapital mellan olika parter.

Inför en delårsrapport kan insiderinformation uppstå under processen då rapporten framställs men även fristående från denna process. Som huvudregel ska insiderinformation offentliggöras så snart som möjligt. Kravet på offentliggörande så snart som möjligt kan problematiseras på grund av dess vaga utformning. I uppsatsen framgår det att kravet kan ha en speciell innebörd i nära anslutning till offentliggörandet av delårsrapporten, om insiderinformationen utgörs av rapporten i sin helhet.

Det finns ett värde för marknadens aktörer att information offentliggörs vid förväntade tidpunkter, som exempelvis i en delårsrapport. Emittentens potentiella möjlighet att skjuta upp offentliggörandet är central för att

avgöra om det föreligger en skyldighet att offentliggöra den uppkomna insiderinformationen redan inför delårsrapporten. Ett uppskjutet offentliggörande är nämligen det enda sättet för emittenten att vänta med offentliggörandet. Bedömning angående uppskjutet offentliggörande är bland annat beroende av att allmänheten sannolikt inte får vilseledas av det uppskjutna offentliggörandet. Bedömningen kan kopplas till upprätthållandet av allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden. Denna bedömning är även direkt kopplad till emittentens tidigare informationsgivning. Tidigare informationsgivning får därmed en betydelse för om emittenten måste offentliggöra insiderinformation så snart som möjligt inför en delårsrapport.

Förord

Det är med blandade känslor jag nu förstår att nio terminer närmar sig sitt slut. Det har varit lärorikt och tufft men framför allt har det varit fantastiskt kul.

Jag är övertygad om att dessa nio terminer hade varit betydligt tuffare om jag inte hade haft ett enormt stöd från mina föräldrar och min lillasyster. Ni har alltid uppmuntrat mig och ställt upp när det behövts. Tack för alla korrekturläsningar under åren, alla tidiga skjutsar, alla sena skjutsar och allt annat därtill. Ni är guld värda!

Jag vill även rikta ett tack till er som gjort tiden i Lund till något mer än bara nio terminers studier.

Slutligen vill jag framföra ett stort tack till min handledare Per Samuelsson som bidragit med värdefulla tankar och råd under skrivandet. Tack för din stora tillgänglighet under terminen.

Lund, den 27 december 2019

André Persson

Förkortningar

Ds	Departementsserien
ESMA	European securities and Markets Authority (Europeiska marknads- och värdepappersmyndighet)
EU	Europeiska unionen
KompL	Lag (2016:1306) om kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmissbruksförordning
MAD	Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk)
MAR	Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om 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
Prop.	Proposition
VpmL	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden
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 reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/ED

1 Inledning

1.1 Bakgrund

En förutsättning för värdepappersmarknadens funktion och tillväxt är allmänhetens förtroende för marknaden.¹ För att upprätthålla allmänhetens förtroende finns det ett omfattande regelverk om hur emittenter ska offentliggöra information.² Att marknads aktörer har en icke-diskriminerande tillgång till all relevant information är en förutsättning för att kunna värdera noterade företag.³ En korrekt värdering är i sin tur en förutsättning för att allmänheten ska ha förtroende för marknaden och vara villig att investera kapital på marknaden.⁴

Regleringen om emittenters informationsgivning kommer till uttryck i flera regelverk, där EU:s marknadsmissbruksförordning⁵ (MAR) sedan 3 juli 2016 utgör det primära regelverket om hantering och offentliggörande av så kallad insiderinformation. Emittenters informationsgivning kan i stora drag delas upp i en periodisk rapportering och en rapportering vid särskilda händelser. Den periodiska rapporteringen består främst av informationsgivning genom delårs- och helårsrapporter. Informationsgivning vid särskilda händelser kan däremot bestå av offentliggörande av insiderinformation.⁶

Uppdelningen mellan emittentens olika sorters informationsgivning innebär att information som potentiellt utgör insiderinformation kan uppstå inför ett planerat offentliggörande av exempelvis en delårsrapport. Då uppkommer frågan om informationen utgör insiderinformation och om emittenten är

¹ Se Sevenius och Örtengren (2017), s. 34. Se även avsnitt 4.2.

² Se Örtengren (2017), s. 192.

³ Se Örtengren (2017), s. 189.

⁴ Se Sevenius och Örtengren (2017), s. 34.

⁵ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordning) och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG. (Härefter: MAR).

⁶ Se Eklund och Stattin (2016), s. 405.

skyldig att offentliggöra insiderinformationen så snart som möjligt eller om det finns förutsättningar för att skjuta upp offentliggörandet. Enligt MAR är emittenten som utgångspunkt skyldig att så snart som möjligt informera allmänheten om insiderinformation som direkt berör emittenten.⁷ Detta gäller även när insiderinformationen uppstår under emittentens arbete med exempelvis en delårsrapport.⁸ Om tre rekvisit är uppfyllda finns det en frihet för emittenten att skjuta upp offentliggörandet. Ett uppskjutet offentliggörande kan innebära att insiderinformationen offentliggörs i samband med den kommande delårsrapporten.⁹

Flera bedömningar är aktuella när potentiell insiderinformation uppstår inför ett planerat offentliggörande av en delårsrapport. Emittenten kan ställas inför bedömningar angående insiderinformation enbart några dagar eller timmar före ett planerat offentliggörande.¹⁰ En skyldighet att offentliggöra insiderinformation i nära anslutning till ett planerat offentliggörande kan skapa osäkerhet på marknaden och potentiellt få negativa konsekvenser i förhållande till syftet med informationsregleringen och värdepappersmarknaden.

Emittentens bedömningar är avgörande för om det överhuvudtaget finns en skyldighet att offentliggöra insiderinformationen eller en frihet att skjuta upp offentliggörandet. Anledningen till att bedömningarna kan uppstå inför offentliggörandet av en delårsrapport är att de två systemen för informationsgivning är tillämpliga samtidigt och fristående från varandra. Skyldigheten att offentliggöra insiderinformation kan beskrivas som ett komplement till den periodiska informationsgivningen samtidigt som det utgör ett självständigt verktyg för att förebygga informationsasymmetrier och insiderhandel.¹¹

⁷ Se artikel 17.1 MAR.

⁸ Se Nasdaq Stockholm, Issuer Rules Frequently Asked Questions (FAQ), punkt 1.34 och Koch (2017), s. 360.

⁹ Se Finansinspektionen, 'Frågor och svar om insiderinformation', punkt 3.2.

¹⁰ Se t.ex. NCC pressmeddelande, 15 oktober 2018, Nr 18/2018.

¹¹ Se Koch (2017), s. 360.

1.2 Syfte och frågeställningar

Syftet med uppsatsen är att undersöka de bedömningar emittenten ställs inför till följd av MAR när information som potentiellt utgör insiderinformation uppstår inför offentliggörandet av en delårsrapport. Detta undersöks för att klargöra i vilka situationer en offentliggörandeskyldighet föreligger för emittenten inför offentliggörandet av delårsrapporten.

Undersökningen avser situationen då information uppstår inför ett planerat offentliggörande av en delårsrapport. Det som utmärker denna situation är att marknaden känner till att emittenten kommer att lämna information vid en given tidpunkt.¹² Avsikten är att problematisera om det finns en offentliggörandeskyldighet innan den av marknaden kända tidpunkt då emittenten offentliggör sin delårsrapport. Syftet är att analysera hur kraven enligt MAR påverkar emittentens skyldighet att offentliggöra insiderinformation innan delårsrapporten. Detta problematiseras utifrån värdepappersmarknadens respektive informationsregleringens¹³ syfte.

För att uppnå syftet avser jag att besvara följande frågeställningar:

- Varför har emittenter en skyldighet att offentliggöra insiderinformation på värdepappersmarknaden?
- När har emittenten en skyldighet att offentliggöra information enligt artikel 17.1 MAR inför ett planerat offentliggörande av en delårsrapport?
- Kan kraven i MAR på emittentens hantering av insiderinformation inför ett planerat offentliggörande av en delårsrapport problematiseras utifrån syftet med informationsregleringen och värdepappersmarknaden?

¹² Se Lau Hansen (2017), s. 36.

¹³ Detta avser regleringen i MAR för hur emittenter ska offentliggöra insiderinformation.

1.3 Metod och material

1.3.1 Den rättsdogmatiska metoden

Utgångspunkten för uppsatsen är rättsdogmatisk metod eftersom svaret på uppsatsens frågeställningar primärt söks i rättskällorna. Rättsdogmatisk metod kan beskrivas som en rekonstruktion av rättssystem. Utgångspunkten för denna rekonstruktion är användandet av allmänt accepterade rättskällor som lagstiftning, rättspraxis och lagförarbeten. I vilken utsträckning litteratur ska beaktas inom rättskällevärdet är inte klart. Traditionell rättsdogmatik innefattar studier av så kallad rättsdogmatisk litteratur.¹⁴ Professor Aleksander Peczenik presenterade en uppdelning mellan tre sorters rättskällor. Uppdelningen gjordes mellan källor som ska, bör och får beaktas.¹⁵ Enligt uppdelningen är det möjligt att beakta rättsvetenskaplig litteratur, med dess ställning inom rättskällevärdet i åtanke.

I uppsatsen används en kritiskt inriktad rättsdogmatik. Den kritiskt inriktade rättsdogmatiken stannar inte vid den ovan nämnda rekonstruktionen av rättssystemet. Det är tal om en granskning av hur den rättsdogmatiska lösningen verkar, dess konsekvenser och vilka eventuella alternativ som kan finnas.¹⁶ Denna kritiska rättsdogmatik kommer bland annat till uttryck genom rättspolitiska iakttagelser med fokus på skyddsintressen som kan kopplas till regleringen samt resonemangen om en effektiv marknad. Exempelvis kan investerar-, aktieägar- och omsättningsintressen diskuteras.¹⁷ Allmänhetens förtroende utgör en central aspekt i sammanhanget. Syftet med de rättspolitiska iakttagelserna är att belysa vem eller vilka som skyddas av lagstiftningen. Detta bidrar till möjligheten att problematisera utfallet av undersökningen om kraven på emittenters hantering av insiderinformation inför en delårsrapport.

¹⁴ Se Jareborg (2004), s. 4 ff.

¹⁵ Se Peczenik (1995), s. 213 ff.

¹⁶ Se Kleinman (2018), s. 35.

¹⁷ Se Eklund och Stattin (2016), s. 32 f.

Inom aktiemarknadsrätten är de ekonomiska dimensionerna centrala. Detta innebär att det är relevant att beakta ekonomiska aspekter när uppsatsens frågeställningar besvaras, vilket sker genom ett rättsekonomiskt perspektiv. Rättsekonomiska förklaringar gör det möjligt att föra resonemang om hur rättsliga problem potentiellt borde lösas och hur det kan bidra till ekonomisk effektivitet i näringsverksamheter och ökat välstånd.¹⁸

1.3.2 Den EU-rättsliga metoden

Eftersom det centrala regelverket utgör unionsrätt kommer EU-rättslig metod användas för att hantera EU-rättsliga källor. Den EU-rättsliga metoden kan beskrivas som en metod för hur EU-rättsliga källor bör tolkas och tillämpas på nationell nivå.¹⁹

EU-domstolens roll som sista uttolkare av MAR motiverar några iakttagelser om domstolens metod. När EU-domstolen tolkar EU-rättsakter brukar domstolen göra detta genom en textuell tolkning samt en tolkning utifrån rättsreglernas sammanhang. Den främsta tolkningsmetoden utgörs dock av en teleologisk tolkning.²⁰

På området återfinns riktlinjer från exempelvis den Europeiska marknads- och värdepappersmyndighet, ESMA.²¹ Vilken betydelse icke-bindande riktlinjer ska tillmätas har diskuterats inom ramen för den EU-rättsliga metoden. Trots riktlinjers icke-bindande karaktär har de fått allt större betydelse.²² Betydelsen av ESMA:s riktlinjer behandlas närmare i nästa avsnitt.

¹⁸ Se Eklund och Stattin (2016), s. 38.

¹⁹ Se Reichel (2018), s. 109.

²⁰ Se Reichel (2018), s. 122.

²¹ Namnet var Committee of European Securities Regulators (CESR) fram till 1 januari 2011.

²² Se Hettne (2012), s. 46 f.

1.3.3 Kommentarer om materialet

Det finns ett antal aspekter som bör beaktas gällande materialet på området. För det första ska det noteras att visst material producerats av institutioner och myndigheter som exempelvis Finansinspektionen. Finansinspektionens ställning som tillsynsorgan noteras i de fall riktlinjer från myndigheten beaktas.²³ Emittenter vid Nasdaq Stockholm har på avtalsmässig grund åtagit sig att följa emittentregelverket, vilket ligger till grund för disciplinnämndens möjlighet att döma ut vite vid överträdelser av emittentregelverket.²⁴

Ytterligare en fråga är vilket värde material från tiden före MAR kan tillmätas. Utvärderingen av dessa källor sker genom två bedömningar. För det första beaktas de syften som låg bakom MAR och de förändringar som genomfördes för att bedöma vilka förändringar som skett sedan förordningen trädde i kraft. Därutöver beaktas materialets innehåll. Det finns ett värde i att göra en distinktion mellan material som behandlar specifika frågor gällande den tidigare regleringens utformning och material som behandlar allmänna frågor om exempelvis insiderinformation.

För att möjliggöra ett kritiskt resonemang angående kraven på emittenters informationsgivning har teorier och verk inom finansiell ekonomi beaktats. Genom att konsultera litteratur inom finansiell ekonomi och beteendekonomi är det möjligt att problematisera investerares rationalitet och möjlighet att tillgodogöra sig information. Det skapar potentiellt en möjlighet att problematisera effekterna av MAR i förhållande till de aktörer som regleringen är avsedd att skydda.

²³ Finansinspektionen ska med stöd i KompL. bland annat ingripa mot emittenter som inte uppfyller offentliggörandekraven enligt artikel 17.1 MAR, se Finansinspektionen, 'Sanktioner'.

²⁴ Se Regelverk för emittenter Nasdaq Stockholm 1 januari 2019, punkt 5.

Riktlinjerna från ESMA tydliggör specifika tolkningar av MAR på ett enhetligt sätt för samtliga medlemsstater.²⁵ Angående uppskjutet offentliggörande framgår det av artikel 17.11 MAR att ESMA ska utfärda icke uttömmande riktlinjer. Av riktlinjerna framgår det att marknadsaktörerna ska göra sitt yttersta för att följa riktlinjer och rekommendationer. Behöriga myndigheter ska anmäla till ESMA att de avser att följa riktlinjerna, alternativt uppge skälen till varför riktlinjerna inte kommer följas.²⁶ Riktlinjerna har därmed en sådan betydelse att de kommer beaktas i uppsatsen, med vetskapen om att de utgör ”soft law”. ESMA kan även kommentera uppkomna frågor rörande tolkningen av rättsakter i så kallade *Frågor & Svar*. Det sistnämnda kan beskrivas som ett flexibelt instrument eftersom ESMA inte är skyldig att genomföra samråd innan publikation.²⁷ Ett liknande system används av Finansinspektionen.

Eftersom MAR är ett relativt nytt regelverk finns det en begränsad rättsvetenskaplig litteratur på området. Däremot är regleringar om noterade bolags informationshantering inte en ny företeelse och det finns därmed en omfattande litteratur som behandlar emittenters informationshantering. Två mål som är centrala på området för insiderinformation är C-19/11 *Geltl* och C-628/13 *Lafonta*. EU-domstolen kan sägas ha satt upp ramen för bedömningen i *Geltl*-målet.²⁸

Efter att MAR trädde i kraft 2016 har det författats flera examensarbeten om tolkning av regelverket, definitionen av insiderinformation och emittenters offentliggörandeskyldighet. Som exempel kan nämnas *Att varna eller inte varna – En granskning av regleringen beträffande vinstvarningar på aktiemarknaden* av Elin Nygren och *Skyldigheten att offentliggöra insiderinformation – En analys av bedömningsgrunderna inför ett offentliggörande enligt artikel 17 marknadsmissbruksförordningen* av Tove Bergman Olsson från 2018. Genom att i denna uppsats fokusera på

²⁵ Se Veil (2017), s. 185.

²⁶ Se ESMA/2016/1478 SV, punkt 4.1 och 4.2.

²⁷ Se Veil (2017), s. 185.

²⁸ Se Schmauch (2018), s. 83.

betydelsen av specifika faktorer i en särskild situation är avsikten att bidra med nya resonemang och slutsatser om regleringens innebörd och effekter för värdepappersmarknaden. Det tillkommer kontinuerligt synpunkter om och tolkningar av det relativt nya regelverket som jag avser att lyfta fram.

Magnus Schmauch, rådgivare på Finansinspektionen, gav under 2018 ut *EU:s marknadsmissbruksförordning m.m. En kommentar*. Även i andra EU-medlemsstater har kommentarer till förordningen getts ut under de senaste åren. Här kan nämnas *Market abuse regulation: commentary and annotated guide (ed.)* av professor Marco Ventrizzo och docent Sebastian Mock. Även den danska juristen och professorn Jesper Lau Hansen bör lyftas fram. Lau Hansen har författat flera verk inom kapitalmarknadsrätt och dansk bolagsrätt. Bland annat har Lau Hansens *Introduktion til selskabsretten og kapitalmarkedsretten* använts i uppsatsen.

Professorn i nationalekonomi och nobelpristagaren George Akerlofs artikel 'The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism' om informationsasymmetri är central beträffande förhållandet mellan information och effektiva marknader. Resonemang om informationsasymmetris effekter är av betydelse för att kunna problematisera utfallet av undersökningen av kraven i MAR.

Gällande värdepappersmarknadens syfte och funktion är teorin om den effektiva marknaden relevant för diskussionen. Nobelpristagaren och professorn i finansiell ekonomi Eugene Fama är starkt förknippad med denna teori.²⁹

²⁹ Se Fama (1970), Knuts (2010), s. 41 f. och Lau Hansen (2018), s. 111.

1.4 Avgränsningar

Uppsatsen behandlar emittenter med aktier upptagna till handel på Nasdaq Stockholm och som därmed åtagit sig att följa Nasdaqs regelverk för emittenter.³⁰ De delar av uppsatsen som behandlar värdepappersmarknadens systematik och syfte omfattar inte enbart emittenter med aktier upptagna till handel på Nasdaq Stockholm, utan aktiemarknader generellt.

MAR omfattar flera typer av marknadsmissbruk.³¹ I uppsatsen avses marknadsmissbruk i form av insiderhandel om inget annat anges. Fokus är dock riktat mot emittenters offentliggörandeskyldighet enligt MAR. Uppsatsen innefattar ingen heltäckande redogörelse av områdets utveckling. Uppsatsen är inriktad på betydelsen av information på värdepappersmarknaden. Av denna anledning kommer inte ekonomiska teorier om utbud och efterfrågan behandlas.

Inom EU-rätten finns flera regelverk gällande värdepappersmarknaden. Utöver MAR finns även Mifid 2 och Mifir-regelverken som har till syfte att öka transparensen, öka skyddet för investerare och förstärka förtroendet för de europeiska värdepappersmarknaderna. Uppsatsen behandlar inte dessa regelverk. Kopplingen till MAR innebär dock att regelverken till viss del behöver beaktas för att kunna föra bredare resonemang om effekterna av de krav MAR ställer på emittenters hantering av insiderinformation.

Vid undersökningen av emittentens offentliggörandeskyldighet inför en delårsrapport är fokus riktat mot betydelsen av emittentens tidigare informationsgivning och marknadens förväntningar. Marknadens förväntningar avser i sammanhanget en förväntan gällande exempelvis ett visst resultat och inte en förväntan om kommande informationsgivning. Dessa faktorer har valts eftersom det går att identifiera flera potentiella osäkerhetsmoment som skapar underlag för en problematiserande analys av

³⁰ Se Regelverk för emittenter Nasdaq Stockholm 1 januari 2019.

³¹ Se punkt 7 i skälen till MAR.

regelverket. Faktorerna är även nära förknippade med definitionen av insiderinformation, vilket möjliggör en djupgående analys. Slutligen behandlar uppsatsen inte de bedömningar som kan uppstå för emittenten angående insiderinformation i förhållande till dotterbolag eller andra koncernstrukturer.

1.5 Disposition

Efter detta inledande avsnitt presenteras centrala begrepp i avsnitt 2. Avsnitt 3 innehåller en övergripande redogörelse för den rättsliga bakgrunden. I avsnitt 4 ska informationsregleringens syfte behandlas tillsammans med värdepappersmarknadens grundläggande syfte och funktion. Det är främst avsnitt 4 som behandlar uppsatsens första frågeställning. En fördjupad redogörelse om begreppet insiderinformation presenteras i avsnitt 5, följt av en undersökning av kravet på offentliggörande så snart som möjligt i avsnitt 6. Därutöver behandlas emittentens möjlighet att skjuta upp offentliggörandet i avsnitt 7. Avsnitt 5, 6 och 7 anknyter till uppsatsens andra frågeställning. Sammanfattande slutsatser presenteras i avsnitt 8 tillsammans med en återkoppling till uppsatsens frågeställningar. Uppsatsens tredje frågeställning behandlas löpande i uppsatsen.

2 Centrala begrepp

2.1 Emittent

Inför den fortsatta läsningen finns det ett värde i att kort presentera centrala begrepp. En *emittent* är en institution som emitterat värdepapper. I MAR framgår det att en emittent är en privaträttslig eller offentligrättslig juridisk person som emitterar finansiella instrument.³² I uppsatsens kontext avses ett publikt aktiebolag som gett ut aktier som är upptagna till handel på en marknad.

2.2 Värdepappersmarknad

Nära kopplat till emittenten är begreppet *värdepappersmarknad*. En värdepappersmarknad är en marknad där det sker en handel av olika finansiella instrument. Värdepappersmarknaden kan delas upp i aktiemarknad, räntemarknad och derivatmarknad.³³ I uppsatsen är det aktiemarknaden som avses.

2.3 Offentliggörande

Att en emittent är skyldig att offentliggöra insiderinformation enligt artikel 17.1 MAR innebär att emittenten så snart som möjligt ska informera allmänheten om insiderinformationen som berör emittenten. Informationen ska offentliggöras på ett sätt som ger allmänheten snabb tillgång till informationen och möjlighet till en fullständig och korrekt bedömning i rätt tid.³⁴

³² Se artikel 3 punkt 21 MAR.

³³ Se Örtengren (2018), s. 25.

³⁴ Se artikel 17.1 1-2 st. MAR.

2.4 Insiderinformation och insiderhandel

I MAR definieras *insiderinformation* som information som är av specifik natur, inte har offentliggjorts, rör en emittent eller ett finansiellt instrument och som sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på det finansiella instrumentet.³⁵ Begreppet insiderinformation har två användningsområden. För det första är begreppet centralt för emittentens offentliggörandeskyldighet och för det andra för förbudet mot insiderhandel. Det dubbla användningsområdet innebär att det är möjligt att reflektera över huruvida begreppet ska tolkas brett eller snävt.³⁶ En ingående redogörelse om kriterierna för insiderinformation presenteras i avsnitt 5.

Insiderhandel innebär att en person, fysisk eller juridisk, förfogar över och utnyttjar insiderinformation. Utnyttjandet av insiderinformationen består av att personen för egen eller annans räkning, direkt eller indirekt, förvärvar eller avyttrar finansiella instrument som informationen rör.³⁷ Det som kännetecknar insiderhandel är att en oberättigad fördel uppnås på grund av insiderinformationen till nackdel för en tredje part utan vetskap om informationen. Enligt MAR leder detta till att marknads integritet och investerarnas förtroende skadas.³⁸ Förbudet mot insiderhandel förhindrar missbruk av insiderinformation, medan offentliggörande av insiderinformation verkar för att informera allmänheten för att skapa en så exakt prissättning som möjligt. Trots denna skillnad är förbudet mot insiderhandel förknippat med emittenters offentliggörandeskyldighet eftersom båda verkar för effektivitet på marknaden.³⁹

³⁵ Se artikel 7.1 (a) MAR.

³⁶ Se Ventoruzzo och Picciau (2017), s. 186.

³⁷ Se artikel 8 MAR.

³⁸ Se skäl 23 till MAR.

³⁹ Se Lau Hansen (2016), s. 5.

2.5 Information i en delårsrapport

I uppsatsen kommer analysen delvis avse möjligheten att offentliggöra insiderinformation i en delårsrapport. Det är därför relevant att poängtera vilken information som måste finnas i en delårsrapport. Rapporten måste innehålla en balansräkning, resultaträkning, noter, delårsinformation samt jämförande uppgifter. Delårsinformation omfattar information som är av väsentlig betydelse för att förstå utvecklingen av bolagets ställning och resultat. Det utgörs även av en beskrivning av väsentliga risker och osäkerhetsfaktorer som bolaget står inför. De jämförande uppgifterna ska avse föregående räkenskapsår.⁴⁰

2.6 Inför offentliggörandet av en delårsrapport

I uppsatsen ska emittentens skyldigheten att offentliggöra insiderinformation inför offentliggörandet av en delårsrapport undersökas. Eftersom uttrycket ”inför ett planerat offentliggörandet av en delårsrapport” är centralt för uppsatsen ska några synpunkter angående formuleringen presenteras.

Det är inte möjligt eller avsett att peka ut en konkret tidsmässig närhet till delårsrapportens offentliggörande. Istället används begreppet för att föra in det kommande offentliggörandet av rapporten som en faktor i analysen. Avsikten är att tydliggöra om delårsrapportens kommande offentliggörande kan påverka emittentens offentliggörandeskyldighet. Att tala om uppkomst av insiderinformation inför en delårsrapport pekar även ut en situation då förhållandet mellan reglerna för offentliggörande av insiderinformation och offentliggörande av delårsrapporter blir tydligt och möjligt att problematisera.

⁴⁰ Se Bolagsverket, 'Innehåll i delårsrapporten'.

3 Rättslig bakgrund

Efter att MAR trädde i kraft 2016 hänvisar den svenska lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden sedan 2017 till artikel 17 MAR angående emittenters skyldighet att offentliggöra insiderinformation.⁴¹ MAR innebar bland annat ökade krav på administration och dokumentation angående offentliggöranden.⁴² Gällande definitionen av insiderinformation innebar MAR enbart små förändringar i förhållande till MAD.⁴³

Hur ett offentliggörande i detalj ska gå till framgår av kommissionens genomförandeförordning 2016/1055.⁴⁴ En genomförandeförordning är en bindande rättsakt som utgör ett komplement till en annan rättsakt.⁴⁵ Artikel 2 i förordningen stadgar att emittenter ska offentliggöra insiderinformation med tekniska medel som garanterar att informationen sprids till så stor allmänhet som möjligt på ett icke-diskriminerande sätt, gratis och samtidigt i hela unionen.

Den självreglering som är relevant för uppsatsen är *Regelverk för emittenter Nasdaq Stockholm 1 januari 2019* som emittenten på avtalsmässig grund åtagit sig att följa. Även denna reglering hänvisar till MAR.⁴⁶ Enligt VpML ska en börs ha ett regelverk för notering av finansiella instrument och det ska finnas förutsättningar för en rättvis, välordnad och effektiv handel med de finansiella instrumenten.⁴⁷ Sedan den 1 februari 2017 har Finansinspektionen möjlighet att ingripa mot en emittent som inte uppfyller kraven enligt artikel 17 MAR.⁴⁸ I Lagen (2016:1306) med kompletterande

⁴¹ Se 11 kap. 7 § VpML.

⁴² Se Nasdaq Stockholm, Issuer Rules Frequently Asked Questions (FAQ), punkt 1.14.

⁴³ Se artikel 1 MAD, jfr artikel 7 MAR. Se även Ventoruzzo och Picciau (2017), s. 185.

⁴⁴ Kommissionens genomförandeförordning (EU) 2016/1055 av den 29 juni 2016 om fastställande av tekniska standarder vad gäller de tekniska villkor för lämpligt offentliggörande av insiderinformation och för uppskjutet offentliggörande av insiderinformation i enlighet med Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014.

⁴⁵ Se Bernitz och Kjellgren (2018), s. 56 f.

⁴⁶ Se t.ex. *Regelverk för emittenter Nasdaq Stockholm 1 januari 2019*, punkt. 3.1.

⁴⁷ Se 15 kap. 1-2 §§ VpML.

⁴⁸ Se Schmauch (2018), s. 192.

bestämmelser till EU:s marknadsmissbruksförordning framgår det att Finansinspektionen ska ingripa mot den som har åsidosatt sina skyldigheter enligt MAR genom att exempelvis inte uppfylla kraven på offentliggörande enligt artikel 17.1 MAR.⁴⁹ Av samma lag framgår det att Finansinspektionen bland annat kan avstå från ingripande om något annat organ vidtagit åtgärder mot personen och åtgärderna bedömts tillräckliga.⁵⁰

MAR kompletteras av ett direktiv om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk.⁵¹ Direktivet uppställer krav på medlemsstater att införa straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk, vilket i Sverige återfinns i Lagen (2016:1307) om straff för marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden.⁵²

⁴⁹ Se 5 kap. 2 § KompL.

⁵⁰ Se 5 kap. 17 § KompL.

⁵¹ Se Europaparlamentets och rådets direktiv nr 2014/57/EU av den 16 april 2014 om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk.

⁵² Se Prop. 2016/17:22 s. 1.

4 Informationsregleringens betydelse för värdepappersmarknaden

4.1 Värdepappersmarknadens syfte och funktion

Avsikten med följande tre avsnitt är att undersöka syftet med offentliggörandeskyldigheten och värdepappersmarknaden. Detta gör det möjligt att besvara frågan om varför emittenter är skyldiga att offentliggöra insiderinformation på värdepappersmarknaden. Undersökningen ligger till grund för problematiseringen av emittentens potentiella skyldighet att offentliggöra insiderinformation inför en delårsrapport.

Värdepappersmarknadens grundläggande syfte är att hantera risker och allokera kapital på ett snabbt, billigt och enkelt sätt. Behovet av att omfördela kapital följer av att överskott och underskott av kapital är ojämnt fördelat i tid mellan olika parter i samhället. Värdepappersmarknaden skapar även en möjlighet att hantera risker genom att sprida risken på ett stort antal investerare. Marknaden gör det även möjligt för investerare att investera kapital för att finansiera ett företags verksamhet, med en potentiell avkastning på det investerade kapitalet.⁵³

Marknaden fyller därutöver en funktion som informationsplattform. Genom pressmeddelanden kan information effektivt spridas till marknaden och aktiepriset påverkas snabbt av ny information som påverkar förväntningarna på emittentens framtid.⁵⁴ En snabb och korrekt informationsgivning är något som främjar marknaden integritet och allmänhetens förtroende för denna, vilket är en förutsättning för att prisbildningen ska vara effektiv.⁵⁵

⁵³ Se Örtengren (2018), s. 27.

⁵⁴ Se Lau Hansen (2018), s. 100 f.

⁵⁵ Se Prop. 2006/07:65 s. 103.

Värdepappersmarknadens funktion visar att marknaden har en stor samhällsekonomisk betydelse. Om investerarnas förtroende för marknaden skadas kan viljan att investera minska. Detta påverkar möjligheten att effektivt omfördela kapital vilket skapar ineffektivitet på marknaden. I svåra fall kan det leda till en minskad samhällsekonomisk tillväxt.⁵⁶

4.2 Allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden

I motiven till MAR framgår det att en fungerande värdepappersmarknad med allmänhetens förtroende är en förutsättning för tillväxt och välbefinnande. Det framgår även att förekomsten av marknadsmissbruk skadar det förtroende som allmänheten har för värdepappersmarknaden.⁵⁷ Anledningen till varför allmänhetens förtroende är nödvändigt för marknaden anknyter till föregående avsnitt. Om allmänheten inte är villig att investera får företagen inget nytt och riskvilligt kapital, vilket kan resultera i minskad tillväxt och försämrad avkastning på allmänhetens investeringar. Allmänhetens förtroende för marknaden innebär inte enbart en kapitalanskaffningsmöjlighet för företag utan även att kostnaderna för företagens investeringar hålls på en rimlig nivå. Allmänhetens förtroende kan därmed beskrivas som en förutsättning för att vilja investera och för att hålla nere företagens investeringskostnader.⁵⁸

Det är tydligt att allmänhetens förtroende är av mycket stor betydelse för värdepappersmarknadens funktion. Redan i detta stadium kan frågan ställas vem som avses med allmänheten och vem som skyddas av emittenters offentliggörandeskyldighet. Detta återkommer i uppsatsen gällande olika aktörers möjlighet att tillgodogöra sig information. Detta är av betydelse för problematiseringen av kraven i MAR utifrån värdepappersmarknadens och informationsregleringens syfte.

⁵⁶ Se Örtengren (2018), s. 29 f.

⁵⁷ Se punkt 2 i skälen till MAR.

⁵⁸ Se Sevenius och Örtengren (2017), s. 34.

4.3 Informationsregleringens syfte

Syftet med emittenters offentliggörandeskyldighet är att alla aktörer på marknaden, oavsett om det är enskilda investerare eller professionella aktörer, i vart fall i teorin, ska ha tillgång till samma informationsunderlag i största möjliga utsträckning.⁵⁹ Emittentens skyldighet att offentliggöra insiderinformation motverkar insiderhandel och att aktörer på marknaden vilseleds.⁶⁰ När insiderinformation har offentliggjorts på ett korrekt sätt är det inte längre insiderinformation. Det är därför enligt min uppfattning möjligt att tala om en koppling mellan emittenters skyldighet att offentliggöra insiderinformation och förebyggandet av insiderhandel. Emittenters informationsgivning skapar även förutsättningar för en korrekt prissättning. Med en korrekt prissättning avses att priset rationellt återspeglar all aktuell information om aktien och emittenten.⁶¹

Informationsgivning syftar till att investerare ska kunna fatta välgrundade investeringsbeslut om emittenten vilket kräver en snabb tillgång till information som kan påverka bedömningen. En emittent som riktar sig till allmänheten för kapitalanskaffning ska inte kunna utnyttja informationsasymmetrier genom att offentliggöra information selektivt och därmed inverka på investerares beslutsunderlag.⁶² En felaktig eller bristfällig informationsgivning kan riskera att skada allmänhetens förtroende vilket innebär att den effektiva allokeringen av riskvilligt kapital försämras. Detta innebär i förlängningen att emittenters investeringskostnader kommer att öka vilket kan begränsa utvecklingen.⁶³

Trots att skyldigheten att offentliggöra insiderinformation och förbuden mot marknadsmissbruk verkar för samma övergripande syften är det möjligt att tala om ett snävare syfte för exempelvis offentliggörandeskyldigheten och förbudet mot insiderhandel. Lau Hansen liknade förbuden och

⁵⁹ Se Söderström (2019), s. 18.

⁶⁰ Se punkt 49 i skälen till MAR.

⁶¹ Se Sevenius och Örtengren (2017), s. 35.

⁶² Se Ds 2006:6 s. 82.

⁶³ Se Prop. 1991/92:113 s. 57.

skyldigheterna som återfinns i MAR vid hammare och såg. Båda kan samverka för att bygga ett hus (uppnå syftet), där varje verktygs egenskap är avgörande för att uppnå det övergripande syftet.⁶⁴

Emittenters skyldighet att offentliggöra insiderinformation motverkar den informationsasymmetri som föreligger när det finns insiderinformation.⁶⁵ En informationsasymmetri råder när en part har mer information om exempelvis en emittent än en annan part.⁶⁶ Förekomsten av insiderinformation innebär en risk för insiderhandel, det vill säga att någon handlar med ett finansiellt instrument med tillgång till insiderinformation.⁶⁷ Förekomsten av insiderhandel riskerar vidare att skada allmänhetens förtroende för marknaden.⁶⁸ Att minska risken för insiderhandel kan därmed bidra till att upprätthålla allmänhetens förtroende.

Lau Hansen framför att information har en speciell roll på värdepappersmarknaden. Aktien är något som i sig utgör information om en investering då prissättningen baseras på information om emittentens finansiella situation under en överskådlig framtid.⁶⁹ Informationsregleringen ger aktörer möjlighet att reagera på dels informationen som sådan och dels på prissättningen om denna är korrekt.

Informationsregleringens syfte kommer till uttryck i flera mål från EU-domstolen, däribland *Geltl*-målet. EU-domstolen framförde i *Geltl*-målet att syftet med regleringen är att garantera finansmarknadernas integritet och att höja investerarnas förtroende för dem.⁷⁰ I målet *Lafonta* framförde domstolen att investerarnas förtroende för finansmarknaderna bland annat bygger på att investerarna tillförsäkras likabehandling och ett skydd mot

⁶⁴ Se Lau Hansen (2016), s. 5.

⁶⁵ Se t.ex. punkt 23 och 49 i skälen till MAR.

⁶⁶ Se Knuts (2010), s. 32.

⁶⁷ Se Söderström (2019), s. 19.

⁶⁸ Se punkt 23 i skälen till MAR.

⁶⁹ Se Lau Hansen (2018), s. 100 f.

⁷⁰ Se C-19/11 *Markus Geltl mot Daimler AG*, EU:C:2012:397, p. 24, 33 och 34.

obehörigt utnyttjande av insiderinformation.⁷¹ Detta kommer till uttryck i artikel 1 MAR. Det framgår där att förordningen utgör ett regelverk för att förhindra marknadsmissbruk, säkerställa finansmarknadernas integritet och förbättra skyddet för investerare och förtroendet för marknaderna.

4.4 Förhållandet mellan information och prisbildning

4.4.1 Teorin om den effektiva marknaden

Avsikten med följande tre avsnitt är att presentera teorier och iakttagelser angående prisbildning och information. Avsnitten underbygger analysen om varför emittenter är skyldiga att offentliggöra insiderinformation på värdepappersmarknaden.

En teori som behandlar förhållandet mellan information och prisbildning är hypotesen om den effektiva marknaden (*Efficient Market Hypothesis*, EMH-teorin). Det som utmärker en effektiv marknad är att priset alltid återspeglar all tillgänglig information.⁷² Informationsregleringen kan ses som ett medel för att förhindra insiderhandel och därmed upprätthålla en prissättning som är korrekt utifrån den information som är allmänt känd. Viss kritik har riktats mot teorin. Exempelvis innebär icke-diskriminerande informationsgivning inte att alla aktörer har samma möjlighet att tillgodogöra sig informationen.⁷³ Tanken om en icke-diskriminerande tillgång till information kan liknas vid den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen. Enligt juristen och ekonomen Jenny Keisu är det i detta fall tal om en marknadsrättslig likhetsprincip som till följd av resonemang om allmänhetens förtroende även omfattar potentiella investerare.⁷⁴

⁷¹ Se C-628/13 *Jean-Bernard Lafonta mot Autorité des marchés financiers*, EU:C:2015:162, punkt 21. Se även C-45/08 *Spector Photo Group NV och Chris Van Raemdonck mot Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)*, EU:C:2007:272, punkt 47.

⁷² Se Fama (1970), s. 383.

⁷³ Se Eklund och Stattin (2016) s. 411.

⁷⁴ Se Keisu (2009), s. 21 och 4 kap. 1 § Aktiebolagslagen (2005:551).

Doktorand Karin Eklund och professor Daniel Stattin framför att skillnader i möjligheten att tillgodogöra sig informationen kan betraktas ur ett tidsmässigt och ett kunskapsmässigt perspektiv.⁷⁵ Möjligheterna att tillgodogöra sig information skiljer sig åt beträffande hur snabbt aktören kan tillgodogöra sig information och hur aktören förstår och tolkar informationen. Utöver EMH-teorin finns det teorier som talar för att marknaden inte alltid reagerar rationellt på information. Exempelvis kan psykologiska och sociala aspekter få betydelse för investerares beslut enligt modernare beteendekonomiska teorier.⁷⁶

Werner De Bondt identifierar fyra skillnader beträffande kunskap mellan individuella och professionella investerare. Skillnaderna handlar om investerarens uppfattning av mönster för prisförändringar, uppfattningen om aktiens värde, hantering av risk och hur psykologiska aspekter inverkar på handeln. Den psykologiska aspekten avser exempelvis skillnader i ordertekniker som begränsar inverkan av investerarens känslor vid handel med värdepapper.⁷⁷ Ett exempel är användning av ”stop loss”-ordrar⁷⁸.

De Bondt lyfter frågan om vilken betydelse det har att individuella investerare inte agerar rationellt. För det första kan ett bristande finansiellt agerande påverka allmänhetens finansiella välmående eftersom delar av ansvaret för exempelvis säkrande av pension placerats hos individen. För det andra kan investerares agerande på marknaden påverka vad som sker på marknaden. Detta innebär att det skulle vara olämpligt att tala om en modell för marknadsbeteende baserat på rationalitet. Vilken nivå av rationalitet som går att räkna med på marknaden är dock svårt att anta enligt De Bondt.⁷⁹

⁷⁵ Se Eklund och Stattin (2016), s. 411.

⁷⁶ Se Cronqvist och Jiang (2017), s. 45 ff.

⁷⁷ Se De Bondt (1998), s. 832 f. och 837.

⁷⁸ Stop-loss är en orderteknik som kan innebära att en order skickas till marknaden när kursen når en nivå som aktören angett på förhand.

⁷⁹ Se De Bondt (1998), s. 841 f.

Eklund och Stattin presenterar en teori som sannolikt beskriver aktiemarknadens funktion mer realistiskt sett till olika aktörers möjlighet att tillgodogöra sig information. Teorin kallas hypotesen om den ineffektiva marknaden (*Inefficient Market Hypothesis*, IMH-teorin) och är mer psykologiskt inriktad jämfört med EMH-teorin. Eklund och Stattin framför att IMH-teorin beskriver hur marknaden fungerar på ett praktiskt plan, men att teorin är svår att lägga till grund för en reglering. IMH-teorin har sin grund i de brister som finns i marknads hantering av information. Detta kan exempelvis gälla aktörers bristande rationalitet. EMH-teorin är trots sin teoretiska inriktning ett kraftfullt verktyg för att skapa en reglering som verkar för en fungerande värdepappersmarknad.⁸⁰

Det går att betrakta den effektiva marknaden som ett marknadsideal där priset fyller två viktiga funktioner. Gemensamt för dessa funktioner är att priset utgör en signal för resursallokering på marknaden. Signalen fyller en roll för både emittenter och investerare. För en emittent är det möjligt att fatta investeringsbeslut utifrån prissättningen. För en investerare innebär en prissättning som återspeglar tillgänglig information ett beslutsunderlag för valet att investera i emittentens aktie.⁸¹ En investerare kan därför enligt min uppfattning tänkas fästa tillit till aktiens prissättning vilket innebär att investerarens förtroende delvis baseras på att prissättningen är korrekt.

Det är möjligt att göra en koppling mellan marknads förväntningar och förhållandet mellan prissättning och information. Priset för en aktie förändras när information angående emittenten påverkar marknads förväntningar på emittentens framtid.⁸² Utifrån detta är det möjligt att tala om att marknads förväntningar på emittentens framtid, efter en utvärdering av tillgänglig information, återspeglas i prissättningen.

⁸⁰ Se Eklund och Stattin (2016), s. 412.

⁸¹ Se Fama (1970), s. 383 och Lau Hansen (2018), s. 100 f.

⁸² Se Lau Hansen (2018), s. 101.

Ur ett rättspolitiskt perspektiv är det möjligt att göra iakttagelser. För det första är det möjligt att iaktta en uppfattning om att alla aktörer inte har samma möjlighet att tillgodogöra sig information. Detta kan enligt min uppfattning betraktas som att skyldigheten att offentliggöra insidereinformation för att upprätthålla allmänhetens förtroende främst gynnar professionella aktörer baserat på deras överlägsna kunskaper. I sammanhanget går det att göra iakttagelser om hur aktieägandet är fördelat mellan privata investerare (hushåll) och professionella aktörer. Statistik visar att enbart 11,8 % av aktier i bolag noterade på svenska marknadsplatser ägs av hushållen.⁸³ Även detta tyder på att professionella investerare står i centrum beträffande vem eller vilka som skyddas av regelverket. Enligt min uppfattning kan det dock inte uteslutas att regelverket får en effekt som innebär att skillnaden mellan professionella analytiker och enskilda investerare minskar. Denna synpunkt baseras på att offentliggörandet i viss utsträckning blir standardiserat och potentiellt enklare att tillgodogöra sig till följd av MAR.

4.4.2 Konkurrens om information

Lau Hansen framför att det är konkurrens om den information som offentliggörs på marknaden. Detta går att koppla till resonemangen om vem regleringen är avsedd att skydda och vilka aktörer som i praktiken gynnas av regleringen. De aktörer som först kan beakta informationen och agera utifrån den har en fördel mot övriga aktörer. Lau Hansen framför att detta är en möjlighet till att skapa vinster, vilket blir ett incitament som resulterar i effektivitet. Att andra aktörer inte agerat lika snabbt och klokt på informationen innebär inga påtagliga problem för marknaden eftersom en effektivitet trots allt upprätthålls.⁸⁴

⁸³ Se Statistiska centralbyrån (SCB) och Finansinspektionen, 'Aktieäggande i bolag noterade på svensk marknadsplats, juni 2019', tabell 1.

⁸⁴ Se Lau Hansen (2018), s. 181 f.

En uppfattning om att enbart skickliga analytiker kan lyckas på värdepappersmarknaden kan innebära att privata investerare avstår från att investera på egen hand. Detta kan potentiellt vara ett problem i förhållande till allmänhetens vilja att investera riskvilligt kapital. Lau Hansen framför att de skadliga effekterna är begränsade i detta fall eftersom det inte avskräcker massan av professionella aktörer från att investera samtidigt som privata investerare kan ta hjälp av professionella aktörer. En privat investerare kan använda professionella aktörer som rådgivare eller själv handla med tilltro till att prissättningen speglar de professionella aktörernas bedömning gällande aktien.⁸⁵

Problematik uppstår när det är tal om information som Lau Hansen benämner monopolistisk information. Monopolistisk information är information som är tillgänglig för en marknadsaktör, men inte för övriga. Det kan därmed vara tal om insiderinformation. Lau Hansen framför att handel med vetskap om insiderinformation kan få stora negativa följder för en effektiv resursallokering eftersom insiderinformation kan användas för att uppnå en orimlig prissättning. Dessutom drabbar informationsasymmetrin även professionella aktörer på marknaden.⁸⁶

Att professionella investerare i praktiken har större möjlighet att tillvarata information möjliggör några iakttagelser. Det går att reflektera över vem som har ett övertag över professionella analytiker vid konkurrensen om information på marknaden. Enligt min uppfattning är det tydligt att det är tal om personer med tillgång till insiderinformation.

Det är möjligt att ifrågasätta om skillnaden mellan aktörers möjlighet att tillgodogöra sig information påverkas av teknisk utveckling. Här kan förekomsten av högfrequenshandel och algoritmhandel nämnas. Vid algoritmhandel genererar system orderläggningar till marknaden efter förutbestämda parametrar medan det vid högfrequenshandel används

⁸⁵ Se Lau Hansen (2018), s. 181.

⁸⁶ Se Lau Hansen (2018), s. 182.

avancerad hård- och mjukvara för att utnyttja felprissättningar. Finansinspektionen framförde i en rapport från 2012 att de nämnda handelsstrategierna inte utgjorde så stor fara som befarats. Finansinspektionen konstaterade att frågor om denna typ av handel skulle ses över i framtida EU-regelverk. Enligt Finansinspektionen ska dock oron för ökat marknadsmissbruk tas på allvar.⁸⁷ Idag finns regelverk för företag som ägnar sig åt algoritmisk handel och högfrequenshandel för att öka förtroendet för de europeiska värdepappersmarknaderna.⁸⁸ Detta talar enligt min uppfattning för att målsättningen om icke-diskriminerande tillgång till information och allmänhetens förtroende inte raderas av högteknologisk aktiehandel. Det framgår dock av MAR att den tekniska utvecklingen har förändrat det finansiella landskapet, vilket motiverade en ny reglering.⁸⁹

4.4.3 Informationsasymmetri på marknaden – Akerlofs citronteori

I artikeln 'Market for "lemons"' visar Akerlof med ett exempel gällande begagnade bilar vilka problem som kan uppkomma på marknaden när säljaren har ett informationsövertag över köparen angående varans kvalitet. Det finns då en informationsasymmetri mellan köpare och säljare. Köparen kan inte veta om bilen döljer allvarliga fel (är en "lemon"). Eftersom säljaren inte kan övertyga köparen om att bilen inte är en dålig bil kan säljaren inte sälja bilen till priset motsvarande en felfri bil. En säljare av en dålig bil ser däremot en fördel i att sälja sin bil på marknaden. Priset för en dålig respektive en bra bil är nämligen samma på marknaden. Detta resulterar i att ägare till dåliga bilar bjuder ut sina bilar på marknaden samtidigt som ägare till bra bilar avstår från att sälja sina bilar. Osäkerheten som följer av informationsasymmetrin mellan köpare och säljare resulterar i en marknad med enbart dåliga bilar.⁹⁰

⁸⁷ Se Finansinspektionen (2012), 'Kartläggning av högfrequens- och algoritmhandel', s. 4 ff.

⁸⁸ Se Finansinspektionen, 'Mifid/Mifir. Reglerna i korthet' och Finansinspektionen, 'Om Mifid/Mifir'.

⁸⁹ Se skäl 3 till MAR.

⁹⁰ Se Akerlof (1970), s. 489 ff.

Lau Hansen framför att det utgör en lemon-effekt om privata investerare med vetskap om professionella aktörers övertag på marknaden avstår från att investera.⁹¹ Enligt min uppfattning är det tydligt att det finns ett värde i att förebygga informationsasymmetrier.

Professor Mårten Knuts framför i sin doktorsavhandling att förebyggande av informationsasymmetrier resulterar i en minskad osäkerhet på marknaden vilken innebär en minskad risk för marknads aktörer. En ökad förutsebarhet verkar för en effektivitet på marknaden.⁹² Akerlof framför att det kan vara möjligt att minska effekterna av en informationsasymmetri genom exempelvis statliga ingripanden.⁹³ Även om offentliggörande av insiderinformation motverkar informationsasymmetrier är det inte givet att alla offentliggöranden bidrar till ökad effektivitet och likviditet på marknaden. Om investerare är osäkra på informationens tillförlitlighet och en jämförelse mellan olika investeringsalternativ försvåras, finns det en risk för att dessa avstår från att investera. Detta resulterar i en minskad likviditet på marknaden. Vidare kan offentliggöranden, om de är standardiserade och tillförlitliga, få en positiv effekt på marknads likviditet.⁹⁴

4.5 Den periodiska rapporteringens betydelse för marknaden

Periodisk rapportering kan definieras som att marknaden på återkommande basis förses med information om emittenten.⁹⁵ En emittent med aktier upptagna till handel på Nasdaq Stockholms handelsplats ska enligt emittentregelverket offentliggöra delårsrapporter kvartalsvis.⁹⁶ Eftersom uppsatsen behandlar emittentens skyldighet att offentliggöra insiderinformation inför en delårsrapport ska betydelsen av den periodiska rapporteringen undersökas.

⁹¹ Se Lau Hansen (2018), s. 181.

⁹² Se Knuts (2010), s. 33.

⁹³ Se Akerlof (1970), s. 488. Jfr. Keisu (2009), s. 19 f.

⁹⁴ Se Brinckmann (2017), s. 268.

⁹⁵ Se Brinckmann (2017a), s. 312.

⁹⁶ Se Regelverk för emittenter Nasdaq Stockholm 1 januari 2019, punkt. 3.3.2.

Lau Hansen har kommenterat kraven på emittentens hantering av insiderinformation inför en delårsrapport i förhållande till regelverket beträffande periodisk rapportering. Enligt Lau Hansen kan vara svårt för en emittent att avgöra om information måste offentliggöras enligt öppenhetsdirektivet, det vill säga i delårsrapporten, eller enligt MAR. Enligt Lau Hansen är planerade offentliggöranden mycket användbara eftersom investerare och analytiker i förhand är medvetna om delårsrapporten. Detta innebär att de kan förbereda sig och avsätta tid för att analysera delårsrapporten. Det ger även en icke-diskriminerande tillgång till informationen i delårsrapporten eftersom tiden för offentliggörandet är känt i förtid. Enligt Lau Hansen fyller den planerade informationsgivningen därför en viktig roll för att upprätthålla en effektiv marknad.⁹⁷ Emittentens finansiella kalender är enligt min uppfattning viktig i sammanhanget.⁹⁸ Information från emittentens regelbundna finansiella rapportering utgör betydelsefull information för ett investeringsbeslut.⁹⁹

Öppenhetsdirektivet, som implementerats genom LvpM, ställer krav på att emittenter ska offentliggöra halvårsrapporter.¹⁰⁰ Direktivets krav på halvårsrapporter från emittenter verkar för att investerare ska kunna göra välgrundade bedömningar angående emittentens situation.¹⁰¹

Om information har bedömts utgöra insiderinformation inträder skyldigheten för emittenten att offentliggöra insiderinformationen så snart som möjligt, utan någon förvarning till marknaden.¹⁰² Denna skyldighet förutsätter att emittenten inte har en frihet att skjuta upp offentliggörandet. Skyldigheten innebär att offentliggörandet kan behöva ske före datumet då marknaden förväntar sig att emittenten ska offentliggöra sin delårsrapport. Enligt Lau Hansen kan ett sådant offentliggörande överraska marknadens aktörer. Detta kan i sin tur hindra den icke-diskriminerande tillgången till

⁹⁷ Se Lau Hansen (2017), s. 36.

⁹⁸ Se Regelverk för emittenter Nasdaq Stockholm 1 januari 2019, punkt. 3.3.15.

⁹⁹ Se Prop. 2006/07:65 s. 103.

¹⁰⁰ Se Öppenhetsdirektivet, artikel 5.

¹⁰¹ Se skäl 11 till Öppenhetsdirektivet.

¹⁰² Se närmare om detta i avsnitt 5 och 6.

information som det planerade offentliggörandet innebär.¹⁰³ Det är relevant att understryka de skyddsintressen som uppställs angående offentliggörandeskyldigheten och betydelsen av allmänhetens förtroende.

Det synsätt som Lau Hansen presenterar tyder på att det finns ett värde för marknadens effektivitet att låta information presenteras i delårsrapporter som är väntade av marknaden. Då detta verkar för en icke-diskriminerande tillgång till informationen kan det enligt min uppfattning bidra till att upprätthålla allmänhetens förtroende.

4.6 Sammanfattande slutsatser

Avsikten med detta avsnitt var att undersöka varför emittenter är skyldiga att offentliggöra insiderinformation på värdepappersmarknaden. Det kan konstateras att allmänhetens förtroende är en förutsättning för en fungerande och effektiv värdepappersmarknad. Det framgår att värdepappersmarknadens syfte att hantera risk och allokera kapital bland annat är beroende av allmänhetens förtroende och en korrekt prissättning. Det finns även ett värde i att marknadens aktörer känner till när information offentliggörs eftersom möjligheterna att utvärdera informationen ökar.

En korrekt prissättning är betydelsefull för både emittenters och investerares investeringsbeslut. Utan en prissättning som återspeglar tillgänglig information får investerare ett bristande beslutsunderlag vilket kan påverka investerarens beslut. En insikt om att priset inte återspeglar all tillgänglig information kan resultera i att en investerare väljer att inte investera på marknaden. Det innebär att allmänhetens förtroende har tagit skada. Skulle allmänhetens förtroende skadas riskerar företagens investeringskostnader att öka eftersom allmänheten inte är villig att satsa kapital i samma utsträckning. Detta kan påverka tillväxten negativt eftersom det blir svårare och dyrare för företag att finansiera nya projekt. En minskad tillväxt kan få negativa konsekvenser för samhällsekonomin.

¹⁰³ Se Lau Hansen (2017), s. 36.

5 Insiderinformation

5.1 Insiderinformation inom MAR

För att besvara frågan om när emittenten har en skyldighet att offentliggöra information enligt artikel 17.1 MAR inför ett planerat offentliggörande av en delårsrapport ska två bedömningar analyseras. Emittentens första bedömning är huruvida informationen utgör insiderinformation enligt artikel 7 MAR. Om informationen bedöms utgöra insiderinformation inträder en offentliggörandeskyldighet enligt artikel 17.1 MAR. En närstående fråga är vilken fördröjning som tillåts när en sådan skyldighet föreligger enligt artikel 17.1 MAR. Den andra bedömningen är om emittenten kan skjuta upp offentliggörandet av insiderinformationen.

Enligt Ventrizzo och Picciau har regleringen mot marknadsmissbruk utvecklats till ett omfattande regelverk med syftet att säkerställa marknadsintegritet och allmänhetens förtroende för marknaden. Utifrån ett systematiskt perspektiv anser Ventrizzo och Picciau att definitionen av insiderinformation ska tolkas i enlighet med dessa syften.¹⁰⁴ Definitionen är avgörande för tillämpningen av MAR eftersom flertalet av förordningens krav avser information som bedömts utgöra insiderinformation.¹⁰⁵ Av skälen till MAR framgår det att en målsättning var att öka rättssäkerheten för marknadsaktörer genom en mer detaljerad definition.¹⁰⁶

Vad som teoretiskt ska anses utgöra insiderinformation har varit föremål för diskussion länge.¹⁰⁷ Definitionen är fortsatt under diskussion och ESMA har under oktober 2019 initierat en översyn av MAR med rapportering till kommissionen under våren 2020. Enligt underlaget ska bland annat emittenters praktiska uppfattning av definitionen undersökas.¹⁰⁸

¹⁰⁴ Se Ventrizzo och Picciau (2017), s. 187 f. och avsnitt 4.3.

¹⁰⁵ Se Schmauch (2018), s. 80.

¹⁰⁶ Se punkt 18 i skälen till MAR.

¹⁰⁷ Se Eklund och Stattin (2016), s. 411.

¹⁰⁸ Se ESMA70-156-1459, fråga 13 och 14.

5.2 Definitionen av insiderinformation

5.2.1 Inledning

Enligt artikel 7.1 MAR är det fyra rekvisit som ska vara uppfyllda för att information ska utgöra insiderinformation. Begreppet insiderinformation bedömdes utifrån samma kriterier i MAD, varför det enligt min uppfattning är relevant att även beakta material om MAD. Enligt MAR är insiderinformation sådan information som:

- är av specifik natur,
- inte har offentliggjorts,
- direkt eller indirekt rör emittenten, och
- som sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset om den offentliggjordes.

EU-domstolen har fastslagit att kriterierna i artikel 7 MAR är oberoende av varandra och utgör minimivillkor.¹⁰⁹ Nasdaq framför att bedömningen angående insiderinformation ska göras ”från fall till fall, i ljuset av informationens karaktär, det finansiella instrumentet, emittentens verksamhet och historik samt omständigheterna i övrigt”.¹¹⁰ Detta tyder på att en bred bedömning ska göras.

Även Torsten Örtengren, verksam som rådgivare i börsrättsliga frågor, framför att bedömningen ska göras från fall till fall. Örtengren anser att beslutets eller händelsens förväntade omfattning eller betydelse i förhållande till hela bolagets verksamhet ska bedömas. Bedömningen ska enligt Örtengren göras bolagsspecifikt, inbegripet tidigare kursutveckling vid liknande offentliggöranden, branschtillhörighet och marknadsutveckling. Örtengren listar ett antal punkter som enligt börsen kan utgöra insiderinformation, som exempelvis väsentlig förändring av resultat eller finansiell ställning. Angående bedömningen om väsentlig förändring av

¹⁰⁹ Se C-19/11 *Markus Gelzl mot Daimler AG*, EU:C:2012:397, punkt 53.

¹¹⁰ Se Nasdaq Stockholm, Issuer Rules Frequently Asked Questions (FAQ), punkt 1.18.

resultat och finansiell ställning framför Örtengren ett antal faktorer som ska beaktas. Senast offentliggjorda information om resultat och eventuella framåtblickande uttalanden från emittenten ska beaktas. En sammanställning av analytikernas förväntningar är inte avgörande för bedömningen.¹¹¹

Nasdaq framför att signifikanta avvikelser gällande väntad finansiell utveckling kan utgöra insiderinformation.¹¹² Om emittenten rimligen förväntar sig att resultatet eller den finansiella ställningen kommer avvika väsentligt från en offentliggjord prognos måste avvikelsen offentliggöras om den utgör insiderinformation, en så kallad *vinstvarning*.¹¹³ Insiderinformation som avser emittentens finansiella resultat, ställning eller utveckling benämns som finansiell insiderinformation i uppsatsen.

Eklund och Stattin framför att emittenten bör beakta om information om tidigare liknande åtgärder eller händelser har offentliggjorts.¹¹⁴ Detta talar enligt min uppfattning för att emittenter inte enbart ska beakta innehållet i tidigare informationsgivning utan även huruvida informationsgivning tidigare skett i liknande fall. Det finns dock begränsningar i detta resonemang. Å ena sidan förväntar sig potentiellt marknadens aktörer att information offentliggörs vid vissa typer av händelser eller omständigheter. Å andra sidan är bedömningen om insiderinformation och offentliggörande så pass beroende av omständigheter i det enskilda fallet att det kan vara svårt att tala om att information måste offentliggöras eftersom offentliggöranden skett vid liknande tillfällen tidigare.

¹¹¹ Se Örtengren (2017), s. 193 f.

¹¹² Se Nasdaq Stockholm, Issuer Rules Frequently Asked Questions (FAQ), punkt. 1.18.

¹¹³ Se Nasdaq Stockholm, Issuer Rules Frequently Asked Questions (FAQ), punkt. 1.6 och 1.34.

¹¹⁴ Se Eklund och Stattin (2016), s. 417.

5.2.2 Information som inte offentliggjorts

Kravet på att informationen inte offentliggjorts innebär enligt Schmauch att informationen inte offentliggjorts och blivit tillgänglig för allmänheten på det sätt som framgår av artikel 17 i MAR. Det handlar därmed om information som inte offentliggjorts på ett sätt som gett allmänheten snabb tillgång till informationen, möjlighet att göra korrekta bedömningar i rätt tid på ett icke-diskriminerande sätt. Bedömningen är objektiv utifrån omständigheter i det enskilda fallet.¹¹⁵ Varje medlemsstat ska specificera tillvägagångssättet för offentliggörande genom en utsedd mekanism, vilket för svenskt vidkommande utgörs av ett offentliggörande genom Finansinspektionens börss databas.¹¹⁶

Enligt Schmauch utgör information som inte offentliggjorts enligt kraven i MAR fortfarande insiderinformation enligt artikel 7 MAR. Spridning av information genom ryktesspridning och informationsläckage är enligt artikel 17.7 och 17.8 MAR inget som kan ersätta skyldigheten att offentliggöra informationen på ett korrekt sätt.¹¹⁷ Ett offentliggörande i enlighet med MAR innebär i praktiken enligt Nasdaq att emittenten ska offentliggöra informationen genom ett pressmeddelande. Det är då informationen anses offentliggjord i förhållande till emittentens offentliggörandeskyldighet.¹¹⁸

5.2.3 Information som direkt eller indirekt rör emittenten

Att informationen direkt eller indirekt ska röra emittenten är ett krav på samband mellan informationen och emittenten. Exempel på information med ett indirekt samband med emittenten är det allmänna ränteläget och nya skatteregler. Information som direkt rör emittenten kan exempelvis vara viktiga avtal som slutits eller en vinstvarning inför en svag delårsrapport.

¹¹⁵ Se Schmauch (2018), s. 83.

¹¹⁶ Se artikel 17.1 2 st. MAR och Schmauch (2018), s. 201.

¹¹⁷ Se Schmauch (2018), s. 201.

¹¹⁸ Se Nasdaq Stockholm, Issuer Rules Frequently Asked Questions (FAQ), punkt. 1.2 och Örtengren (2017), s. 195 f.

Enligt Schmauch ger kravet inte uttryck för en snäv tolkning.¹¹⁹ En mycket viktig iakttagelse är att det enbart är insiderinformation med ett direkt samband med emittenten som aktualiserar en offentliggörandeskyldighet enligt artikel 17.1 MAR.¹²⁰ Information som direkt rör emittenten utgör generellt information om emittenten snarare än information om den aktuella marknaden i allmänhet.¹²¹

5.2.4 Information av specifik natur

I artikel 7.2 MAR beskrivs när information anses vara av specifik natur. Det framgår att informationen är 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 informationen är tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på priserna på finansiella instrument.

En aspekt att reflektera över är vilken sannolikhetsgrad som krävs för att information ska anses vara specifik när den avser en inte redan inträffad händelse eller föreliggande omständigheter. Eklund och Stattin framför att det rimliga vore att förvänta sig att det krävs en relativt hög grad av sannolikhet för att informationen ska omfattas.¹²² Något grund för slutsatsen presenteras inte. Det som talar för slutsatsen är enligt min uppfattning att information om potentiella omständigheter eller händelser är förenad med ett osäkerhetsmoment. Offentliggörande av osäker information kan vilseleda marknaden vilket inte är förenligt med regleringens syfte.

¹¹⁹ Se Schmauch (2018), s. 84.

¹²⁰ Se artikel 17.1 MAR, jfr. artikel 7 MAR.

¹²¹ Se Ventoruzzo och Picciau (2017), s. 199.

¹²² Se Eklund och Stattin (2016), s. 414.

Investerare har enligt min uppfattning större möjligheter att bedöma informationen ju högre krav som ställs på dess specifika karaktär. Investerare som har större möjlighet att bedöma informationen skapar troligtvis en prissättning som reflekterar informationen mer korrekt vilket bidrar till att upprätthålla allmänhetens förtroende. Kravet kan därför enligt min uppfattning utgöra ett medel för att undvika att marknaden övervältras med information vars relevans marknaden själv behöver utvärdera. Advokat Erik Sjöman framför att kravet på informationens specifika natur förmodligen inte är särskilt högt ställt.¹²³

Enligt EU-domstolen ska rimlighetsbedömningen angående framtida händelser eller omständigheter göras utifrån en helhetsbedömning av faktorerna i det enskilda fallet. Enligt domstolen ska begreppet ”rimligtvis” inte tolkas som att det måste bevisas att sannolikheten för omständigheterna eller händelsen är stor. Avgörande är om helhetsbedömningen visar att det finns faktiska utsikter för att händelsen eller omständigheterna kommer att inträffa. Vilken grad av sannolikhet som krävs är enligt domstolen inte beroende av hur stor effekt omständigheterna eller händelsen potentiellt får på priset.¹²⁴ Inom litteraturen finns en uppfattning om att informationen är specifik när sannolikheten är större för att händelsen inträffar än att den inte inträffar.¹²⁵ Rimlighetsbedömningen beträffande en framtida händelse eller framtida omständigheter innefattar ett mått av uppskattning.¹²⁶

Angående steg under en process framgår följande av artikel 7.2 MAR:

”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.”¹²⁷

¹²³ Se Sjöman (2019), s. 884.

¹²⁴ Se C-19/11 *Markus Geltl mot Daimler AG*, EU:C:2012:397, punkt 45 och 46.

¹²⁵ Se Di Noia och Gargantini (2012), s. 495 f. och Ventoruzzo och Picciau (2017), s. 192.

¹²⁶ Se Ventoruzzo och Picciau (2017), s. 191.

¹²⁷ Se artikel 7.2 MAR.

Det framgår av MAR att en ensam omständighet inte kan utgöra insiderinformation under en process.¹²⁸ Det framgår att det krävs ett mellanliggande steg som syftar till att resultera i en händelse eller omständigheter som kan utgöra specifik information. Det är inte enbart steg under processen som redan föreligger eller har inträffat som omfattas, utan även steg som rimligtvis kan förväntas inträffa.¹²⁹ Bedömningen utgörs av en övergripande bedömning av faktorer som föreligger vid den aktuella tidpunkten. Informationen måste även uppfylla övriga kriterier för insiderinformation.¹³⁰ Därmed är frågan om insiderinformation ständigt aktuell under en process.

Inför en delårsrapport är det möjligt att tala om arbetet med delårsrapporten som en process, där ett steg i processen skulle kunna utgöra insiderinformation. Frågan uppstår då om enskilda delar av delårsrapporten måste offentliggöras så snart som möjligt om de utgör insiderinformation eller om rapporten kan offentliggöras enligt emittentens finansiella kalender. Denna situation undersöks närmare senare i uppsatsen.

Schmauch uttrycker att kravet på att informationen måste vara tillräckligt specifik för att möjliggöra slutsatser om effekter på aktiens pris inte innebär att det måste vara möjligt att avgöra i vilken riktning aktiepriset påverkas.¹³¹ I målet Lafonta konstaterade domstolen att informationen kan anses specifik även om det inte är klart i vilken riktning priset troligtvis kommer att förändras.¹³² Ventrizzo och Picciau framför att information kan motsvara marknadens förväntningar vilket innebär att informationen får en effekt på priset utan att skapa en prisrörelse.¹³³ Det tyder på en skillnad mellan en effekt på priset och en prisförändring. Information är dock typiskt insiderinformation eftersom det står i kontrast mot marknadens

¹²⁸ Se skäl 16 till MAR.

¹²⁹ Se Schmauch (2018), s. 89.

¹³⁰ Se artikel 7.3 MAR.

¹³¹ Se Schmauch (2018), s. 88 f..

¹³² Se C-628/13 *Jean-Bernard Lafonta mot Autorité des marchés financiers*, EU:C:2015:162, punkt 30

¹³³ Se Ventrizzo och Picciau.(2017), s. 192.

förväntningar vilket skapar en prisrörelse vid offentliggörandet. Utifrån detta framför Ventoruzzo och Picciau att det avgörande är huruvida informationen potentiellt skapar en prisnivå som väsentligt avviker från vad som slutligen skulle blivit fallet om informationen inte offentliggjorts och om denna effekt skulle kunna identifieras i förväg.¹³⁴

5.2.5 Väsentlig inverkan på priset

Av artikel 7.4 MAR framgår det att information som sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset är sådan information som en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja som en del i sitt investeringsbeslut. Det är därmed tillräckligt att informationen utgör en del av grunden för beslutet.

Den förnuftiga investeraren kan beskrivas som en person som tänker och handlar rationellt.¹³⁵ Att bedöma den väsentliga inverkan på priset utifrån en procentuell förändring är inte aktuellt.¹³⁶ En inledande problematisering är att information kan ha en väsentlig inverkan på priset även när den förnuftiga investeraren sannolikt inte skulle använt informationen i sitt investeringsbeslut. Detta förklaras av irrationella spekulationer på marknaden. Spekulerande aktörer kommer överreagera på information som ur ett rationellt perspektiv inte är relevant. Att låta den förnuftiga investeraren influeras av hur icke förnuftiga aktörer agerar skulle dock undergräva resonemangen om den förnuftiga investeraren.¹³⁷ Detta resonemang kan kopplas till De Bondts iakttagelser om hur irrationellt agerande hos individuella investerare påverkar marknaden.¹³⁸

Det är klart att den förnuftiga investeraren avser en person som tänker och agerar rationellt. Denna person är kapabel att urskilja information som kan påverka avkastningen på investeringen från information som inte har en

¹³⁴ Se Ventoruzzo och Picciau (2017), s. 193.

¹³⁵ Se Di Noia och Gargantini (2012), s. 501.

¹³⁶ Se Schmauch (2018), s. 90.

¹³⁷ Se Ventoruzzo och Picciau (2017), s. 200 f.

¹³⁸ Se avsnitt 4.4.1.

sådan effekt.¹³⁹ Professorerna Ronald J. Gilson och Reinier Kraakman framförde i en artikel från 1984 att många investerare är för osofistikerade för att fullt ut dra nytta av information i redovisning som offentliggörs i rapporter.¹⁴⁰ Senare har professor Stefan J. Padfield framfört att den förnuftiga investeraren är en sofistikerad investerare.¹⁴¹

5.3 Uppkomsten av insiderinformation inför ett planerat offentliggörande

Finansinspektionen framför att delårsrapporter ofta innehåller insiderinformation. Det kan vara icke-offentliggjorda siffror, information om förhandlingar med kunder, processer i domstol eller andra händelser där information släpps i samband med delårsrapporten.¹⁴² Det kan dock vara så att delårsrapporten i sin helhet utgör insiderinformation.¹⁴³

Finansinspektionens synpunkter tydliggör att svåra frågor kan uppkomma när insiderinformation uppstår inför offentliggörandet av en delårsrapport. Finansinspektionen rekommenderar att emittenten beslutar om uppskjutet offentliggörande och vidtar de åtgärder som föreskrivs vid ett uppskjutet offentliggörande vid tveksamheter huruvida insiderinformation föreligger. Finansinspektionen framför även att exempelvis sammanställandet av en rapport som emittenten ska offentliggöra kan vara insiderinformation vars offentliggörande kan skjutas upp.¹⁴⁴

Synpunkterna från Finansinspektionen talar enligt min uppfattning för att uppskjutet offentliggörande och kraven för detta enligt artikel 17.4 MAR är relevant för att avgöra om det finns en skyldighet att offentliggöra insiderinformation inför delårsrapporten enligt artikel 17.1 MAR.

¹³⁹ Se Ventoruzzo och Picciau (2017), s. 202.

¹⁴⁰ Se Gillson och Kraakman (1984), s. 569 f.

¹⁴¹ Se Padfield (2007), s. 939.

¹⁴² Se Finansinspektionen, 'Frågor och svar om insiderinformation', punkt 3.2.

¹⁴³ Se Nasdaq Stockholm, Issuer Rules Frequently Asked Questions (FAQ), punkt 1.34.

¹⁴⁴ Se Finansinspektionen, 'Frågor och svar om insiderinformation', punkt 3.1 och 3.2.

Enligt min uppfattning går det att göra en distinktion mellan å ena sidan delårsrapporten i sin helhet och å andra sidan enskild information i delårsrapporten som kan utgöra insiderinformation. Örtengren framför att det idag inte är klart hur en rapport ska hanteras om den färdigställs innan datumet för det planerade offentliggörandet och bedöms utgöra insiderinformation.¹⁴⁵ Nasdaq är tydliga med att emittenten måste ta ställning till om enskilda delar av rapporten utgör insiderinformation eftersom det ska offentliggöras så snart som möjligt. Nasdaq understryker att rapporten i sin helhet kan utgöra insiderinformation, men klargör inte hur denna ska hanteras om den färdigställs före datumet för offentliggörande.¹⁴⁶

Tidigare konstaterades det att insiderinformation kan uppstå under en process vilket kan kopplas till Nasdaqs synpunkter enligt föregående stycke. Denna slutsats innebär att emittenten kan vara skyldig att offentliggöra information när en del av processen återstår. Den offentliggjorda informationen påverkar prissättningen utifrån hur marknadens aktörer agerar på informationen. Om processen därefter inte fortskrider som planerat kan marknadens förväntningar utifrån tidigare offentliggjord information vara felaktig. Vid offentliggörande av insiderinformation under en process är det därför enligt min uppfattning av stor vikt att emittenten löpande ställer sig frågan hur processen fortskrider sett till tidigare offentliggjord information.

Min uppfattning är att det finns en tredje grupp av insiderinformation som kan adderas till de två grupper som tidigare kunde urskiljas, nämligen insiderinformation som uppstår fristående från det sammanställande arbetet med delårsrapporten. Denna tredje grupp avser sådan information som enligt Finansinspektionen kan offentliggöras i samband med rapporten som exempelvis förhandlingar med kunder eller processer i domstol. Utifrån iakttagelserna i avsnitt 4.4 innebär offentliggörande av sådan information enligt min uppfattning inte den mest centrala i en delårsrapport till skillnad från information av finansiell karaktär.

¹⁴⁵ Se Örtengren (2017), s. 202.

¹⁴⁶ Se Nasdaq Stockholm, Issuer Rules Frequently Asked Questions (FAQ), punkt 1.34.

5.4 Sammanfattande slutsatser

I detta avsnitt har emittentens bedömning om huruvida information utgör insiderinformation undersökts. Emittentens bedömning kan resultera i två utfall. Om informationen bedöms utgöra insiderinformation är emittenten skyldig att offentliggöra insiderinformationen så snart som möjligt. Denna skyldighet förutsätter att offentliggörandet inte kan skjutas upp. Uppskjutet offentliggörande behandlas i avsnitt 7. Utgör informationen inte insiderinformation föreligger det ingen offentliggörandeskyldighet enligt artikel 17.1 MAR.

Som utgångspunkt inträder emittentens skyldighet att offentliggöra information enligt artikel 17.1 MAR när denna bedömts utgöra insiderinformation. Det finns enligt min uppfattning inget som i detta stadium tyder på att denna skyldighet påverkas av en stundande delårsrapport. Därmed är emittenten skyldig att offentliggöra information som utgör insiderinformation så snart som möjligt även inför en delårsrapport enligt artikel 17.1 MAR. Däremot finns det ett utrymme att diskutera vilken fördröjning som tillåts inom ramen för kravet ”så snart som möjligt” vilket ska analyseras i nästa avsnitt.

Att offentliggörandeskyldigheten kan inträda under en process enligt nuvarande definition kan enligt min uppfattning ses i förhållande till två aspekter. Dessa är emittentens möjlighet att skjuta upp offentliggörandet och marknadens möjlighet att tillgodogöra sig information. Krav på offentliggörande vid en tidig tidpunkt kan innebära att marknadens aktörer behöver utvärdera och analysera informationen i större utsträckning eftersom den aktuella händelsen potentiellt inte har inträffat än. Samtidigt krävs det att informationen exempelvis uppfyller kravet att vara av specifik natur.

Utifrån syftet med MAR är det motiverat att information kan utgöra insiderinformation i ett tidigt skede med beaktande av att risken för insiderhandel kan föreligga redan under en process. En offentliggörandeskyldighet i ett tidigt skede innebär enligt min uppfattning att möjligheten till uppskjutet offentliggörande måste ses som en motvikt i en avvägning mellan marknadens intresse av informationen och emittentens intressen. Möjligheten att skjuta upp ett offentliggörande kan vara av stor betydelse för emittenten och marknaden, inte minst inför offentliggörandet av delårsrapporten som arbetas fram i en process.

Slutligen kan det konstateras att bedömningen av informationens väsentliga inverkan på priset baseras på rationalitet genom att utgå från huruvida en rationell förnuftig investerare skulle använda informationen som en del i sitt investeringsbeslut. För det första utgör den förnuftiga investeraren en förenkling av aktörers agerande vilket enligt min uppfattning kan vara nödvändig. För det andra anser jag att bruket av rationalitet som referenspunkt är något som kan få en positiv effekt även för privata investerare med en sämre förmåga att tillgodogöra sig information. Anledningen till detta är, precis som kravet på informationens specifika natur, att marknaden inte övervältras med information som inte bedöms vara relevant för förnuftiga investerare i deras beslut. Detta innebär att en betydande del av arbetet med att utvärdera informationen om emittenten redan har utförts av emittenten själv. Detta kan innebära att de krav som uppställs i MAR bidrar till att allmänhetens förtroende upprätthålls eftersom de enbart förses med relevant information om emittenten.

6 Skyldigheten att offentliggöra insiderinformation så snart som möjligt

När emittenten konstaterat att insiderinformation föreligger finns det en skyldighet att offentliggöra insiderinformationen så snart som möjligt. Emittenten kan även ställas inför att bedöma om offentliggörandet kan skjutas upp. Detta avsnitt behandlar innebörden av skyldigheten att så snart som möjligt informera allmänheten om insiderinformation som direkt berör emittenten enligt artikel 17.1 MAR.

Det är som tidigare nämnts inte ovanligt att delårsrapporter innehåller insiderinformation.¹⁴⁷ Kravet på offentliggörande så snart som möjligt är av stor betydelse för att upprätthålla marknadsintegritet och marknadseffektivitet. Offentliggöranden som sker i rätt tid skapar förutsättningar för en snabb och precis bedömning av informationen.¹⁴⁸

Finansinspektionen pekar ut fyra situationer i en icke uttömmande lista då ett offentliggörande enligt Finansinspektionen *inte* sker så snart som möjligt, nämligen:

- ”När emittenten kommit i åtnjutande av insiderinformation utanför marknadens öppettider och avvaktar med offentliggörandet till följd av att marknaden är stängd.
- När emittenten kommer i åtnjutande av insiderinformation under helgen och avvaktar med att offentliggöra eftersom den mekanism som brukar användas för publicering inte är i drift vid tidpunkten.
- När insiderinformation uppstått men emittenten väljer att avvakta med offentliggörandet för att få tillgång till ytterligare detaljer.
- När emittentens interna organisation för offentliggörande resulterar i att offentliggörandet fördröjs.”¹⁴⁹

¹⁴⁷ Se Finansinspektionen, ’Frågor och svar om insiderinformation’, punkt 3.2.

¹⁴⁸ Se Pietrancosta (2017), s. 361.

¹⁴⁹ Finansinspektionen, ’Frågor och svar om insiderinformation’, punkt 4.1.

Offentliggjord information påverkar prissättningen när marknadens förväntningar på emittentens framtid förändras. Tidigare kunde det konstateras att en korrekt prissättning är betydelsefull för marknadens systematik och allmänhetens förtroende. Lau Hansens synpunkter om att en konkurrens om information bidrar till effektivitet på marknaden tydliggör att tidpunkten för offentliggörandet är betydelsefull.

Schmauch framför att ett offentliggörande av insiderinformation som uppstår på fredag eftermiddag inte kan fördröjas till måndagen då handeln återupptas. En sådan tidsutsträckt omfattas inte av ”så snart som möjligt”.¹⁵⁰ Lau Hansen och advokaten David Moalem framför att formuleringen ”så snart som möjligt” tyder på en avvägning mellan emittentens intressen och marknaden behov av tillförlitlig information.¹⁵¹

Om emittenten varit medveten om att insiderinformation kan uppstå är den accepterade fördröjningen mindre eftersom det funnits tid att förbereda offentliggörandet.¹⁵² Enligt min uppfattning kan oväntade händelser eller omständigheter innebära att en längre fördröjning accepteras. Enligt min uppfattning finns det en koppling till de krav som uppställs på emittenters organisation. Nasdaq uppställer nämligen krav på att emittentens ledning ska ha tillräcklig kompetens och erfarenhet för att driva ett noterat bolag och uppfylla skyldigheterna för ett sådant bolag.¹⁵³ Detta tyder på att regleringen inte är förlåtande angående fördröjningar till följd av bristande rutiner.

Materialet visar att det inte möjligt att tala om ett informellt uppskjutande av offentliggörandet inom kravet ”så snart som möjligt”. För uppsatsen innebär detta att emittenten inför offentliggörandet av en delårsrapport inte kan vänta med att offentliggöra insiderinformation som uppstår inför rapporten om inte kriterierna för uppskjutet offentliggörande i artikel 17.4 MAR är uppfyllda. Det kommer senare i detta avsnitt framgå att artikel 17.1 MAR

¹⁵⁰ Se Schmauch (2018), s. 198.

¹⁵¹ Se Lau Hansen och Moalem (2009), s. 328.

¹⁵² Se Örtengren (2017), s. 197.

¹⁵³ Se Regelverk för emittenter Nasdaq Stockholm 1 januari 2019, punkt 2.4.2.

potentiellt kan tolkas på ett sätt som innebär att denna slutsats kan ifrågasättas. Det ska dock understrykas att begreppet ”så snart som möjligt” är beroende av omständigheter i det enskilda fallet. Det är möjligt att kritisera att det tidsmässiga kravet på offentliggörande är oklart i dagens reglering. Detta är tydligt utifrån den betydelse det har för marknadens effektivitet att offentliggöranden sker i rätt tid.

Nasdaq har uppmanat emittenter till stor försiktighet angående rekvisitet ”så snart som möjligt” och framfört att emittenten inte ska förlita sig på att det finns en möjlighet att offentliggöra insiderinformationen nästkommande dag när denna uppkommit då marknaden varit stängd.¹⁵⁴ Synen på offentliggörande så snart som möjligt är dock speciell angående finansiella rapporter som bedömts utgöra insiderinformation. Nasdaq framför att om styrelsen godkänner en finansiell rapport under sen eftermiddag eller kväll utanför börsens öppettider kan det vara förenligt med kravet ”så snart som möjligt” enligt artikel 17.1 MAR om rapporten offentliggörs följande morgon innan börserna öppnar. Nasdaq ser nämligen ett värde i att finansiella rapporter offentliggörs på ett ordnat sätt och att marknadens aktörer har kännedom om när en sådan rapport offentliggörs.¹⁵⁵

Det är möjligt att Nasdaqs syn på finansiella rapporter bidrar till effektivitet på marknaden och därmed verkar för en av de målsättningar som finns med informationsregleringen. Nasdaq understryker att tydliggörandet inte är ett ställningstagande eller applicerbart angående situationer då oväntade händelser inträffar och informationen om händelsen utgör insiderinformation. Vidare anför Nasdaq att denna inte tagit ställning till situationen då insiderinformationen uppstår inför eller under en helg.¹⁵⁶ Detta tyder på en målsättning att upprätthålla en organiserad informationsgivning i nära anslutning till offentliggörande av rapporter samtidigt som Nasdaqs synpunkter kan uppfattas som reserverade.

¹⁵⁴ Se Nasdaq Stockholm, Issuer Rules Frequently Asked Questions (FAQ), punkt 1.22.

¹⁵⁵ Se Nasdaq Stockholm, Issuer Rules Frequently Asked Questions (FAQ), punkt 1.12.

¹⁵⁶ Se Nasdaq Stockholm, Issuer Rules Frequently Asked Questions (FAQ), punkt 1.12

Jag ställer mig tveksam till om Nasdaqs syn på finansiella rapporter kan föras över på insiderinformation som uppstår fristående från arbetet med rapporten. Jag är även skeptisk till hur Nasdaqs uttalande förhåller sig till situationen då delar av rapporten utgör insiderinformation till skillnad från rapporten i sin helhet. Anledningen till detta är att Nasdaq i samma dokument framfört att enskilda uppgifter i en rapport som bedöms utgöra insiderinformation ska offentliggöras så snart som möjligt om det inte finns förutsättningar för ett uppskjutet offentliggörande.¹⁵⁷

Lau Hansen fäster vikt vid artikel 17.1 2 st. MAR angående insiderinformation som uppstår under processen inför rapporten men som inte motsäger tidigare kommunicerade finansiella mål. Artikel 17.1 2 st. MAR stadgar att offentliggörandet ska ske på ett sätt som ger allmänheten snabb tillgång till informationen och möjlighet till en fullständig och korrekt bedömning i rätt tid. Enligt Lau Hansen ska det vara tillåtet för emittenten att i nämnda situation offentliggöra informationen tillsammans med rapporten det bestämda datumet utan ett uppskjutet offentliggörande enligt artikel 17.4 MAR. Lau Hansens synpunkt baseras på formuleringen ”i rätt tid” i artikel 17.1 2 st. MAR. Enligt Lau Hansen skulle detta säkerställa ett rättvist offentliggörande som ökar effektiviteten på marknaden.¹⁵⁸

Ur ett rättsekonomiskt perspektiv instämmer jag med Lau Hansen om de fördelar som finns med att offentliggöra informationen i rapporten. Lau Hansens tolkning är enligt min uppfattning svår att förena med det tidsmässiga kravet som kommer till uttryck i artikel 17.1 MAR. Trots detta är det möjligt att ifrågasätta varför formuleringen ”i rätt tid” har tagits med utöver kravet ”så snart som möjligt”. Detta skapar enligt min uppfattning utrymme för en tolkning i enlighet med Lau Hansens. Schmauch framför dock att artikelns andra stycke är en precisering av hur insiderinformation ska offentliggöras.¹⁵⁹

¹⁵⁷ Se Nasdaq Stockholm, Issuer Rules Frequently Asked Questions (FAQ), punkt 1.34.

¹⁵⁸ Se Lau Hansen (2017), s. 37.

¹⁵⁹ Se Schmauch (2018), s. 201.

Lau Hansens resonemang enligt föregående stycke avser finansiell insiderinformation om emittenten. Att överföra Lau Hansens resonemang på insiderinformation rörande exempelvis domstolsprocesser och förhandlingar med kunder skulle enligt min uppfattning undergräva betydelsen av skyldigheten att offentliggöra insiderinformationen så snart som möjligt enligt artikel 17.1 MAR. Till skillnad från den finansiella informationen innebär ett offentliggörande av insiderinformation om exempelvis förhandlingar med kunder troligtvis ett överraskningsmoment oavsett om det offentliggörs i en rapport eller dessförinnan. Det kan dock inte uteslutas att ett offentliggörande av sådan insiderinformation i en delårsrapport skapar bättre förutsättningar för marknadens aktörer att tillgodogöra sig informationen. Enligt min uppfattning är offentliggörande av finansiell information något som investerare i hög grad förväntar sig vid rapporttillfället eftersom det utgör en central del av rapporten.¹⁶⁰

Att emittenten enligt Lau Hansen skulle kunna vänta med att offentliggöra finansiell insiderinformation som inte kräver en vinstvarning inför en delårsrapport ska enligt min uppfattning ses mot bakgrund av artikel 19.11 MAR. Artikeln stadgar bland annat att personer i ledande ställning hos emittenten inte får genomföra transaktioner med emittentens finansiella instrument under 30 kalenderdagar före delårsrapportens offentliggörande. Detta kan enligt min uppfattning, tillsammans med en insiderförteckning, minska risken för insiderhandel under perioden mellan insiderinformationens uppkomst och offentliggörandet av delårsrapporten.

Organisationen EuropeanIssuers som företräder intressen för emittenter från 15 medlemsstater framför synpunkter angående finansiell insiderinformation som uppstår i processen inför en delårsrapport. Enligt organisationen ska MAR inte inverka på den periodiska rapporteringen om det inte gäller vinstvarningar. Är det en vinstvarningssituation är det enligt organisationen rättfärdigat och nödvändigt att informera investerare före delårsrapporten. Organisationen framför att MAR inte ska blandas in i den

¹⁶⁰ Se avsnitt 2.5.

process som föregår finansiell rapportering genom att tvinga fram ett offentliggörande före offentliggörandet av rapporten.¹⁶¹ Synpunkterna från organisationen och Lau Hansen tyder på att det borde finnas en gräns för skyldigheten att offentliggöra insiderinformation före rapporten som går vid vinstvarningar.

I november 2019 fattade Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm beslut om vite i ett fall då ett offentliggörande inte hade skett så snart som möjligt. Bolaget hade offentliggjort insiderinformationen den 13 december klockan 08.30 trots att ett pressmeddelande varit färdigt klockan 23.00 kvällen innan. Insiderinformationen gällde förändring av ett avtal vars innehåll tidigare offentliggjorts genom pressmeddelande. Bolaget öppnade loggbok om insiderinformationen klockan 15.33 den 12 december. Enligt disciplinnämnden var det inte möjligt att avgöra en exakt tid då insiderinformationen borde ha offentliggjorts men konstaterade att det borde skett tidigare. Grunden var att informationen i pressmeddelandet inte var särskilt komplex och att avtalsförändringen offentliggjorts av ett annat involverat bolag redan under tidig eftermiddag den 12 december.¹⁶² Enligt min uppfattning visar fallet att den accepterade fördröjningen är mycket begränsad.

Sammanfattningsvis går det inte att fastställa några klara tidsmässiga ramar för begreppet ”så snart som möjligt”. Det kan konstateras att det rör sig om ett skyndsamt offentliggörande som inte tillåter fördröjningar utöver vad som är nödvändigt för administration. Det är enligt min uppfattning inte uteslutet att ett vagt krav är nödvändigt till följd av de många händelser och omständigheter insiderinformation kan omfatta.

¹⁶¹ Se EuropeanIssuers (2019), s. 3 f.

¹⁶² Se Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2019:06, 2019-11-08.

7 Uppskjutet offentliggörande

7.1 Allmänt om förfarandet

I detta avsnitt ska kraven för uppskjutet offentliggörande analyseras. När emittenten gör bedömningen att kraven är uppfyllda föreligger det inte någon skyldighet att offentliggöra insiderinformationen så snart som möjligt. Det finns då en frihet för emittenten att skjuta upp offentliggörandet enligt artikel 17.4 MAR. Genom att undersöka emittentens möjlighet att skjuta upp offentliggörandet tydliggörs under vilka förutsättningar emittenten är skyldig att offentliggöra insiderinformationen så snart som möjligt inför en delårsrapport enligt artikel 17.1 MAR.

Professor Alain Pietrancosta framför utifrån ESMA:s riktlinjer att ett uppskjutet offentliggörande utgör ett undantag från huvudregeln att insiderinformation ska offentliggöras så snart som möjligt och att artikel 17.4 MAR därmed ska tolkas restriktivt.¹⁶³ För att upprätthålla skyldigheten att offentliggöra insiderinformation så snart som möjligt som en huvudregel kan detta vara nödvändigt. Detta synsätt kommer till uttryck i en rapport från ESMA angående MAR.¹⁶⁴ Det är enligt min uppfattning svårt att fastslå en fördelning mellan huvudregel och undantag som är optimal för emittenter, investerare och värdepappersmarknaden. Fördelningen är enligt min uppfattning mycket aktuell inför en delårsrapport till följd av fördelarna med informationsgivning vid förutbestämda tidpunkter.

Det kan konstateras att det inte finns något särskilt regelverk för hur emittenten ska hantera insiderinformation som uppstår inför en delårsrapport.¹⁶⁵ Detta innebär att det även inför en delårsrapport är artikel 7, artikel 17.1 och artikel 17.4 MAR som är avgörande för huruvida emittenten måste offentliggöra information inför delårsrapporten.

¹⁶³ Se Pietrancosta (2017), s. 375.

¹⁶⁴ Se ESMA/2016/1130, punkt 52.

¹⁶⁵ Se Nasdaq Stockholm, Issuer Rules Frequently Asked Questions (FAQ), punkt 1.7 och 1.34. Se även Schmauch (2018), s. 198.

Enligt artikel 17.4 MAR får emittenten på eget ansvar skjuta upp ett offentliggörande av insiderinformation förutsatt att:

- a) omedelbart offentliggörande sannolikt skadar legitima intressen för emittenten,
- b) det inte är sannolikt att ett uppskjutet offentliggörande vilseleder allmänheten,
- c) emittenten kan säkerställa att informationen förblir konfidentiell.

Angående en över tiden pågående process framgår det specifikt av artikel 17.4 2 st. MAR att information relaterad till en över tiden pågående process kan skjutas upp om kraven ovan är uppfyllda. Detta kan enligt min uppfattning kopplas till Finansinspektionens synpunkter om att sammanställandet av en rapport som emittenten ska offentliggöra kan vara insiderinformation vars offentliggörande kan skjutas upp.¹⁶⁶

Enligt Keisu kan emittenten och befintliga aktieägare ha mycket att vinna på att inte offentliggöra information. Motsvarande gäller inte för potentiella investerare eftersom undanhållen information försvårar investeringsbeslutet. Till följd av regleringens syfte att skydda investerare är det enligt Keisu sällan bra att offentliggöranden av insiderinformation skjuts upp och att en restriktiv tillämpning av uppskjutet offentliggörande därför är motiverad. När insiderinformation förväntas påverka priset på aktien negativt kommer en eventuell förlust föras över på investerare som i god tro köper företagets aktier under tiden då offentliggörandet skjuts upp. Enligt Keisu kan investerares förtroende för marknaden påverkas när förluster överförs på detta sätt. Därför anser Keisu att uppskjutet offentliggörande angående finansiella svårigheter inte borde vara godtagbart i särskilt stor utsträckning.¹⁶⁷

¹⁶⁶ Se avsnitt 5.3 och Finansinspektionen, 'Frågor och svar om insiderinformation', punkt 3.1.

¹⁶⁷ Se Keisu (2009), s. 59 f.

Örtengren framför att uppskjutet offentliggörande angående finansiella rapporter är en fråga som inte klarlagts. Grunden till denna problematik är att rapporter stegvis arbetas fram under en process. En sådan process innebär att frågan om insiderinformation är ständigt aktuell. Då uppkommer frågorna om när en rapport är färdigställd och om det finns enskilda uppgifter som måste offentliggöras separat så snart som möjligt. Örtengren når en tydlig slutsats, nämligen att om det vid arbetet med en finansiell rapport framkommer att emittentens finansiella utveckling avviker väsentligt från vad som rimligen kan förväntas utifrån tidigare offentliggjord information ska informationen offentliggöras separat innan rapporten.¹⁶⁸

Enligt min uppfattning kan kravet på offentliggörande så snart som möjligt tolkas med hjälp av formuleringen ”omedelbart offentliggörande sannolikt skadar legitima intressen för emittenten” i artikel 17.4 MAR. Formuleringen tyder på att ett uppskjutet offentliggörande är ett undantag från ett omedelbart offentliggörande, vilket borde avse ett offentliggörande så snart som möjligt enligt artikel 17.1 MAR.

7.2 Närmare om kraven i artikel 17.4 MAR

7.2.1 Omedelbart offentliggörande skadar sannolikt emittentens legitima intressen

En skyldighet att offentliggöra insiderinformation så snart som möjligt kan i det enskilda fallet skada emittentens intressen. Till följd av detta finns det en möjlighet för emittenten att skjuta upp offentliggörandet av insiderinformationen. Ett uppskjutet offentliggörande förutsätter bland annat att det sannolikt skulle skada emittentens legitima intresse om insiderinformationen offentliggörs så snart som möjligt. I ESMA:s riktlinjer ges icke-uttömmande exempel på när kravet kan vara uppfyllt.

¹⁶⁸ Se Örtengren (2017), s. 201 f.

Enligt ESMA:s riktlinjer kan legitima intressen föreligga då:

”a. Emittenten deltar i förhandlingar vilkas resultat sannolikt äventyras av omedelbart offentliggörande.

b. Emittentens ekonomiska bärkraft är i allvarlig och överhängande fara, dock inte så att insolvenslagstiftningen är tillämplig, och ett omedelbart offentliggörande av insiderinformationen skulle allvarligt skada intressena hos befintliga och potentiella aktieägare.

c. Insiderinformationen gäller fattat beslut eller avtal som ingåtts av emittentens ledningsorgan, vilka enligt nationell lag eller emittentens bolagsordning måste godkännas av något av emittentens andra organ än bolagsstämman för att träda i kraft,

[...]

d. Emittenten har utvecklat en produkt eller uppfinning och att ett omedelbart offentliggörande av sådan information skulle sannolikt äventyra emittentens immateriella rättigheter.

e. Emittenten planerar att köpa eller sälja ett större innehav i ett annat företag och offentliggörandet av sådan information skulle sannolikt äventyra genomförandet av planen.

f. En transaktion som tidigare har meddelats är föremål för godkännande från en offentlig myndighet, och sådant godkännande är villkorat av ytterligare krav, där ett omedelbart offentliggörande av dessa krav sannolikt skulle påverka emittentens möjligheter att uppfylla dem och därför förhindra genomförandet av affären eller transaktionen.”¹⁶⁹

Enligt Örtengren innebär sannolikhetsrekvisitet att bevisnivån är låg.¹⁷⁰

Schmauch framför att ESMA:s riktlinjer visar att många situationer kan omfattas av begreppet legitimt intresse men att intressena måste vara knutna till emittentens verksamhet och de omständigheter som resulterat i insiderinformationens uppkomst. Det ska noteras att kravet skiljer sig från formuleringen i MAD genom sannolikhetsrekvisitet. Detta innebär enligt Schmauch att bestämmelsen mjukats upp och att tröskeln för *vad* som omfattas har sänkts.¹⁷¹ Det kan enligt min uppfattning snarare vara tal om att de legitima intressena är oförändrade men att bevisnivån sänkts.

¹⁶⁹ ESMA/2016/1478 SV, punkt 5.1.

¹⁷⁰ Se Örtengren (2017), s. 199 f.

¹⁷¹ Se Schmauch (2018), s. 206 f.

Huruvida emittentens legitima intressen ska tolkas snävt eller generöst kan diskuteras. Diskussionen är kopplad till definitionen av insider-information eftersom denna avgör vilken information som är föremål för offentliggörande. En bred definition kan medföra att stora mängder information omfattas. Emittenters behov av att skjuta upp offentliggöranden kan då vara mer omfattande jämfört med om definition vore snävare. Definitionen och möjligheten till uppskjutet offentliggörande bör därför enligt min uppfattning betraktas som en enhet vid en analys av regelverket. Även om en restriktiv tolkning av emittentens legitima intressen kan verka för en effektiv marknad eftersom mer information når marknaden så snart som möjligt, måste en avvägning göras mellan emittentens intressen och allmänhetens intresse av informationen. Även emittentens intressen är en faktor som enligt min uppfattning kan verka för en effektiv marknad.

En central fråga är huruvida det kan utgöra ett legitimt intresse för emittenten att offentliggöra information i rapporten enligt sin finansiella kalender. Om detta skulle utgöra ett legitimt intresse för emittenten uppstår enligt min uppfattning frågan om investerares intresse av få ta del av informationen före rapporten vid någon gräns väger tyngre än att låta den offentliggöras i rapporten enligt den finansiella kalendern. Enligt min uppfattning tyder det behandlade materialet på att vinstvarningar är en sådan situation när det föreligger finansiell insiderinformation. Även kravet på att allmänheten sannolikt inte ska vilseledas kan utgöra en gränsdragning.

Den tyska advokaten Philipp Koch framför att information som är föremål för offentliggörande enligt regelverk för periodisk rapportering även kan behöva offentliggöras vid en tidigare tidpunkt om den utgör insiderinformation. Koch förklarar att förhållandet mellan offentliggörandeskyldigheten enligt MAR och offentliggörandeskyldigheten enligt andra regelverk inte fastslås i MAR. Koch konstaterar även att en stundande finansiell rapport inte befriar emittenten från skyldigheten att offentliggöra insiderinformation så snart som möjligt. Den kommande rapporten kan

enligt Koch inte ensamt utgöra ett legitimt intresse hos emittenten.¹⁷² Enligt min uppfattning kan denna synpunkt ifrågasättas med grund i Finansinspektionens synpunkt om att exempelvis sammanställandet av en delårsrapport kan bli föremål för ett uppskjutet offentliggörande.¹⁷³

7.2.2 Inte sannolikt att ett uppskjutet offentliggörande vilseleder allmänheten

ESMA har i riktlinjerna angående uppskjutet offentliggörande av insiderinformation listat följande situationer som exempel på när ett uppskjutet offentliggörande sannolikt vilseleder allmänheten.

”a. Den insiderinformation vars offentliggörande emittenten avser att skjuta upp avviker väsentligt från emittentens tidigare offentliggjorda meddelanden om den fråga som insiderinformationen avser.

b. Den insiderinformation vars offentliggörande emittenten avser skjuta upp gäller det faktum att emittentens finansiella mål troligtvis inte kommer uppnås, om dessa mål tidigare har meddelats offentligt.

c. Den insiderinformation vars offentliggörande emittenten avser att skjuta upp står i strid med marknads förväntningar, om sådana förväntningar baseras på signaler som emittenten tidigare skickat till marknaden till exempel i intervjuer, vid presentationsmöten (roadshows) med investerare eller i andra typer av kommunikation som härrör eller har godkänts av emittenten.”¹⁷⁴

Gemensamt för punkterna är att de anknyter till tidigare informationsgivning. Detta är rimligt med beaktande av de svåra bedömningar emittenten annars skulle ställas inför. Schmauch uppmärksammar att punkterna refererar till ”meddelanden” om en viss fråga, mål som ”meddelats” respektive signaler som skickats genom ”kommunikation”. Enligt Schmauch avser detta mer konkret

¹⁷² Se Koch (2017), s. 360.

¹⁷³ Se avsnitt 5.3 och Finansinspektionen, ’Frågor och svar om insiderinformation’, punkt 3.1 och 3.2.

¹⁷⁴ ESMA/2016/1478 SV, punkt 5.2.

informationsgivning än allmänna signaler från emittenten.¹⁷⁵ Det kan konstateras att hänvisningen till tidigare informationsgivning skiljer sig mellan de tre punkterna. I punkterna går det att utläsa ”avviker väsentligt från”, ”troligtvis inte kommer uppnås” och ”står i strid med”.

Uppskjutet offentliggörande kan som utgångspunkt anses vilseleda allmänheten. Orsaken till detta är att en förnuftig investerare skulle använt informationen som en del i sitt investeringsbeslut enligt definitionen av insiderinformation. Vid ett uppskjutet offentliggörande undanhålls denna information från marknaden. Detta skapar en osäker bedömning av när allmänheten inte anses bli vilseledd. Till följd av osäkerheten skulle ytterligare vägledning enligt min uppfattning skapa en säkrare bedömning och bidra till effektivitet på marknaden. Detta skulle verka för en ökad rättssäkerhet för emittenter vilket var en målsättning med MAR.¹⁷⁶

Utifrån ESMA:s riktlinjer framför Schmauch att vilseledandebegreppet i artikel 17.4 MAR ligger nära vilseledandebegreppet i artikel 12 MAR som avser informationsspridning genom medier som skapar vilseledande signaler om prissättningen. Enligt Schmauch är det en objektiv bedömning som bör vara strängare än den om legitima intressen.¹⁷⁷ Enligt min uppfattning kan upprätthållandet av allmänhetens förtroende motivera en sträng bedömning.

Även Nasdaq framför att tidigare informationsgivning i vid bemärkelse ska beaktas. Enligt Nasdaq tar kravet sikte på situationer då informationsgivning resulterat i att marknaden dragit vissa slutsatser och att den uppkomna insiderinformationen motsäger dessa. Att beakta informationsgivning i vid bemärkelse innebär att inte enbart tidigare offentliggjord insiderinformation ska beaktas utan även information som framkommit under intervjuer med media eller presentationer av VD på en ”road show”.¹⁷⁸

¹⁷⁵ Se Schmauch (2018), s. 208.

¹⁷⁶ Se avsnitt 5.1.

¹⁷⁷ Se Schmauch (2018), s. 208.

¹⁷⁸ Se Nasdaq Stockholm, Issuer Rules Frequently Asked Questions (FAQ), punkt 1.29.

Nasdaq's kommentar tyder enligt min uppfattning på att emittenten ska bedöma vilka slutsatser tidigare informationsgivning möjliggjort för marknadens aktörer. Denna bedömning kan enligt min uppfattning problematiseras med grund i att aktörers kunskaper skiljer sig åt. Det är möjligt att ställa frågan vem som inte ska vilseledas av det uppskjutna offentlighörandet och om kravet är högt eller lågt ställt. Är det exempelvis tal om en professionell investerare som enligt tidigare resonemang besitter överlägsna kunskaper kan det tänkas att vilseledandekravet är högt ställt. Med beaktande av den vikt som fästs vid den rationella investeraren inom regelverket är min uppfattning att det även i detta fall borde vara tal om rationella investerare som avses vid bedömningen om vilseledande av allmänheten. Att ställa krav på att icke-rationella aktörer inte ska vilseledas vore i praktiken mycket svårt.

Nasdaq kommenterar specifikt hur insiderinformation om emittentens finansiella resultat eller ställning förhåller sig till vilseledande av allmänheten. Nasdaq anser att fallen då offentliggörande av insiderinformation om finansiell utveckling kan skjutas upp är mycket begränsade. Nasdaq framför att om emittentens finansiella resultat eller ställning avviker på ett väsentligt sätt från vad som rimligen kan förväntas ska informationen offentliggöras så snart som möjligt, en så kallad vinstvarning. Bedömningen ska göras mot bakgrund av vad emittenten tidigare har kommunicerat och andra kända omständigheter. Om informationen utifrån dessa faktorer bedöms hålla sig inom ett normalt intervall behöver emittenten enligt Nasdaq inte vinstvarna.¹⁷⁹

Det ska noteras att insiderinformation om att emittentens finansiella mål troligtvis inte kommer uppnås inte är förenad med en tröskel angående avvikelser enligt den andra punkten i ESMA:s lista ovan. Detta tyder på en strikt syn angående avvikelser från kommunicerade finansiella mål.

¹⁷⁹ Se Nasdaq Stockholm, Issuer Rules Frequently Asked Questions (FAQ), punkt 1.34.

Enligt min uppfattning finns det en skillnad mellan den första och tredje punkten i form av att den första punkten hänvisar till tidigare offentliggjord information om just den specifika fråga som den nu aktuella insiderinformationen avser. Den tredje punkten tar hänsyn till en bredare informationsgivning som enligt min uppfattning inte behöver ha avsett samma fråga som den nu uppkomna insiderinformationen. Enligt min uppfattning är formuleringen ”står i strid med” i den tredje punkten en större avvikelse jämfört med ”avviker väsentligt” i den första punkten. Detta tyder på att det krävs en mycket stor avvikelse angående den tredje punkten för att allmänheten sannolikt ska vilseledas. Enligt min uppfattning är detta önskvärt ur emittentens perspektiv eftersom den tredje punkten innefattar en bedömning av marknadens förväntningar utifrån emittentens tidigare informationsgivning i vid bemärkelse, vilket kan vara svårt att bedöma.

Lau Hansen framför att ett offentliggörande måste ske om en eller flera delar av rapporten innebär en korrigerande av tidigare kommunicerade finansiella mål.¹⁸⁰ I sammanhanget vill jag återkoppla till Lau Hansens tolkning av artikel 17.1 MAR när delar av rapporten bedömts utgöra insiderinformation men inte motsäger finansiella målsättningar som tidigare kommunicerats.¹⁸¹ Enligt detta resonemang är innehållet i tidigare informationsgivning en avgörande faktor för om emittenten måste vinstvarna innan delårsrapporten.

Enligt min uppfattning är det svårt att dra klara slutsatser om emittentens skyldighet att offentliggöra finansiell insiderinformation före delårsrapporten utifrån Nasdaqs riktlinjer. Nasdaq framför att emittenten måste offentliggöra informationen så snart som möjligt om avvikelser utgör insiderinformation och förutsättningar för uppskjutet offentliggörande inte föreligger.¹⁸² En textuell tolkning av uttalandet innebär att ett uppskjutet offentliggörande inte kan uteslutas beträffande avvikelser upp till en viss nivå. Trots detta har Nasdaq i samma dokument framfört att emittenten

¹⁸⁰ Se Lau Hansen (2017), s. 37.

¹⁸¹ Se avsnitt 6.

¹⁸² Se Nasdaq Stockholm, Issuer Rules Frequently Asked Questions (FAQ), punkt 1.34.

vanligtvis inte kan skjuta upp offentliggörandet till ordinarie rapporttillfälle när en väsentlig avvikelse av emittentens resultat eller finansiella ställning bedömts utgöra insiderinformation. Det senare hänvisar till ESMA:s riktlinjer om när allmänheten sannolikt vilseleds.¹⁸³

Enligt min uppfattning tyder formuleringen på att Nasdaq inte utesluter att ett offentliggörande av en väsentlig avvikelse angående emittentens resultat eller finansiella ställning som utgör insiderinformation skulle kunna skjutas upp. Att förena detta med kravet angående vilseledande av allmänheten är dock problematiskt, om inte omöjligt. Att Nasdaq uttrycker sig återhållsamt tyder på en avsikt att låta ansvaret för bedömningarna stanna på emittenten.

Det finns åsikter om att emittenten troligtvis har en skyldighet att offentliggöra så snart som möjligt när investerare rimligtvis skulle förvänta sig att emittenten offentliggör insiderinformation för att korrigera en felaktig konsensus på marknaden.¹⁸⁴ Det kan vara problematiskt att bedöma marknadskonsensus vilket motiverar att betydelse enbart ges åt förväntningar som baseras på emittentens tidigare informationsgivning. En återkoppling kan göras till Örtengrens slutsats att senast offentliggjorda information om resultat och eventuella framåtblickande uttalanden ska beaktas vid bedömningen om det finns en skyldighet att offentliggöra insiderinformation så snart som möjligt.¹⁸⁵

Det var kontroversiellt att låta riktlinjerna referera till marknadens förväntningar. ESMA framförde i rapporten angående MAR att det fanns synpunkter om att det krävdes ökad klarhet angående innebörden av marknadens förväntningar. Ökad klarhet skulle uppnås genom en hänvisning till signaler som emittenten tidigare skickat till marknaden. Slutligen framförde ESMA att emittenten vid bedömningen av marknadens förväntningar exempelvis borde beakta analytikerkonsensus.¹⁸⁶

¹⁸³ Se Nasdaq Stockholm, Issuer Rules Frequently Asked Questions (FAQ), punkt 2.5.

¹⁸⁴ Se Di Noia och Gargantini (2012), s. 506.

¹⁸⁵ Se avsnitt 5.2.1.

¹⁸⁶ Se ESMA/2016/1130, punkt 84.

7.2.3 Informationen förblir konfidentiell

Det sista kravet är att insiderinformationen ska förbli konfidentiell. Det framgår av artikel 17.7 1 st. MAR att emittenten ska offentliggöra insiderinformationen så snart som möjligt när ett offentliggörande har skjutits upp och det inte längre kan säkerställas att insiderinformationen förblir konfidentiell. Artikelns andra stycke klargör att detta även gäller när ett rykte uttryckligen hänför sig till insiderinformationen vars offentliggörande har skjutits upp. Det krävs enligt artikeln att ryktet är tillräckligt tydligt för att påvisa att det inte längre går att säkerställa att informationen förblir konfidentiell.

Organisationen EuropeanIssuers riktar kritik mot att emittenter är skyldiga att reagera på rykten enligt artikel 17.7 2 st. MAR.¹⁸⁷ ESMA har nämligen framfört att ryktet inte måste komma från emittentens sfär för att skyldigheten att offentliggöra så snart som möjligt ska inträda under ett uppskjutet offentliggörande.¹⁸⁸ Organisationen anser att detta skapar osäkerhet för emittenten och att emittenten tvingas offentliggöra insiderinformation, vars offentliggörande har skjutits upp, vid missbrukande ryktesspridning. Enligt organisationen skulle ett krav på att ryktet härleds från emittentens sfär skapa klarhet.¹⁸⁹ Enligt min uppfattning skulle svårigheter kvarstå med att härleda ryktet.

Något som ska skiljas från rykten är educated guesses. Educated guesses avser exempelvis att en analytiker med god kunskap om det aktuella bolaget, branschen och verksamheten kan dra slutsatser av tillgänglig information som visar sig vara korrekta.¹⁹⁰ De vinster som kan uppnås genom educated guesses är ett incitament att utföra analyser av emittenter. Ett incitament för att kunna tjäna pengar skapar effektivitet på marknaden eftersom information analyseras och bearbetas. Detta kan enligt min uppfattning innebära att det i praktiken uppstår en informationsasymmetri

¹⁸⁷ Se EuropeanIssuers (2019), s. 2.

¹⁸⁸ Se ESMA/2015/1455, punkt 243.

¹⁸⁹ Se EuropeanIssuers (2019), s. 2.

¹⁹⁰ Se Eklund och Stattin (2016), s. 420.

till följd av educated guesses. Utifrån Lau Hansens resonemang är detta inte problematiskt eftersom en effektivitet upprätthålls. Dessutom kan enskilda investerare få bruk av professionella aktörers kunskaper vid egna investeringar.¹⁹¹ Det kan enligt min uppfattning vara mycket svårt att skilja educated guesses från rykten, vilket kan vara problematiskt för emittenten.

7.3 Emittentens skyldigheter vid uppskjutet offentliggörande

Om emittenten beslutat att skjuta upp ett offentliggörande måste emittenten vidta vissa åtgärder. Åtgärderna kan enligt min uppfattning betraktas som verktyg för att minska risken för insiderhandel när en informationsasymmetri föreligger till följd av insiderinformationen. I vart fall skapar det goda möjligheter att utreda insiderhandel.

Emittenten är skyldig att dokumentera beslutet om uppskjutet offentliggörande.¹⁹² Det krävs att emittenten fattar ett formellt beslut.¹⁹³ Emittenten är även skyldig att upprätta en förteckning över de personer som har tillgång till insiderinformationen, en så kallad insiderförteckning.¹⁹⁴ Jag vill i sammanhanget återkoppla till Keisus synpunkter om uppskjutet offentliggörande. Keisu framförde att ett uppskjutet offentliggörande kan skada allmänhetens förtroende och därför bör användas restriktivt.¹⁹⁵ De åtgärder emittenten är skyldig att vidta bidrar enligt min uppfattning till att motverka insiderhandel och att utredningen av sådan handel effektiviseras. Detta kan verka för att upprätthålla allmänhetens förtroende för marknaden.

¹⁹¹ Se avsnitt 4.4.2.

¹⁹² Se Nasdaq Stockholm, Issuer Rules Frequently Asked Questions (FAQ), punkt 1.30.

¹⁹³ Se Koch (2017), s. 377 ff.

¹⁹⁴ Se artikel 18 MAR.

¹⁹⁵ Se avsnitt 7.1.

När emittenten offentliggör insiderinformation som varit föremål för ett uppskjutet offentliggörande ska emittenten meddela Finansinspektionen att det utgör ett uppskjutet offentliggörande.¹⁹⁶ Om emittenten offentliggör en delårsrapport som innehåller insiderinformation ska rapporten förses med en så kallad MAR-etikett.¹⁹⁷ Emittenten är dock inte skyldig att offentliggöra information eller kontakta Finansinspektionen om informationen upphör att vara insiderinformation under det uppskjutna offentliggörandet. Om informationen under en period utgjort insiderinformation är emittenten dock skyldig att uppfylla de krav som finns vid ett uppskjutet offentliggörande som exempelvis att upprätta en insiderförteckning.¹⁹⁸

7.4 Sammanfattande slutsatser

I detta avsnitt har emittentens möjlighet att skjuta upp ett offentliggörande analyserats. Det finns inte någon särskild mekanism när insiderinformation uppstår inför ett planerat offentliggörande av en delårsrapport. Därmed är det kraven i artikel 17.4 MAR som är avgörande för om emittenten har en skyldighet att offentliggöra insiderinformationen så snart som möjligt eller om det kan skjutas upp till offentliggörandet av delårsrapporten. Är kraven inte uppfyllda ska insiderinformationen offentliggöras så snart som möjligt enligt artikel 17.1 MAR.

Att steg under arbetet med rapporten kan utgöra insiderinformation kan innebära att emittenten behöver fästa stor tillit till möjligheten att skjuta upp offentliggörandet för att samlat kunna offentliggöra information i delårsrapporten. Utifrån värdepappersmarknadens syfte kan det finnas ett värde i att hålla informationsgivning av innehållet i rapporten samlad till offentliggörandet av rapporten. Detta skapar nämligen förutsättningar för en ordnad informationsgivning och goda möjligheter för aktörer att tillgodogöra sig informationen eftersom ett överraskningsmoment utesluts.

¹⁹⁶ Se Nasdaq Stockholm, Issuer Rules Frequently Asked Questions (FAQ), punkt 1.31.

¹⁹⁷ Se Finansinspektionen, 'Frågor och svar om insiderinformation', punkt 2.2.

¹⁹⁸ Se ESMA70-145-111, punkt 5.2.

Insiderinformation kan dock även uppstå fristående från arbetet med delårsrapporten. Exempelvis framför Finansinspektionen att information om pågående domstolsprocesser eller förhandlingar med kunder kan vara insiderinformation som offentliggörs i samband med delårsrapporten.¹⁹⁹

Att kunna skjuta upp offentliggörandet av insiderinformationen till offentliggörandet av delårsrapporten kan vara till stor nytta för marknadens aktörer utifrån Lau Hansens resonemang om planerad informationsgivning. Detta måste vägas mot riskerna med uppskjutet offentliggörande som exempelvis insiderhandel och att allmänheten inte har tillgång till all relevant information vid investeringsbeslut. Jag kan identifiera flera osäkerhetsmoment beträffande de krav som uppställs i MAR angående uppskjutet offentliggörande. Exempelvis finns det grund att påstå att det uppskjutna offentliggörandet per definition vilseleder allmänheten vilket kan vara problematiskt i förhållande till att det uppskjutna offentliggörandet inte sannolikt får vilseleda allmänheten.

Slutligen kan jag konstatera att marknadens förväntningar och tidigare informationsgivning är av betydelse för om emittenten kan skjuta upp offentliggörandet. Huruvida allmänheten vilseleds är nämligen i stor utsträckning beroende av vad emittenten tidigare kommunicerat till marknaden och vilka slutsatser detta möjliggjort. ESMA:s riktlinjer tyder enligt min uppfattning på att olika grader av avvikelser från tidigare informationsgivning kan accepteras när emittenten ska bedöma om allmänheten sannolikt vilseleds av ett uppskjutet offentliggörande.

¹⁹⁹ Se avsnitt 5.3.

8 Sammanfattande analys

Emittenters skyldighet att offentliggöra insiderinformation är betydelsefull för en transparent och effektiv värdepappersmarknad. Inför en delårsrapport uppkommer svåra frågor och avvägningar för emittenten när potentiell insiderinformation uppstår. Uppsatsen har behandlat dessa frågor och avvägningar för att utreda rättsläget angående emittenters skyldighet att offentliggöra information inför offentliggörandet av en delårsrapport.

I detta avsnitt avser jag att presentera sammanfattande slutsatser och analyser angående uppsatsens frågeställningar:

- Varför har emittenter en skyldighet att offentliggöra insiderinformation på värdepappersmarknaden?
- När har emittenten en skyldighet att offentliggöra information enligt artikel 17.1 MAR inför ett planerat offentliggörande av en delårsrapport?
- Kan kraven i MAR på emittentens hantering av insiderinformation inför ett planerat offentliggörande av en delårsrapport problematiseras utifrån syftet med informationsregleringen och värdepappersmarknaden?

Genom att offentliggöra insiderinformation till marknaden får marknadens aktörer förutsättningar att kunna fatta övervägda beslut om sina investeringar. Ett sådant beslut är beroende av hur tydlig och specifik informationen är, vilket anknyter till vilken information emittenten är skyldig att offentliggöra och när en sådan skyldighet inträder. Offentliggörande av diffus information gör det svårare för en investerare att fatta investeringsbeslut angående emittentens aktier.

Det framgår att aktörer har olika förmåga att utvärdera den information som emittenten offentliggör vilket innebär att det främst är professionella aktörer som kan tillgodogöra sig offentliggjord information. Det framgick trots detta att privata investerare kan få nytta av professionella aktörers förmåga att utvärdera offentliggjord information.

Primärt verkar offentliggörandeskyldigheten för att informera allmänheten. Offentliggörandeskyldigheten bidrar även till att förebygga insiderhandel genom att informationsasymmetrin mellan insiders och övriga aktörer upphör. Rättspolitiskt är det allmänheten och allmänhetens förtroende som skyddas av regleringen. Det är min uppfattning att regleringen i många fall främst gynnar professionella investerare till följd av deras överlägsna kunskaper. Detta innebär potentiellt att allmänheten utgör ett teoretiskt skyddsintresse som i praktiken omfattar en snävare grupp.

Att professionella investerare med goda kunskaper bearbetar och handlar utifrån informationen innebär att prissättningen i högre utsträckning återspeglar information om investeringen. Detta innebär att investerare och emittenter kan beakta prissättningen som information vid investeringsbeslut i högre utsträckning. Professionella investerares kunskapsmässiga övertag innebär en möjlighet att skapa vinster när konkurrensen om ny informationen uppstår. Detta utgör ett incitament för att dels analysera informationen och dels lägga tid och pengar på att uppnå den kunskap som krävs.

Angående definitionen av insiderinformation kan jag konstatera att emittenten står inför svåra bedömningar. Dessa bedömningar kan enligt min uppfattning bidra till en effektiv marknad. Emittenten är nämligen den aktör som troligtvis är bäst informerad om emittentens situation vilket skapar goda förutsättningar för att göra de bedömningar som krävs angående insiderinformation och offentliggörande enligt MAR. Allmänheten ställs därmed enbart inför att bedöma information som emittenten, med gott underlag, bedömt vara av betydelse för en investerare. Detta kan skapa

förutsättningar för att även icke-professionella aktörer ska kunna tillgodogöra sig informationen. Förenklade och färre bedömningar om insiderinformation och offentliggörande skulle potentiellt resultera i att marknaden överväldnas med information som inte fullt ut är relevant.

Det finns inte något särskilt regelverk som reglerar emittentens skyldighet att offentliggöra insiderinformation inför en delårsrapport. Detta innebär att emittenten är skyldig att offentliggöra insiderinformation enligt artikel 17.1 MAR inför offentliggörandet av en delårsrapport när det inte finns förutsättningar för att skjuta upp offentliggörandet enligt artikel 17.4 MAR. Detta innebär att emittentens möjlighet att skjuta upp ett offentliggörande är centralt för att besvara uppsatsens andra frågeställning. Det finns dock utrymme för att problematisera den vaga utformningen av artikel 17.1 MAR och uttrycket ”i rätt tid” i artikelns andra stycke. Artikel 17.1 2 st. MAR kan dock enligt min uppfattning tolkas som ett krav på hur offentliggörandet ska ske snarare än när det ska ske.

Emittentens skyldighet att offentliggöra insiderinformation inför en delårsrapport är enligt min uppfattning främst knuten till bedömningarna om legitima intressen för emittenten respektive vilseledande av allmänheten. Angående uppskjutet offentliggörande kunde jag finna flera osäkerhetsmoment som gör emittentens bedömningar riskabla och som enligt min uppfattning kan problematiseras.

Det går att problematisera att ett uppskjutet offentliggörande per definition kan anses vilseleda allmänheten. Detta är en aspekt som motiverar ytterligare riktlinjer för emittenter. Exempelvis skulle riktlinjer kunna peka ut situationer då allmänheten inte anses bli vilseledd istället för vice versa. Det kan inte uteslutas att en viss osäkerhet bidrar till att uppskjutet offentliggörande upprätthålls som ett undantag från kravet på offentliggörande så snart som möjligt. Angående vilseledande av allmänheten framgår det av ESMA:s riktlinjer att tidigare informationsgivning från emittenten är av stor betydelse för bedömningen.

Utifrån Nasdaqs restriktiva förhållningssätt i sina vägledningar är det enligt min uppfattning troligt att ytterligare riktlinjer från ESMA kommer krävas för att skapa ett klarare rättsläge angående uppskjutet offentliggörande. En annan fråga är om detta krav skulle kunna tas bort från artikel 17.4 MAR. Enligt min uppfattning skulle skyddet för allmänhetens förtroende riskera att skadas om kravet tas bort. I förlängningen skulle detta kunna påverka värdepappersmarknadens funktion negativt. Av denna anledning skulle istället ytterligare riktlinjer och förtydliganden av kravet vara önskvärt. Det stadgas i artikel 17.4 MAR att uppskjutet offentliggörande är något som emittenten beslutar om på eget ansvar. Även av denna anledning är jag tveksam till om Nasdaq kommer ta på sig att försöka tydliggöra rättsläget.

Denna iakttagelse är relevant för uppsatsens tredje frågeställning eftersom emittenten som utgångspunkt ska besluta om ett uppskjutet offentliggörande inför en delårsrapport om denne vill avvakta med offentliggörandet. Osäkerheten angående uppskjutet offentliggörande driver potentiellt emittenter till att offentliggöra insiderinformationen före rapporten. Att exempelvis ett avvikande resultat kan framtvunga ett offentliggörande innan rapporten kan vara problematiskt. Detta framgick bland annat av organisationen EuropeanIssuers synpunkter. Å ena sidan innebär detta att information inte undanhålls från marknadens aktörer vilket kan verka för en effektiv marknad där prissättningen i högre grad återspeglar tillgänglig information. Det kan även verka för att upprätthålla allmänhetens förtroende. Å andra sidan kan det vara problematiskt utifrån Lau Hansens synpunkter om värdet för marknadens aktörer att få information i rapporter.

Tiden inför ett offentliggörande av en delårsrapport kan enligt min uppfattning beskrivas som känslig i informationshänseende. Detta anknyter till Lau Hansens resonemang om värdet för marknadens aktörer att veta när information kommer offentliggöras och att eventuell informationsgivning dessförinnan kan utgöra ett överraskningsmoment.

En överraskande informationsgivning kan enligt min uppfattning riskera att öka graden av irrationellt agerande bland investerare och skada allmänhetens förtroende för marknaden. Detta kan även motverka en icke-diskriminerande tillgång till informationen som informationsgivning i en rapport innebär. Enligt min uppfattning kan det potentiellt uppkomma friktion mellan periodisk informationsgivning och offentliggörande av insiderinformation. Utifrån det behandlade materialet uppfattar jag att detta främst gäller information om emittentens finansiella resultat, ställning och utveckling som utgör insiderinformation inför en delårsrapport.

Med beaktande av syftet med informationsregleringen och värdepappersmarknaden kan det enligt min uppfattning potentiellt vara problematiskt om offentliggöranden av insiderinformation tvingas fram inför en delårsrapport. Detta kan vara fallet om emittenten inte vågar riskera att vänta med offentliggörandet till rapporten även om det hade varit optimalt för marknaden. Detta måste vägas mot att det ibland föreligger insiderinformation som bör kommuniceras till marknaden så snart som möjligt för att inte skada allmänhetens förtroende för marknaden. Resonemangen om vinstvarningar och vilseledande av allmänheten tyder enligt min uppfattning på en sådan avvägning.

I uppsatsen har det framgått att det kan göras särskilda iakttagelser angående insiderinformation som anknyter till emittentens finansiella ställning, utveckling eller resultat. Exempelvis framförde Nasdaq att sådan insiderinformation sällan kan bli föremål för ett uppskjutet offentliggörande. Detta talar enligt min uppfattning för att emittenten är skyldig att offentliggöra finansiell information som utgör insiderinformation så snart som möjligt om denna uppstår inför delårsrapporten. Enligt min uppfattning är en viss begränsning av denna slutsats aktuell i form av att det krävs en viss grad av avvikelse för att ett offentliggörande ska krävas innan rapporten. Detta anknyter till vinstvarningar och den väsentliga avvikelse från vad som rimligen kan förväntas utifrån tidigare informationsgivning som enligt Nasdaq krävs för en vinstvarning.

Det är möjligt att diskutera Nasdaqs uttalanden angående vinstvarningar i förhållande till ESMA:s icke-uttömmande lista över situationer då allmänheten sannolikt vilseleds av ett uppskjutet offentliggörande. Enligt den andra punkten vilseleds sannolikt allmänheten om insiderinformationen avser att emittentens finansiella mål troligtvis inte kommer uppnås om sådana mål tidigare meddelats offentligt. Till skillnad från den första punkten i listan framgår det inte att det krävs en viss avvikelse från kommunicerade finansiella mål för att allmänheten sannolikt ska vilseledas. Detta är något som enligt min uppfattning ska beaktas angående specifikt finansiella mål i förhållande till vinstvarningar och den väsentliga avvikelse som enligt Nasdaq krävs för att emittenten ska behöva vinstvarna före en delårsrapport.

Att ge betydelse åt emittentens tidigare informationsgivning i stort kan innebära betydande svårigheter för emittenten att bedöma vilken informationsgivning som kan ha bidragit till förväntningar och som därmed måste beaktas. Detta är fallet angående den tredje punkten i ESMA:s riktlinjer angående vilseledande av allmänheten. För att upprätthålla allmänhetens förtroende kan detta vara motiverat. En osäker bedömning kan dock potentiellt innebära att insiderinformation offentliggörs så snart som möjligt. Inför en delårsrapport kan det finnas ett behov av att skjuta upp offentliggörandet för att kunna värna om de fördelar som finns med planerade offentliggöranden. Detta kan enligt min uppfattning bidra till en effektiv marknad. Värdet av den periodiska rapporteringen riskerar att inte få genomslag om insiderinformation offentliggörs före rapporten utan någon förvarning till marknadens aktörer.

Jag håller delvis med Lau Hansen om att finansiell insiderinformation som inte motsäger tidigare kommunicerade finansiella målsättningar bör kunna offentliggöras i samband med rapporten. Trots detta är min ståndpunkt att hanteringen av finansiell insiderinformation bör klargöras ytterligare, särskilt eftersom Lau Hansen anser att det är ett offentliggörande enligt artikel 17.1 MAR och inte uppskjutet offentliggörande enligt artikel 17.4

MAR när finansiell insiderinformation som inte kräver en vinstvarning offentliggörs senare i samband med rapporten. En sådan tolkning av artikel 17.1 MAR är enligt min uppfattning möjlig men problematisk att förena med ett tidsmässigt krav på offentliggörande.

Potentiellt skulle gränsdragningen behöva förtydligas mellan delårsrapportering och offentliggörande av insiderinformation. Detta gäller framför allt finansiell insiderinformation som inte avviker tillräckligt från tidigare informationsgivning för att en vinstvarning ska krävas före delårsrapporten. Detta har sin grund i att det finns ett värde för marknadens aktörer att information offentliggörs enligt emittentens finansiella kalender.

En skyldighet att offentliggöra en delårsrapport, som i sin helhet bedömts utgöra insiderinformation, i förtid riskerar att skapa stora överraskningsmoment kring offentliggörandet. Frågan är om det krävs ett beslut om uppskjutet offentliggörande för att avvakta med offentliggörandet. Det finns inte något utöver uppskjutet offentliggörande som utgör ett undantag från skyldigheten att offentliggöra insiderinformation så snart som möjligt enligt artikel 17.1 MAR. Därför är uppskjutet offentliggörande enligt min uppfattning en förutsättning för att kunna vänta med offentliggörandet till den kända tidpunkten för delårsrapportens offentliggörande. Synen på insiderinformation i form av delårsrapporten i sin helhet i förhållande till kravet på offentliggörande så snart som möjligt ska dock understrykas. Detta behandlades i avsnitt 6.

Enligt min uppfattning är det möjligt att argumentera för att det kan vara ett legitimt intresse att kunna ge en fullständig finansiell bild av emittenten genom rapporten enligt den finansiella kalendern, istället för att under den föregående processen offentliggöra enskilda delar av rapporten. Det kan konstateras att mycket kan utgöra legitima intressen för emittenten. ESMA:s riktlinjer tyder på att det krävs en koppling mellan den aktuella insiderinformationen och emittentens verksamhet.

Eftersom situationerna i ESMA:s lista inte är uttömmande finns det enligt min uppfattning möjligheter för emittenten att argumentera för varför legitima intressen kan skadas. En orsak till detta är att emittenten har mycket goda kunskaper om verksamheten och vad som potentiellt kan skada intressen kopplade till denna. Dessutom är kravet enligt min uppfattning inte av samma känsliga karaktär som kravet angående vilseledande av allmänheten, vars koppling till allmänhetens förtroende är tydlig.

Angående insiderinformation som uppstår fristående från arbetsprocessen inför rapporten är situationen något klarare. Exempelen som använts i uppsatsen är förhandlingar med kunder och domstolsprocesser. Enligt min uppfattning finns det inte en lika omfattande diskussion och restriktiv syn angående denna typ av insiderinformation jämfört med finansiell insiderinformation. Möjligheten att skjuta upp offentliggörandet av sådan insiderinformation enligt artikel 17.4 MAR är enligt min uppfattning större. Dock kvarstår svåra bedömningar angående uppskjutet offentliggörande även för denna typ av insiderinformation. Gränsdragningsproblem mellan periodisk rapportering och offentliggörande av insiderinformation är utifrån det behandlade materialet särskilt tydliga angående emittentens finansiella resultat, ställning och utveckling.

De synpunkter som framkommit tyder på att förhållandet mellan regleringen för periodisk rapportering respektive offentliggörande av insiderinformation är svårhanterlig, särskilt beträffande finansiell insiderinformation. Även om det går att utröna vissa slutsatser om rättsläget skulle ytterligare tydliggöranden bidra till en ökad rättssäkerhet för emittenter och en effektivitet på värdepappersmarknad. Om det blir tydligare för emittenter att avgöra när insiderinformationen måste offentliggöras så snart som möjligt respektive när det finns förutsättningar för ett uppskjutet offentliggörande ökar troligen sannolikheten för att marknaden får tillgång till informationen vid rätt tidpunkt utifrån resonemangen om en effektiv marknad. Ett klarare rättsläge skulle enligt min uppfattning även bidra till en enhetlig tillämpning av MAR i EU:s medlemsländer.

Käll- och litteraturförteckning

Källor

Offentligt tryck

Sverige

Utredningsbetänkanden

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

Propositioner

Prop. 2016/17:22 Effektiv bekämpning av marknadsmissbruk.

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

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

Europeiska unionen

ESMA70-156-1459, 2019-10-03, Consultation Paper. MAR review report.

ESMA70-145-111, Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (MAR), version 14, uppdaterad 29 mars 2019.

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

ESMA/2016/1130, 2016-07-13. Final Report – Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of insider information.

ESMA/2015/1455, 2015-09-28, Final Report – Draft technical standards on the Market Abuse Regulation.

Elektroniska källor

Bolagsverket, 'Innehåll i delårsrapporten'.

<<https://bolagsverket.se/ff/foretagsformer/aktiebolag/arsredovisning/delar/rapporter-1.3353>>, besökt 2019-12-06.

EuropeanIssuers (2019), 'European Issuers position on the review of the market abuse regulation', 3 april 2019.

<www.europeanissuers.eu/positions/files/view/5ca5f9d0a07f9-en>, besökt 2019-12-13.

Finansinspektionen, 'Frågor och svar om insiderinformation'. Uppdaterad 2019-05-16.

<www.fi.se/contentassets/3c85228438a048c799fc93d94db113bc/fos_insiderinfo_20190516.pdf>, besökt 2019-12-11.

Finansinspektionen (2012), 'Kartläggning av högfrekvens- och algoritmhandel', publicerad 2012-02.

<www.fi.se/contentassets/a9e47d166ba4466586bad3f216b46355/hogfrekvens4.pdf>, besökt 2019-10-19.

Finansinspektionen, 'Mifid/Mifir. Reglerna i korthet'.

<www.fi.se/sv/marknad/vardepappersmarknad-mifidmifir/reglerna-i-korthet/>, besökt 2019-10-19.

Finansinspektionen, 'Om Mifid/Mifir'.

<www.fi.se/sv/marknad/vardepappersmarknad-mifidmifir/om-mifidmifir/>, besökt 2019-10-19.

Finansinspektionen, 'Sanktioner'.

<www.fi.se/sv/marknad/emittenter/insiderinformation/>, besökt 2019-11-07.

Nasdaq Stockholm, Issuer Rules Frequently Asked Questions (FAQ),
<www.nasdaq.com/docs/Issuer-Rules-FAQ-Swedish.pdf>, besökt 2019-12-13.

Nasdaq Stockholm, Regelverk för emittenter Nasdaq Stockholm 1 januari 2019.
<www.nasdaq.com/docs/Nasdaq%20Stockholms%20regelverk%20f%C3%B6r%20emittenter%20-%201%20januari%202019.pdf>, besökt 2019-12-11.

NCC pressmeddelande, Nr 18/2018, publicerat 2018-10-15,
<www.ncc.se/media/pressrelease/e5c3e0f818fef24b/information-g%C3%83%C2%A4llande-omv%C3%83%C2%A4rderingar-i-ncc-och-prelimin%C3%83%C2%A4rt-resultat-f%C3%83%C2%B6r-q3/>, besökt 2019-09-10.

Statistiska centralbyrån (SCB) och Finansinspektionen, 'Aktieäggande i bolag noterade på svensk marknadsplats', publicerad 2019-09-04.
<www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/finansmarknad/aktieagarstatistik/aktieagarstatistik/pong/publikationer/aktieagande-i-bolag-noterade-pa-svensk-marknadsplats-juni-2019/>, besökt 2019-12-11.

Litteratur

Akerlof, George A. (1970), 'The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism', *The Quarterly Journal of Economics* (Vol. 84) nr. 3, s. 488-500.

Bernitz, Ulf och Kjellgren, Anders (2018), *Europarättens grunder*, upplaga 6, Nordstedts Juridik, Stockholm.

Brinckmann, Hendrik (2017), 'Foundations', i: Veil, Rüdiger (red), *European Capital Markets Law*, upplaga 2, Hart Publishing, Oxford, s. 263-279. Cit. Brinckmann (2017).

Brinckmann, Hendrik (2017), 'Periodic Disclosure', i: Veil, Rüdiger (red), *European Capital Markets Law*, upplaga 2, Hart Publishing, Oxford, s. 311-343. Cit. Brinckmann (2017a).

Cronqvist, Henrik och Jiang, Danling (2017), 'Individual Investors', i: Baker, Kent H., Fillbeck, Greg och Ricciardi, Victor (red.), *Financial Behavior: Players, Services, Products and Markets*, Oxford University Press, s. 45-63.

De Bondt, Werner F.M. (1998), 'A portrait of the individual investor', *European Economic Review*, volym 42, utgåva 3-5, s. 831-844.

Di Noia, Carmine och Gargantini, Matteo (2012), 'Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the proposed EU Market Abuse Regime', *European Company and Financial Law Review*, volym 9, utgåva 4, november 2012, s. 484-529.

Eklund, Karin och Stattin, Daniel (2016), *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, Iustus Förlag, Uppsala, 2016.

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.

Gillson, Ronald J. och Kraakman, Reinier H. (1984), 'The Mechanism of Market Efficiency', *Virginia Law Review*, volym 70, nummer 4, maj 1984, s. 549-644.

Hettne, Jörgen (2012), 'Icke-bindande rättsakter', i: Hettne, Jörgen och Otken Eriksson, Ida (red.), *EU-rättslig metod – Teori och genomslag i svensk rättstillämpning*, upplaga 2, Norstedts Juridik, Stockholm, s. 46-48.

Jareborg, Nils (2004), 'Rättsdogmatik som vetenskap'. *Svensk Juristtidning*, 2004 s. 1-10.

Keisu, Jenny (2009), 'Aktiemarknadsbolagens informationsgivning. Om hantering av kurspåverkande information, informationsläckor, rykten och educated guesses', *Aktiemarknadsrättslig skriftserie 1*, Uppsala Universitet i samarbete med Mannheimer Swartling Advokatbyrå, Uppsala, s. 13-80.

Kleineman, Jan (2018), 'Rättsdogmatisk metod', i: Nääv, Maria och Zamboni, Mauro (red), *Juridisk metodlära*. Studentlitteratur, Lund, s. 21-46.

Knuts, Mårten (2010), *Kursmanipulation på värdepappersmarknaden*. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki, Finland.

Koch, Philipp (2017), 'Disclosure of Inside Information', i: Veil, Rüdiger (red), *European Capital Markets Law*, upplaga 2, Hart Publishing, Oxford, s. 345-392.

Lau Hansen, Jesper (2018), *Introduktion til selskabsretten og kapitalmarkedsretten*, upplaga 2, Jurist- og Økonomforbundets forlag, Köpenhamn.

Lau Hansen, Jesper (2017), 'Issuers duty to disclose inside information', *ERA Forum*, volym 18 utgåva 1, s. 21-39.

Lau Hansen, Jesper (2016), 'Say when: When must an issuer disclose inside information?', *Nordic and European Company Law, LSN Research Paper Series*, no. 16-03.

Lau Hansen, Jesper och Moalem, David (2009), 'The MAD disclosure regime and the twofold notion of insider information: the available solution', *Capital Markets Law Journal*, vol. 4, No. 3, s. 323-340.

Padfield, Stefan J. (2007), 'Who Should Do the Math – Materiality Issues in Disclosures That Require Investors to Calculate the Bottom Line', *Pepperdine Law Review*, volym 34, utgåva 4, 2007, s. 927-974.

Peczenik, Aleksander (1995), *Vad är rätt? Om demokrati, rättssäkerhet, etik och juridisk argumentation*. Fritze, Stockholm.

Pietrancosta, Alain (2017), 'Article 17: Public disclosure of inside information', i: Ventrizzo, Marco och Mock, Sebastian (red.), *Market Abuse Regulation – Commentary and Annotated guide*. Oxford University Press, Oxford, Storbritannien, s. 343-384.

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

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*, upplaga 4, Studentlitteratur, Lund, s. 31-50.

Sjöman, Erik (2019), 'EU:s marknadsmissbruksförordning och uppköperbjudanden', *Svensk Juristtidning*, 2019 s. 882-904.

Söderström, Rebecca (2019), *Kapitalmarknadsrätt*, andra upplagan, Iustus Förlag, Uppsala.

Veil, Rüdiger (2017), 'Foundations', i: Veil, Rüdiger (red), *European Capital Markets Law*, upplaga 2, Hart Publishing, Oxford, s. 183-188.

Ventoruzzo, Marco och Picciau, Chiara (2017), 'Article 7: Inside information', i: Ventoruzzo, Marco och Mock, Sebastian (red.), *Market Abuse Regulation – Commentary and Annotated guide*. Oxford University Press, Oxford, Storbritannien, s. 175-207.

Örtengren, Torsten (2018), 'Introduktion till värdepappersmarknaden', i: Örtengren, Torsten (red.), *Ledning och kontroll på värdepappersmarknaden – Kunskap för SwedSecs licensiering*, upplaga 2:1, Studentlitteratur, Lund, s. 25-33.

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

Rättsfallsförteckning

EU-domstolsavgöranden

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

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

C-45/08 *Spector Photo Group NV och Chris Van Raemdonck mot
Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)*,
EU:C2007:272.

Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm

Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2019:06, C-RAD AB
(publ), 2019-11-08.