



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Filippa Blomstedt

Nya generationens investerare: en MAR-dröm?

*Om förhållandet mellan ESG-rapportering och begreppet
insiderinformation*

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet
30 högskolepoäng

Handledare: Niklas Selberg

Termin för examen: Period 1 VT2022

Innehållsförteckning

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	2
FÖRORD	3
FÖRKORTNINGAR	4
1 INLEDNING	6
1.1 Bakgrund	6
1.2 Syfte och frågeställningar	8
1.3 Avgränsningar	8
1.4 Metod och material	9
1.5 Forskningsläge	12
1.6 Disposition	13
2 INFORMATIONSGIVNINGENS UNDERLIGGANDE SYFTE OCH ÄNDAMÅL	15
2.1 Inledning	15
2.2 Informationsgivning inom marknadsmissbruksregleringen	15
2.3 Obligatorisk informationsgivning	16
2.3.1 Monopolistisk information	16
2.3.2 Fördelaktig information	18
2.4 Kort om marknadsmissbruksregleringen genom historien	19
2.5 Från MAD till MAR	21
2.6 Regleringens mekanismer – tillsyn och sanktioner	22
3 INSIDERINFORMATION ENLIGT ART. 7 MAR	24
3.1 Inledning - något kort om bestämmelsen i sin kontext	24
3.2 Specifik natur	25
3.2.1 Inledning	25
3.2.2 Omständigheter eller en händelse	26
3.2.3 ”Rimlig förväntans”-testet	27
3.2.4 Specificitets-testet	29

3.3	Väsentlig inverkan på priset och den förnuftige investeraren	30
4	NYA GENERATIONENS FÖRNUFTIGA INVESTERARE OCH ESG-REGLERINGEN	34
4.1	Inledning	34
4.2	Definitionen av CSR och ESG	34
4.2.1	Corporate Social Responsibility	34
4.2.2	Environmental, Social, and Governance	36
4.3	Hållbarhetsarbete genom historien	37
4.3.1	Framväxten av hållbara företag och investeringar	37
4.3.2	Hållbarhet och samhällsekonomiska trender	40
4.3.2.1	Aktieägar teorin	40
4.3.2.2	Intressentteorin	42
4.3.2.3	En ny hybrid-teori?	44
4.4	Sammanfattning av kapitlet	46
5	EN NY INVESTERARE OCH REGELVERK UNDER UTVECKLING	48
5.1	Den nya generationens investerare	48
5.2	Bindande regelverk och gröna initiativ	49
5.2.1	Från soft law till bindande reglering	49
5.2.2	Agenda 2030 och EU-kommissionens Action Plan	52
5.3	Reglering med rapportering i fokus	54
5.3.1	Övergripande syften och mål	54
5.3.2	Direktiv om icke-finansiell rapportering och direktiv om företagens hållbarhetsarbete (NFRD & CSRD)	54
5.3.3	Disclosureförordningen (SFDR)	56
5.3.4	Direktiv om tillbörlig aktsamhet för företag i fråga om hållbarhet (CSDD)	57
5.3.5	Sammanfattning av regleringarna och framåtblick	58
6	ANALYS: HÅLLBARHETSINFORMATION SOM INSIDERINFORMATION?	60
6.1	Vad är informationsgivningsreglernas främsta syfte?	60
6.2	Hur definieras insiderinformation i artikel 7 MAR?	61
6.2.1	Specifik natur	61
6.2.2	Väsentlig inverkan på priset	63
6.3	Finns det utrymme för hållbarhetsrapportering att omfattas inom tillämpningsområdet för artikel 7 MAR?	64
6.3.1	Syftesproblematik eller överensstämmelse?	64
6.3.2	ESG-information = insiderinformation?	66
6.3.2.1	Specifik natur	66
6.3.2.2	Väsentlig inverkan på priset	68
6.3.3	Möjlig inkorporering och vägen framåt	70

6.4 Avslutande reflektioner

72

KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING

74

Summary

Issues regarding sustainability have in recent years gained increasing importance in the public debate. From having previously been regulated exclusively through soft law, binding regulations have now also been established within the sustainability framework. With the launch of the UN Agenda 2030, the Taxonomy Regulation and new EU laws on sustainability reporting, the hope is that greater transparency concerning companies' efforts to improve their sustainability will be achieved. Such transparency is important in a financial market where an increasing number of investors, the new generation of investors, believe that a company's sustainability work is one of the most important factors to consider before deciding to invest in a company. Because of this, investors want insight into how companies work with questions relating to sustainability that arise within their organization. The reporting system that is currently in place, the Market Abuse Regulation (MAR), entered into force in 2016 and is a central framework within capital market law. The purpose of the regulation is to ensure a transparent and efficient financial market. The concept of inside information, found in Article 7, regulates what information that needs to be disclosed to the market. In deciding the scope of the article, one looks to a theoretical 'reasonable investor' for guidance. Here, questions can be raised regarding whether the concept of the 'reasonable investor' also embraces this new generation of investors and their consideration of sustainability issues. The purpose of this thesis has been to investigate whether sustainability information from an issuer falls within the concept of inside information. In terms of the definition of inside information, with its purpose in mind, it seems both possible and reasonable that such information could be included within the scope of the regulation. However, for such inclusion to be possible legislative measures seem to be needed. Furthermore, the new sustainability reporting regulations should also be given time to fully enter into force and be evaluated before an adjustment of the MAR-regulation is done.

Sammanfattning

Hållbarhetsfrågor har under de senaste åren beretts allt större utrymme i samhällsdebatten, från att tidigare ha reglerats uteslutande genom soft law har nu bindande reglering börjat tillkomma på området. Genom inrättandet av FN:s Agenda 2030, den nya taxonomiförordningen samt regler om hållbarhetsrapportering är förhoppningen att en vidsträckt transparens kring företagens hållbarhetsarbete kommer att uppnås. Denna transparens är viktig på finansmarknaden, där en allt större skara av investerare, den nya generationen investerare, menar att ett företags hållbarhetsarbete är en av de viktigaste faktorerna att ta hänsyn till vid ett investeringsbeslut. De önskar därför inblick i hur företagen arbetar med hållbarhetsfrågor inom ramen för deras verksamhet. Det rapporteringssystem som idag styr finansmarknaden, marknadsmissbruksförordningen (MAR), inrättades 2016 och är ett centralt regelverk på aktiemarknadsrättens område. Förordningen har till syfte att främja transparens och öppenhet på finansmarknaden, och reglerar genom begreppet insiderinformation vilken typ av information som företag behöver delge marknaden. Vid avgörandet av vilken information som behöver meddelas ser man till en teoretisk 'förnuftig investerare' för vägledning. Detta föranleder frågan om regelverkets förnuftiga investerare även omfattar den nya generationens investerare och de överväganden med koppling till hållbart företagande som denna i allt högre grad stödjer sig på då den agerar på marknaden. Syftet med detta examensarbete har varit att utreda huruvida hållbarhetsinformation från en emittent skulle kunna falla inom begreppet insiderinformation. Sett till definitionen av insiderinformation, med beaktande av regelverkets underliggande syften och ändamål, verkar det såväl möjligt som rimligt att kunna omfatta hållbarhetsinformation inom ramen för regleringens tillämpningsområde. För att en sådan inkludering ska vara tänkbar tycks dock lagstiftningsåtgärder vara påkallade. Vidare bör den nya regleringen på området ges tid att fullt ut träda i kraft och utvärderas innan en justering av MAR-regelverket genomförs.

Förord

Denna uppsats har färdigställts med stöd av ett antal personer, som förtjänar ett extra tack. Tack till min familj, för att ni alltid stöttar mig i allt jag tar för mig och tror på mig även när jag själv inte gör det. Ni är helt fantastiska. Ett extra tack till dig mamma för all korrläsning under programmets gång, utan dig hade det varit många för långa meningar.

Tack till min sambo Karl-Johan för ditt ovillkorliga stöd och dina påminnelser om att man är så mycket mer än sina akademiska prestationer. Tack till mina vänner för alla timmar på våning tre, för alla minnen vi skapat och för att vi har gjort det här tillsammans sedan dag ett.

Jag vill även rikta ett stort tack till min handledare Niklas Selberg för goda råd och synpunkter under arbetets gång. Tack till Juridiska fakultetens bibliotek och bibliotekarien Gunilla Wiklund för ovärderlig hjälp med källor. Slutligen, tack till kollegorna på Setterwalls Advokatbyrå för en givande uppsatspraktik, här ska ett särskilt tack riktas till Rebecca Johnsson för korrläsning, pepp och givande samtal under vägens gång.

Lund i maj 2022

Filippa Blomstedt

Förkortningar

CESR	Committee of European Securities Regulators
CSDD	Directive on Corporate Sustainability Due Diligence
CSR	Corporate Social Responsibility
CSRD	Corporate Sustainability Reporting Directive
EFRAG	Europeiska rådgivande gruppen för finansiell rapportering
ESG	Environmental, Social and Governance
ESMA	Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten
EU	Europeiska unionen
FI	Finansinspektionen
FN	Förenta nationerna
GSIA	The Global Sustainable Investment Alliance
KompL	Lag (2016:1306) med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmissbruksförordning
MAD I	Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och tillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk)
MAD II	Europaparlamentets och rådets direktiv nr 2014/57/EU av den 16 april 2014 om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk (marknadsmissbruksdirektiv)
MAR	Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordningen) och om upphävandet av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG
NFRD	Europaparlamentets och Rådets direktiv 2014/95/EU av den 22 oktober 2014 om ändring av direktiv 2013/34/EU vad gäller vissa stora företags och koncerners tillhandahållande av icke-finansiell information och upplysningar om mångfalspolicy.

OECD	Organisationen för ekonomiskt samarbete och utveckling
Prop.	Proposition
SFDR	Europaparlamentets och Rådets förordning (EU) 2019/2088 av den 27 november 2019 om hållbarhetsrelaterade upplysningar som ska lämnas inom den finansiella tjänstesektorn
Skr.	Skrivelse
SOU	Statens offentliga utredningar
SRI	Socially responsible investing
UD	Utrikesdepartementet
UN	United Nations
PRI	Principles for responsible investment
VpmL	Lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Under de senaste decennierna har hållbarhetsfrågor beretts mer och mer plats i samhället och genom FN:s inrättande av Agenda 2030 togs debatten upp på en universell nivå.¹ Begrepp såsom hållbart företagande, CSR² och ESG³ har rotat sig fast och blivit alltmer självklara i företagens vokabulär. De senaste årens världsomvälvande händelser, inbegripet både en pandemi, ett krig i Europa och nya rekordhöga världstemperaturer har dessutom aktualiserat ytterligare aspekter och frågor inom hållbart företagande och därmed ökat pressen på företagens agerande inom CSR-frågor. Parallellt med dessa händelser har även millenniegenerationen⁴ anträt finansmarknaden i allt större utsträckning med en våg av förväntningar i släptåg. Från att företag tidigare har kunnat prata om hållbarhet på en teoretisk nivå kräver nu denna nya generation av investerare handling och resultat därefter.

Denna nya generation av investerare håller företagets hållbarhetsarbete högt då de utvärderar potentiella investeringar.⁵ Det är inget nytt att stora företag har en betydande påverkan på samhället och att de via sin affärsmässiga verksamhet aktivt bidrar till samhällsutvecklingen.⁶ Företag som agerar hållbart attraherar också hållbarhetsmedvetna investerare. I takt med att hållbarhet blir en allt viktigare faktor vid investeringar får det även allt större

¹ Se FN:s generalförsamling, *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*, 21 oktober 2015, A/RES/70/1.

<https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/21252030%20Agenda%20for%20Sustainable%20Development%20web.pdf>. (Hämtad: 2022-02-01), s. 9.

² Corporate Social Responsibility.

³ Economic Social Governance.

⁴ Med millenniegenerationen menas personer födda i början på 1980-talet och upp till mitten av 1990-talet.

⁵ Se bl.a. PwC, *The growth opportunity of the century*, Sustainable Finance Series 2022.

<https://www.pwc.lu/en/sustainable-finance/esg-report-the-growth-opportunity-of-the-century.html>. (Hämtad: 2022-04-01).

⁶ Se Svenskt Näringsliv, *Frågor och svar om företagets roll i samhället*, Stockholm, 2006. <https://docplayer.se/80455-Foretagens-roll-i-samhallet.html>. (Hämtad: 2022-04-22), s. 3.

påverkan på företagens popularitet på finansmarknaden. För att säkerställa att företagen faktiskt agerar hållbart och inte enbart marknadsför sin hållbarhetsstrategi har såväl EU, FN och nationella lagstiftare pekat på behovet av ett rapporteringssystem med fokus på informationsgivning. Ett sådant system förväntas säkerställa att företagen faktiskt agerar i enlighet med deras marknadsförda hållbarhetsarbete.⁷

Den existerande regleringen på finansmarknaden i fråga om informationsgivning regleras ytterst genom marknadsmissbruksförordningen (MAR)⁸ där definitionen av begreppet insiderinformation avgör vad som behöver delges marknaden. Vid avgörandet av vilken information som behöver meddelas ser man till en teoretisk 'förnuftig investerare' för vägledning.⁹ Detta föranleder frågan om regelverkets förnuftiga investerare även omfattar den nya generationens investerare och de överväganden med koppling till hållbart företagande och ESG som denne i allt högre grad stödjer sig på då den agerar på marknaden. Övergången är, i många aspekter, fortfarande i sin linda men i samband med att millenniegenerationen antrar marknaden i allt större utsträckning kommer förändringar att ske i snabbare takt.¹⁰ Nya tider innebär även nya påverkansaspekter på finansmarknaden. Marknaden behöver därför utvecklas i takt med denna förändring, där regelverket som behandlar informationsgivning, MAR, behöver analyseras, och eventuellt även revideras, för att säkerställa att regleringen är anpassad till dagens trender och behov. På så sätt säkerställs att regelverket, i dessa nya tider, fortsatt uppfyller sitt syfte.

⁷ Se FN:s generalförsamling, *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*, s. 39; KOM (2019) 640 slutlig, s. 17; Skr. 2015/16:182, s. 10.

⁸ Se Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordningen) och om upphävandet av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG.

⁹ Se Artikel 7.4 MAR samt ingressen till MAR, skäl 14.

¹⁰ Se PwC, *The growth opportunity of the century*, Sustainable Finance Series 2022.

1.2 Syfte och frågeställningar

Uppsatsen syftar till att utreda hur informationsgivning kopplad till företagens hållbarhetsarbete samspelar med det redan existerande informationsgivningsregelverket på finansmarknaden, MAR. Uppsatsen kommer vidare även utreda huruvida detta regelverk är anpassat för att möta de krav på hållbarhet som investerare i allt högre grad ställer. Genom att skapa en djupare förståelse för ESG-området och innebörden av hållbarhetsrapportering samt erbjuda en genomgång av MAR:s informationsgivningsregler avser uppsatsen således att utvärdera om de ideal och syften som ESG drivs av kan förankras i det redan existerande regelverket på området.

För att uppnå syftet kommer följande frågeställningar att utredas:

- Hur är informationsgivningsreglerna på finansmarknaden utformade?
- Vilka syften ska informationsgivningsreglerna tillgodose?
- Vad är syftet med ESG-rapportering och hur har utvecklingen av detta syfte sett ut?
- Finns det utrymme för hållbarhetsrapportering att omfattas inom tillämpningsområdet för artikel 7 MAR?

1.3 Avgränsningar

Uppsatsen har avgränsats till att fokusera på hur MAR-regleringens definition av insiderinformation samspelar med företagens tillkännagivande av ESG-information. Med anledning av detta kommer fokus läggas främst på två av rekvisiten i insiderinformations-begreppet; 'specifik natur' samt 'väsentlig inverkan på priset', då det främst är dessa som är av relevans för uppsatsens syfte.

I uppsatsen tillhandahålls även en beskrivning och tolkning av begreppen Corporate Social Responsibility samt Environmental, Social and Governance.

Inom ramen för dessa begrepp kan man ålägga olika perspektiv. De olika perspektiven kommer genom arbetet att beröras men någon djupare framställning av de olika delarna av begreppen kommer inte att presenteras med hänvisning till att det inte är nödvändigt för att uppnå uppsatsens syfte.

I de avsnitt där EU-rätten spelar en avgörande roll fokuserar uppsatsen på EU-rättens materiella bolagsrättsliga regler, således avgränsas den konstitutionella aspekten och genomslaget av EU-rätten bort inom ramen för detta arbete.

I arbetet används en del lagtekniska begrepp som definieras i samband med att de aktualiseras. Ett begrepp som tåls att förtydligas redan i detta skede är dock begreppet 'investerare'. Med investerare åsyftas i uppsatsen som huvudregel en privat investerare som investerar sitt eget kapital på finansmarknaden för egen räkning. Om inget annat specificeras är det alltså denna definition som läsaren förväntas utgå ifrån.

Slutligen, med anledning av att MAR endast är tillämplig på bolag som är noterade på en reglerad marknad ligger fokus på publika bolags arbete med ESG, fortsättningsvis ska därför "företag" förstås som just publika aktiebolag om inget annat anges.

1.4 Metod och material

För att besvara ovan nämnda frågor och uppnå uppsatsens tänkta syfte har en kombination av olika metoder och perspektiv anlagts. I huvudsak används en rättsdogmatisk metod i uppsatsens inledande del, där lagstiftning, förarbeten och doktrin studeras för att fastställa rättens innebörd.¹¹ Rättsdogmatiken kan även syfta till att rekonstruera rättssystemet, där målet då blir att applicera

¹¹ Se Kleineman, Jan. "Rättsdogmatisk metod" i *Juridisk metodlära*, Nääv, Maria och Zamboni, Mauro (red.), s. 21–46, 2 uppl. Lund, 2018, s. 21.

metoden för att finna alternativa, bättre, lösningar på ett rättsligt problem.¹² Genom detta används även den rättsdogmatiska metoden för att utröna och fastslå vilka rättsregler som finns (*de lege lata*) samt vilka rättsregler som borde finnas (*de lege ferenda*).¹³ Inledningsvis består denna uppsats i att fastställa gällande rätt, för att därefter i den avslutande analysen beröra och diskutera alternativa lösningar och överväganden i ljuset av CSR och ESG. I och med att arbetet även i viss mån tar fasta på möjliga framtida regleringar innehåller uppsatsen även tendenser till rättspolitisk argumentation.¹⁴ Läsaren ska dock vara uppmärksam på att arbetet inte syftar till att föreslå en alternativ reglering som sådan utan främst syftar till att utmana dagens systematik. Inom ramen för detta utforskas därför de nuvarande reglernas möjliga tillämpning på problemet i fråga. *De lege sententia ferenda* bör även nämnas i anslutning till detta resonemang. Vid en applicering av detta perspektiv ser man till de förändringar av rättsläget som kan ske i domstol utan att en lagändring utförd av lagstiftaren behöver genomföras.¹⁵ Detta blir en intressant utgångspunkt framför allt i uppsatsens avslutande analys i resonemang om hur ESG-information står sig i relation till de rekvisit som insiderinformationsbegreppet i MAR konstitueras av.

Arbetet bygger till största del på unionsrättsliga källor, där den EU-rättsliga förordningen MAR i uppsatsens inledande del har getts stort fokus. På ESG-området har det på senare tid etablerats bindande reglering, både i form av direktiv och förordningar. Dessa är centrala i kapitel 5 där både disclosureförordningen (SFDR)¹⁶ samt det nya förslaget om ett direktiv för företags hållbarhetsarbete samt förslaget om ett direktiv om tillbörlig aktsamhet för företag i fråga om hållbarhet tas upp. Utöver dessa regleringar används även ett antal andra EU-rättsliga källor, både hänförliga till MAR samt ESG, inom ramen för arbetet. Reglerna som behandlar

¹² Se Kleineman, *Juridisk metodlära*, s. 21.

¹³ Se Lehrberg, Bert, *Praktisk juridisk metod*, 13 uppl. Uppsala, 2021, s. 203.

¹⁴ Se Sandgren, Claes, *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare – Ämne, material, metod, argumentation och språk*, 5 uppl. Visby, 2021, s. 52.

¹⁵ Se Lehrberg, *Praktisk juridisk metod*, s. 283.

¹⁶ Europaparlamentets och Rådets förordning (EU) 2019/2088 av den 27 november 2019 om hållbarhetsrelaterade upplysningar som ska lämnas inom den finansiella tjänstesektorn.

insiderinformation och ESG är harmoniserade i olika utsträckning, i den del de utgör bindande rätt används en EU-rättslig metod för att få till stånd en ändamålstolkning av bestämmelserna. Denna metod, den teleologiska metoden, använder EU-domstolen för att utröna syftet bakom såväl enskilda bestämmelser som hela rättsakter.¹⁷ Inom ramen för arbetets inledande avsnitt, samt under kapitel 5, har därför denna metod använts i syfte att särskilt belysa bestämmelsernas tänkta syfte och sammanhang.

I fråga om arbetets första del, och genomgången av MAR:s syften, bakomliggande idébildning samt begreppet insiderinformation har förutom EU-rättslig lagstiftning och förarbeten i huvudsak europeisk doktrin konsulterats.

I utredningen av begreppet insiderinformation har äldre rättsfall från då 2003 års marknadsmissbruksdirektiv (MAD I)¹⁸ var gällande använts för att visa på hur begreppet tolkas av EU-domstolen. EU-domstolens avgöranden som tillkom under MAD I förblir relevanta för tolkningen av MAR på grund av att lagtexten i MAR delvis är baserad på denna äldre rättspraxis, särskilt i fråga om begreppet insiderinformation i MAR:s artikel 7.¹⁹

Beträffande uppsatsens andra huvudattraktion, ESG och regleringen kring hållbart företagande, har området tidigare till stor del reglerats genom soft law. Soft law avser kvasi-rättsliga instrument såsom exempelvis riktlinjer, standarder och uppförandekoder som inte har någon direkt juridiskt bindande kraft eller vars bindande kraft är av lägre ställning i rättskällehierarkin jämfört med traditionell lag. Regleringen har på ESG-området främst bestått av frivilliga koder, fördrag och rekommendationer. Regleringen har analyserats med dess rättsliga ställning i åtanke. Tillämpandet av soft law anses i viss mån ifrågasätta de mest grundläggande dogmerna i den västerländska

¹⁷ Se Reichel, Jane. "EU-rättslig metod" i *Juridisk metodlära*, Nääv, Maria och Zamboni, Mauro (red), s. 109–142, 2 uppl. Lund, 2018, s. 122.

¹⁸ Se Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och tillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk).

¹⁹ Se Lau Hansen, Jesper, Market Abuse Case Law – Where do We Stand with MAR?, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 14, nr. 2, 2017: 367-390, s. 390.

juridiska diskursen, antingen är rätten juridiskt bindande eller så är det något annat än rätt. Det som faller utanför det som är erkänt som bindande rätt är enligt detta synsätt farliga element att behandla som om de vore bindande, detta både ur ett demokratiskt- och rättssäkerhetsperspektiv. Samtidigt föreligger det många positiva aspekter med soft law-instrument, och i vissa fall är etablerandet av sådana instrument den enda möjliga vägen framåt.²⁰ Denna diskussion utvecklas ytterligare i avsnitt 5.2.1 nedan. Under de senaste åren har även bindande reglering, hard law, sakta börjat tillkomma på området. I samband med framställningen av dessa regler har kommissionens publicerade uttalanden och meddelanden konsulterats för att skapa en förståelse för reglernas tilltänkta syfte och sammanhang.

I stort har mycket europeiskt och internationellt material konsulterats inom ramen för kapitel 4 och 5, och svensk doktrin har enbart studerats i fråga om information rörande värdeskapande CSR.

1.5 Forskningsläge

Det finns mycket skrivet både om insiderinformation och om CSR-arbete och ESG-investeringar på finansmarknaden på EU-nivå. Inom ramen för MAR-regelverket har verk författade av Jesper Lau Hansen, Robert Sevenius, Karin Eklund och Daniel Stattin varit extra värdefulla att konsultera. Vid utredning av EU-rättsakterna, hithörande modeller och bärande idéer har vägledning hämtats hos ett antal författare. Doktrin överlappar till stor del varandra, men för att nämna några av de verk som har varit mest avgörande för framställningen av arbetets första del kan *The Market for Lemons* av George Akerlof nämnas. Även Carmine Di Noia och Matteo Gargantinis artikel *Issuers at midstream* samt Jesper Lau Hansens's *'Issuers' duty to disclose*

²⁰ Se Zamboni, Mauro och Munukka, Jori. ”Soft law och reglering av hållbarhet: rättsteoretiska bidrag till diskursen om företagsstyrning och hållbarhet” i *Festskrift till Jan Kleinman*, Andersson, Axel, Calissendorff, Axel, Lindskog, Stefan och van der Sluijs, Jessica (red.), s. 849–878, Stockholm, 2021, s. 861.

inside information och *Say When* har varit viktiga i författandet av avsnittet om insiderinformation.

Även i svensk doktrin är MAR flitigt behandlat och så även företags CSR-arbete. ESG-investeringar har under de senaste åren behandlats alltmer i den litteratur som anses utgöra svensk doktrin, även om informationen ofta är baserad på europeiska data och genomförda studier. Här har främst Karolina Windell, Maria Grafström samt Susanne Sweet spelat en viktig roll för förståelsen av begreppens innebörd och rättsliga kontext. I övrigt har arbetet i ESG-delen främst konsulterat doktrin från Peter Yeoh samt Tadahiro Nakajima. Archie B. Carrolls artiklar om CSR²¹ har även varit till stor hjälp för framställningen av ESG och CSR:s framväxt, och så även Wayne Vissers *The Age of Responsibility: CSR 2.0 and the New DNA of Business*.

Både på EU-nivå och för svenskt vidkommande finns det dock ytterst lite information om hur information om företagens CSR-arbete och ESG-investeringar förhåller sig till MAR:s regelverk och tillämpningen av insiderinformationsregleringen.

Peter O. Mülbart och Alexander Sajnovits artikel *The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG Era* har bistått med inspiration till uppsatsens ämnesval. Med anledningen av det skrala informationsutbudet på området har artikeln även varit till stor hjälp för att få en djupare förståelse av ämnet och den problematik som här föreligger.

1.6 Disposition

Uppsatsen är indelad i totalt sju kapitel och är disponerad enligt följande. Efter detta inledande kapitel följer i *kapitel 2* en redogörelse för

²¹ Se exempelvis, *Corporate Social Responsibility – Evolution of Definitional Construct, A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance* samt *The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward The Moral Management of Organizational Stakeholders*.

informationsgivningens övergripande syfte och ändamål på finansmarknaden med särskilt fokus på de syften som MAR-regleringen vilar på och drivs av. *Kapitel 3* fokuserar på de, för uppsatsen två, viktigaste rekvisiten i definitionen av insiderinformation; 'specifik natur' samt 'väsentlig inverkan på priset'. Detta följs sedan i *kapitel 4* av en genomgång av CSR- och ESG-begreppet, dess bakomliggande syfte och teoretiska ramverk. I *kapitel 5* redogörs det för idén om den nya generationens förnuftiga investerare samt presenteras en övergripande framställning av den nyttillkomna regleringen på hållbarhetsområdet. Här ligger fokus på de rapporteringsinriktade regelverken med anledning av det informationsgivningsfokus som uppsatsen styrs av. I *kapitel 6* analyseras slutligen det framförda materialet i syfte att besvara uppsatsens frågeställningar och uppfylla uppsatsens syfte, här lämnas läsaren även med några avslutande kommentarer och en reflektion avseende vad som kan väntas i framtiden.

2 Informationsgivningens underliggande syfte och ändamål

2.1 Inledning

Aktiemarknaden styrs idag av ett relativt omfattande, om än något spretigt, regelverk bestående av både lagstiftning och självreglering. För att få en bättre förståelse för regelverkets uppbyggnad följer en kortare redogörelse över framväxten av informationsgivningsreglerna på finansmarknaden och de ändamål som de föregås av. Denna framställning syftar inte till att på något sätt ge en heltäckande skildring av historiken och de bakomliggande ändamålen. Intentionen är snarare att redogöra för idébildningen och rättsutvecklingen i stora drag för att genom detta bidra med en kontext som underlättar för förståelsen av finansmarknadens informationsgivning såsom den ser ut idag.

2.2 Informationsgivning inom marknadsmissbruksregleringen

När man talar om informationsgivning på finansmarknaden så är det främst marknadsmissbruksregleringen, MAR, som är av intresse. Enligt ingressen till MAR är en verklig inre marknad för finansiella tjänster avgörande för ekonomisk tillväxt inom unionen.²² MAR:s syfte är att säkerställa en finansmarknad som besitter marknadsintegritet; en effektiv marknad med god förutsättning för ekonomisk tillväxt och välbefinnande.²³ För att åstadkomma detta

²² Se ingressen till MAR, skäl 1.

²³ Se ingressen till MAR, skäl 2.

krävs regler som säkerställer informationsgivning på marknaden. Genom upprätthållandet av dessa regler kan sedermera allmänhetens förtroende för marknaden bibehållas.²⁴

Den teoretiska idébildningen och diskussionen som föranlett MAR har till stor del varit influerad av rättsekonomiska utgångspunkter och antaganden.²⁵ Detta återspeglas tydligt i de syften som regleringen styrs av, inte minst genom fokuset på en effektiv marknad som grundförutsättning för ekonomisk tillväxt. Idén om den effektiva marknaden, även kallad den effektiva marknadshypotesen,²⁶ är en viktig rättsekonomisk teori.²⁷ Hypotesen kopplas till informationsgivningsreglerna och deras syfte att säkerställa en korrekt prisbildning på marknaden.²⁸ Genom att information delges omedelbart minskas informationsasymmetrier vilket banar vägen för en rättvis och välfungerande marknad.²⁹

2.3 Obligatorisk informationsgivning

2.3.1 Monopolistisk information

En av grundstenarna bakom en fungerande marknadsekonomi är förekomsten av frivilliga transaktioner mellan två parter. För att frivilliga transaktioner ska kunna upprätthållas krävs det att respektive part bereds möjligheten att begrunda sin position i affärssuppgörelsen såväl före som efter att ett utbyte skett.³⁰ I fråga om transaktioner på en aktiemarknad kan detta kokas ner till att köparen måste veta vad det är denna köper in sig i när den köper aktier i

²⁴ Se ingressen till MAR, skäl 24.

²⁵ Se Eklund, Karin och Stattin, Daniel, *Aktiebolagsrätt och Aktiemarknadsrätt*, 3 uppl. Uppsala, 2021, s. 446.

²⁶ För vidare läsning och utveckling av teorin se Broneus, Sandra och Stattin, Daniel, *Marknadsinformation och marknadsmisbruk*, Stockholm, 2022, s. 18.

²⁷ Se Eklund & Stattin, *Aktiebolagsrätt och Aktiemarknadsrätt*, s. 446.

²⁸ Se Broneus & Stattin, *Marknadsinformation och marknadsmisbruk*, s. 27.

²⁹ Se Eklund & Stattin, *Aktiebolagsrätt och Aktiemarknadsrätt*, s. 446.

³⁰ För vidare läsning och utveckling av grunderna för denna ekonomiska teori se Akerlof, George. A, *The Market For 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, nr. 3, 1970: 488–500.

ett publikt bolag. För säljaren är det desto tydligare vad denna får i utbyte mot utgivandet av aktier; ekonomisk kompensation. En marknad som präglas av ett asymmetriskt informationsbyte kommer av denna anledning inte att fungera optimalt. Upplever den ena parten att den är i ett uppenbart underläge informationsmässigt riskeras nämligen att en transaktion inte blir av. Informationsgivning har därför ansetts vara av stor betydelse i upprätthållandet av en allmän transaktions- och investeringsvilja hos investerare.³¹

Enligt ekonomisk teori anses det, med anledning av ovan, nödvändigt att den part som är i monopolistisk besittning av information offentliggör denna information. Denna informationsgivning möjliggör då för motparten att fatta sitt investeringsbeslut baserat på rimliga grunder.³² Informationsgivningsregleringen avser alltså att säkerställa att en investerare ges en rättvis bild av det företag som denne funderar på att investera i. Det innebär även att investerare då kan bilda sig en uppfattning om huruvida priset på företagets finansiella instrument motsvarar det pris som investeraren är villig att betala.³³ Detta informationsgivningsbeteende, där aktörer offentliggör monopolistisk information, bidrar till att prissättningen på värdepappersmarknaden blir korrekt, samtidigt som det botar skadlig informationsasymmetri på marknaden.³⁴

³¹ Se Akerlof, *The Market for 'Lemons'* s. 488 ff; Khachaturyan, Arman & Lannoo, Karel, Disclosure Regulation in The EU – The Emerging Framework, *Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 3, nr. 2, 2003: 329–358, s. 332; Lau Hansen, Jesper, The Hammer and the Saw – A short Critique of the Recent Compromise Proposal for a Market Abuse Regulation, *Nordic & European Company Law Working Paper*, nr. 10–35, 2012: 1–12, s. 3.

³² Se Hansen, *The Hammer and The Saw*, s. 3; Lannoo & Khachaturyan, *Disclosure Regulation in The EU – The Emerging Framework*, s. 332; Schön, Wolfgang, Corporate Disclosure in a Competitive Environment. The ECJ's Axel Springer Case and the Quest for a European Framework for Mandatory Disclosure, *European Corporate Governance Institute (ECGI), Law Working Paper*, nr. 55, 2016: 1–41, s. 12.

³³ Se Lannoo & Khachaturyan, *Disclosure Regulation in The EU – The Emerging Framework*, s. 332.

³⁴ Se Schön, *Corporate Disclosure in a Competitive Environment*, s. 25.

2.3.2 Fördelaktig information

Utifrån ovanförda resonemang är det tydligt att informationsgivning är en viktig parameter i säkerställandet av en effektiv och rättvis aktiemarknad.

För att informationsgivningen ska ha positiva effekter på marknadens effektivitet måste dock informationskravet begränsas till att endast omfatta den, för investerare, relevanta informationsmassan.³⁵ Sådan information benämns i litteraturen som ”fördelaktig information” (eng: ”material information”).³⁶ Fördelaktig information är information som är korrekt, monopolistisk och relevant.³⁷ Information anses ”korrekt” om de händelser som informationen rör har inträffat eller med stor sannolikhet kan förväntas inträffa.³⁸ Vidare är informationen ”monopolistisk” för den ena parten om den är otillgänglig för motparten i transaktionen. Med ”relevant” information menas slutligen sådan information som förväntas påverka en parts uppfattning om transaktionen och dess värde.³⁹ Skälet till att enbart denna typ av information anses gynna marknadens stabilitet är kopplat till resonemang om att ju mer information det finns att tillgå, desto svårare är det för en investerare att särskilja vilken information som egentligen är relevant att beakta vid en potentiell investering.⁴⁰ Således är det viktigt att det föreligger begränsningar i vilken information som anses så pass relevant att den kan förväntas påverka en akties kurs och därigenom bör offentliggöras. Det är här begreppet insiderinformation kommer in. Definitionen av insiderinformation avser att särskilja fördelaktig information från icke-fördelaktig information,

³⁵ Se Hansen, *The Hammer and The Saw*, s. 3.

³⁶ Se Lau Hansen, Jesper, Say When: When must an issuer disclose inside information?, *Nordic & European Company Law Working Paper*, nr. 16–03, 2016: 1-29, s. 15; Di Noia, Carmine, & Gargantini, Matteo, Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 9, nr. 4, 2012: 485-527, s. 500; Di Noia & Gargantini, The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for Future Actions, *Rivista delle Società*, nr. 4, 2009: 1-39, s. 19.

³⁷ Se Hansen, *The Hammer and The Saw*, s. 3.

³⁸ Se Broneus & Stattin, *Marknadsinformation och marknadsmissbruk*, s. 17 f.; Jmf. även avsnitt 3.2.3 för resonemang avseende sannolikhetskravet.

³⁹ Se Hansen, *The Hammer and The Saw*, s. 3.

⁴⁰ Se Hansen, *The Hammer and The Saw*, s. 3; Hansen, *Say When*, s. 3.

och säkerställer genom detta att regelverket endast kräver informationsgivning av den fördelaktiga informationen.⁴¹

Även från emittenters⁴² perspektiv är det viktigt att den fördelaktiga informationen särskiljs. En allt för långtgående informationsgivningsskyldighet innebär en stor kostnad för emittenterna, vilket i längden kan innebära att det inte upplevs som tillräckligt attraktivt att börsnoteras.⁴³

2.4 Kort om marknadsmisbruksregleringen genom historien

Den första svenska lagstiftningen rörande marknadsmisbruk kom redan i början av 1970-talet, även om begreppet insiderinformation inte infördes i regleringen förrän i mitten av 1980-talet.⁴⁴ Genom 1989 års insiderdirektiv samordnades regleringen rörande marknadsmisbruk på en europarättslig nivå genom införandet av minimiregler för insiderhandel.⁴⁵ Direktivet implementerades i svensk rätt genom insiderlagen som trädde i kraft 1990.⁴⁶ Regleringen innebar en utvidgning av förbudet mot insiderhandel både i fråga om antalet personer som omfattades av reglerna och av antalet värdepapper som träffades av regleringen. Reglerna innebar även en anpassning till det EU-rättsliga direktiv som antagits året innan. Anpassningen syftade till att

⁴¹ Se Hansen, *The Hammer and The Saw*, s. 4-5.

⁴² Begreppet emittent definieras i artikel 3.1 (31) MAR som en privaträttslig eller offentligrättslig juridisk person som emitterar eller föreslår emission av finansiella instrument. Med emittent menas således en utgivare av värdepapper, exempelvis ett företag som ger ut aktier.

⁴³ Se ingressen till MAR, skäl 55; Hansen, *The Hammer and The Saw*, s. 3.

⁴⁴ Se Lag (1971:827) om registrering av aktieinnehav; Prop. 1984/85:157; Lag (1985:571) om värdepappersmarknaden.

⁴⁵ Se Rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter om insiderhandel.

⁴⁶ Se Insiderlag (1990:1342).

möjliggöra en enhetlig marknad för finansiella tjänster inom unionen.⁴⁷ Denna tanke genomsyrar även dagens reglering på området, där en harmoniserad reglering inom EU anses nödvändig för att säkerställa träffsäkra och effektiva marknadsmissbruksregler.⁴⁸ Mellan 1989 och början på 2000-talet rådde det till viss del stiltje inom EU på området och först genom 2003 års marknadsmissbruksdirektiv (MAD I)⁴⁹ uppdaterades regelverket. Det är sedermera dessa regler som ändrades genom införandet av MAR.

För svenskt vidkommande ersattes insiderlagen från 1990 år 2001 av insiderstrafflagen.⁵⁰ I propositionen till den nya lagen uttrycktes det, med anledning av att den gränsöverskridande handeln på den finansiella marknaden hade ökat i en närmast explosionsartad takt, att ytterligare anpassning av regelverket behövde ske. De bestämmelser som implementerats för att upprätthålla allmänhetens förtroende för de finansiella marknaderna ansågs behöva modifieras för att bättre möta de krav som kan anses rimliga att ställa på en väl fungerande handel med finansiella instrument. Samtidigt behövde bestämmelserna även vara förenliga med utvecklingen av börshandel framåt.⁵¹ Med anledning av införandet av MAD I på EU-nivå behövdes det dock redan 2005 ytterligare anpassning för att den svenska strafflagstiftningen avseende marknadsmissbruk skulle överensstämma med den nya harmoniserade lagstiftningen inom EU. Detta ledde till 2005 års marknadsmissbrukslag.⁵² Marknadsmissbrukslagen blev något mer långlivad, och var tillämplig till dess att även sanktionssystemet beträffande marknadsmissbruk harmoniserades genom ikraftträdandet av

⁴⁷ Se Prop. 1990/91:42 s. 1.

⁴⁸ Se SOU 2014:46 s. 18.

⁴⁹ För att undvika missförstånd och förväxling med det sedan 2016 gällande marknadsmissbruksdirektivet, Europaparlamentets och rådets direktiv nr 2014/57/EU av den 16 april 2014 om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk (marknadsmissbruksdirektiv), kommer direktivet från 2003 att benämnas MAD I och det nu gällande direktivet MAD II.

⁵⁰ Se Insiderstrafflagen (2000:1086).

⁵¹ Se Prop. 1999/2000:109 s. 39.

⁵² Se Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.

MAD II⁵³, som i Sverige har implementerats genom lag (2016:1307) om straff för marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden.

Trots införandet av nya lagar under början av 2000-talet förändrades inte definitionen av insiderinformation i förhållande till insiderhandel i någon större utsträckning. Vad gäller definitionen av insiderinformation i förhållande till emittenters skyldighet att offentliggöra insiderinformation förekom regleringen inledningsvis i 1992 års börs och clearinglag (1992:543). Lagen ersattes 2007 av lag (2007:528) om värdepappersmarknaden, VpmL, som är i kraft än idag.

2.5 Från MAD till MAR

EU har arbetat för en harmoniserad reglering av värdepappersmarknaden under lång tid, vilket inte minst syns genom 1989 års insiderdirektiv. 2003 års marknadsmissbruksdirektiv var ytterligare ett stort steg i denna riktning och förhoppningen var att regleringen skulle resultera i en högre nivå av funktionalitet och marknadsintegritet. Det förväntades i sin tur leda till bättre förutsebarhet och ett starkare investerarförtroende vilket skulle öka marknadens effektivitet och även maximera den ekonomiska tillväxten.⁵⁴ Med så höga förväntningar på regelverket är det inte oväntat att det redan tidigt efter direktivets införande blev tydligt att regleringens praktiska tillämpning inte kunde nå upp till den satta standarden. På grund av att MAD I tog formen av ett direktiv implementerades reglerna på olika sätt i de olika medlemsstaterna, något som resulterade i att den önskade harmoniseringen aldrig uppnåddes.⁵⁵ I stället skiljde sig regleringen åt i olika medlemsstater. Av denna anledning implementerades MAR som en förordning vilken, genom sin direkt normgivande effekt, skulle ta vid där MAD I visade sig

⁵³ Europaparlamentets och rådets direktiv nr 2014/57/EU av den 16 april 2014 om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk (marknadsmissbruksdirektiv).

⁵⁴ Se ingressen till MAD I, skäl 12 och 13.

⁵⁵ Se Lau Hansen, Jesper & Moalem, David, The MAD disclosure regime and the twofold notion of inside information: the available solution. *Capital Markets Journal*, Vol. 4, nr. 3, 2009: 323–340, s. 324.

otillräcklig.⁵⁶ Det ska här dock tydliggöras att trots att regleringen genomgick förändringar både i form och innehåll genom inrättandet av MAR så kom definitionen av insiderinformation såsom det definierades i MAD I att bestå, med viss komplettering av den rättsutveckling som skett, även i det nya regelverket. Det är med anledning av detta som den praxis som utarbetades av EU-domstolen i förhållande till MAD I:s regler om insiderinformation fortsatt är relevant för dagens tillämpning av reglerna.⁵⁷

2.6 Regleringens mekanismer – tillsyn och sanktioner

Med anledning av att det inte är relevant för arbetets huvudsakliga syfte att en grundlig utläggning om MAR:s sanktionssystem samt tillsyn genomförs följer nedan endast en mycket ytlig framställning av regleringens sanktions- och tillsynssystem. Framställningen ämnar inte att på något sätt vara uttömmande och syftar enbart till att ge en övergripande förståelse för regelverkets yttre ramar.

Att MAR har formen av en förordning innebär att reglerna är direkt tillämpliga i samtliga medlemsstater, vilket banar vägen för en enhetlig marknadsmissbruksreglering inom unionen.⁵⁸ För att säkerställa efterlevnad av reglerna föreligger det ett antal mekanismer inom ramen för både förordningen och genom införandet av marknadsmissbruksdirektivet, MAD II.⁵⁹

⁵⁶ Se ingressen till MAR, skäl 5.

⁵⁷ Se Ventoruzzo, Marco & Picciau, Chiara. ”Article 7: Inside information” i *Market Abuse Regulation – Commentary and Annotated Guide*, Mock, Sebastian & Ventoruzzo, Marco (red.), s. 259–291, 2 uppl. Oxford, 2022, s. 265.

⁵⁸ Se ingressen till MAR, skäl 3.

⁵⁹ Se b.l.a. Artikel 3–5 MAD II som införlivats i 2 kap. i Lag (2016:1307) om straff för marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden.

Utöver den straffrättsliga regleringen i MAD II tillskriver även MAR tillsynsmyndigheten ESMA⁶⁰ befogenheter att utfärda riktlinjer och rapporter i syfte att stabilisera det finansiella systemet i ljuset av regleringens underliggande syften.⁶¹ Vidare reglerar även MAR att respektive medlemsstat ska ha en behörig administrativ myndighet som ska arbeta för att försäkra reglernas tillämpning.⁶² I Sverige är Finansinspektionen (FI) behörig myndighet.⁶³ FI har inom ramen för detta uppdrag befogenhet att utöva tillsyn, utreda och ingripa vid misstänkta överträdelser av marknadsmissbruksregelverket.⁶⁴ FI utkommer även, med stöd av ESMA, med förtydligande skrivelser och information om hur regelverket förväntas tillämpas.

Den svenska börsen, där regelverket i allra högsta grad tillämpas rent praktiskt, har även en lagstadgad skyldighet att utkomma med specifika regler kopplade till handeln på börsen.⁶⁵ Inom ramen för detta krav utkommer marknadsplatser därför med egna regelverk. Regelverket kompletteras ofta med Q&A-publiceringar med syfte att förtydliga börsens tillämpning och tolkning av marknadsmissbruksregelverket.⁶⁶ Avgöranden från börsens disciplinnämnd vid överträdelser av regelverket är med anledning av regelverkets lagbemyndigande en viktig tolkningskälla i sammanhanget.⁶⁷

⁶⁰ Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (eng: The European Securities and Markets Authority).

⁶¹ Se Artikel 16.1 i Europaparlamentets och rådets förordning 1095/2010 av den 24 november 2010 om inrättandet av en europeisk tillsynsmyndighet (Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten), om ändring av beslut 716/2009/EG och om upphävandet av kommissionens beslut 2009/77/EG.

⁶² Se Artikel 22 MAR.

⁶³ Se 1 kap. 2 § lag (2016:1306) med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmissbruksförordning (Kompl).

⁶⁴ Se 3 kap. och 5 kap. Kompl.

⁶⁵ Se 13 kap. 6–7 §§ VpmL.

⁶⁶ Se Nasdaq Stockholm, Regelverk för emittenter, 1 januari 2019, s.2.

⁶⁷ Se 13 kap. 14 § VpmL; Nasdaq, The Surveillance Department, *Nasdaq*, u.å., <<https://www.nasdaq.com/solutions/the-surveillance-department>>. (Hämtad: 2022-03-04).

3 Insiderinformation enligt

Art. 7 MAR

3.1 Inledning - något kort om bestämmelsen i sin kontext

Definitionen av insiderinformation återfinns i artikel 7 MAR. Med insiderinformation avses enligt artikeln följande typ av information:

”Information av specifik natur som inte har offentliggjorts, som direkt eller indirekt rör en eller flera emittenter eller ett eller flera finansiella instrument och som, om den offentliggjordes, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade finansiella derivatinstrument”⁶⁸.

Bestämmelsen är uppbyggd på fyra kumulativa rekvisit. Rekvisiten bedöms separat och ska enligt EU-domstolen betraktas som minimivillkor.⁶⁹ Sett till definitionen ovan kan de fyra rekvisiten brytas ner enligt följande:

1. Informationen är av specifik natur.
2. Informationen är ej offentliggjord.
3. Informationen hänför sig direkt eller indirekt till en eller flera emittenter eller ett eller flera finansiella instrument.
4. Informationen skulle, om den offentliggjordes, sannolikt ha en väsentlig inverkan på priset på det finansiella instrumentet.

Nyckelbegreppen i artikeln anses vara ’specifik natur’ och ’väsentlig inverkan på priset’.⁷⁰ Med hänsyn till uppsatsens syfte kommer enbart dessa två nyckelbegrepp att beröras närmare i efterföljande avsnitt.

⁶⁸ Artikel 7.1 a MAR.

⁶⁹ Se C-19/11 *Markus Geltl mot Daimler AG*, EU:C:2012:397, punkt 25, 52 och 53.

⁷⁰ Se ingressen till MAR, skäl 8.

För att enklare förstå syftet med artikel 7 MAR så behöver den sättas i sin kontext. Artikeln är nämligen mycket central för hela marknadsmissbruksregleringen och definitionen används för ett flertal av de andra bestämmelserna i MAR. Här är främst artikel 17 relevant att nämna, vilken stadgar en skyldighet för emittenter att offentliggöra insiderinformation. Enligt denna artikel är en emittent skyldig att så snart som möjligt informera allmänheten om insiderinformation som direkt berör emittenten. Även insiderhandelsförbudet i artikel 8 och 14 samt förbudet mot olagligt röjande av insiderinformation som stadgas i artikel 10 och 14 bygger på definitionen av insiderinformation. Samtliga av dessa regler syftar till att upprätthålla allmänhetens förtroende för finansmarknaden samt att säkerställa transparens och öppenhet genom att undanröja informationsövertag.⁷¹

3.2 Specifik natur

3.2.1 Inledning

Artikelns första rekvisit, att informationen ska vara av specifik natur, preciseras närmare i artikel 7.2 MAR:

”Vid tillämpning av punkt 1 ska information anses vara av specifik natur om den anger omständigheter som föreligger eller rimligtvis kan komma att föreligga eller en händelse som har inträffat eller som rimligtvis kan förväntas inträffa och om denna information är tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på priserna på finansiella instrument [...]”.

Rekvisitet kan delas upp i två, alternativt tre, kumulativa kriterier vid avgörandet av huruvida ett stycke information är specifikt nog för att anses utgöra insiderinformation. Det första kriteriet är kopplat till artikelns inledande del, och tydliggörs enklast genom ett ”rimlig förväntans-test” (eng:

⁷¹ Se Broneus & Stattin, *Marknadsinformation och marknadsmissbruk*, s. 89.

reasonable expectation test). Det andra kriteriet hänför sig till den andra delen av artikeln och tydliggörs bäst genom ett ”specificitets-test” (eng: specificity test).⁷²

Utöver dessa två kriterier föreskriver också bestämmelsen inledningsvis att informationen, för att anses vara av specifik natur, ska hänföras till ett antal omständigheter eller en händelse. Distinktionen mellan dessa begrepp är viktig framför allt i relation till information som utvecklas över tid.⁷³ Denna bedömning kan därför ses som ett tredje kriterium som måste vara uppfyllt för att informationen ska anses vara av specifik natur.⁷⁴ Nedan följer en kortare redogörelse för vad som faller under respektive begrepp.

3.2.2 Omständigheter eller en händelse

Den första delen av artikel 7.2 MAR reglerar att ett stycke information ska anses vara av specifik natur om det rimligen kan förväntas att den händelse eller omständighet som informationen föreskriver kommer att inträffa. För att få en bättre förståelse för vilken information som således anses falla härunder krävs förståelse för vad som menas med omständigheter respektive händelse. Begreppen omständigheter respektive händelse definieras inte närmare i MAR. Definitionen av begreppen slogs därför fast i rättsfallet *Geltl v. Daimler*.⁷⁵ Enligt EU-domstolen ska begreppen förstås utifrån sina vedertagna betydelser.⁷⁶ Ett uttalande som i sig inte ger särskilt mycket vägledning för hur begreppen faktiskt ska appliceras på verkligheten. I doktrinen definieras begreppen tydligare, här beskrivs en händelse som ett

⁷² Se bl.a. Di Noia och Gargantini, *Issuers at midstream*, s. 492 för förtydligande av de engelska termernas användning.

⁷³ Se Ventoruzzo & Picciau, *Market Abuse Regulation – Commentary and Annotated Guide*, s. 275–276.

⁷⁴ Se Ventoruzzo & Picciau, *Market Abuse Regulation – Commentary and Annotated Guide*, s. 275 ff.

⁷⁵ Se C-19/11 *Markus Geltl mot Daimler AG*.

⁷⁶ Se C-19/11 *Markus Geltl mot Daimler AG*, p. 30.

iakttagbart skeende, något som händer, medan en omständighet enbart anses vara ett förhållande som får betydelse i ett visst specifikt sammanhang.⁷⁷

Enligt Ventoruzzo och Picciau ska begreppet omständighet förstås som en grundläggande förutsättning för att något ska kunna ske, medan en händelse är själva skeendet i sig.⁷⁸ Utifrån denna distinktion menar Ventoruzzo och Picciau att ett intuitivt antagande kan göras: en enskild händelse förmedlar generellt mer information än en isolerad omständighet, som får mening först när den kombineras med andra omständigheter. Skillnaden mellan de två begreppen kan förklaras genom följande exempel: ett företags bolagsstämma till vilken aktieägare kallas för att besluta om huruvida emittentens aktiekapital ska höjas är att se som en händelse i sig. Införandet av skärpta kapitalkrav för företaget, då det läses tillsammans med företags senaste bokslut och dess strategiska plan framåt, kan tyda på att en bolagsstämma i företaget snart måste hållas för att godkänna en kapitalökning. Införandet av det skärpa kapitalkravet kan därför här anses utgöra en omständighet, som när den kombineras med andra faktorer får betydelse för företaget.⁷⁹

3.2.3 "Rimlig förväntans"-testet

Det andra kriteriet i bedömningen av vad som utgör information av specifik natur föreskriver en bedömning av huruvida en omständighet eller händelse redan har inträffat, eller om de rimligtvis kan komma att inträffa. I avgörandet om en händelse eller omständighet redan har inträffat ser man till de bevis som finns för att det har skett. Rykten och spekulation är således inte tillräckligt.⁸⁰

⁷⁷ Se Svanberg, Ola & Westberg, Dennis, Europaparlamentets och Rådets förordning (EU) nr 596/2014, (2019-09-19 JUNO), kommentaren till Artikel 7 Insiderinformation under avsnitt 2.2.2.

⁷⁸ Se Ventoruzzo & Picciau, *Market Abuse Regulation – Commentary and Annotated Guide*, s. 274 f.

⁷⁹ Se Ventoruzzo & Picciau, *Market Abuse Regulation – Commentary and Annotated Guide*, s. 275.

⁸⁰ Se Ventoruzzo & Picciau, *Market Abuse Regulation – Commentary and Annotated Guide*, s. 276.

I rättsfallet *Geltl v. Daimler* konstaterade EU-domstolen att formuleringarna ”rimligtvis kan förväntas” samt ”rimligtvis kan komma att föreligga” avser att det, efter en helhetsbedömning mot bakgrund av de faktorer som redan finns tillgängliga, finns faktiska utsikter för att de framtida omständigheterna och händelserna kan förväntas inträffa.⁸¹ Genom detta klargjorde domstolen alltså att ”rimligen kan förväntas” innebär att det föreligger faktiska utsikter. Det förekommer dock inte någon ytterligare precisering gällande vad ”faktiska utsikter” rent praktiskt innebär. Avsaknaden av en tydlig förklaring har inneburit att det i doktrinen uppstått olika tolkningar i fråga om begreppets verkliga innebörd.⁸² Flertalet menar att det för att det ska föreligga en faktisk utsikt räcker att händelsen är mer trolig att inträffa än inte.⁸³ Hansen anser dock att det för att ”en omständighet rimligen kan förväntas” inte krävs att det ska föreligga en positiv sannolikhet för ett visst utfall.⁸⁴ Snarare anser Hansen det nödvändigt att i stället försöka uppskatta om det är realistiskt att anta att händelsen eller omständigheterna kommer att inträffa genom att applicera tidigare erfarenheter på framtida händelser.⁸⁵

Sammanfattningsvis kan det konstateras att det är nödvändigt att det föreligger viss sannolikhet för att omständigheterna eller händelsen ska inträffa, samt att majoriteten anser att sannolikhetskravet är mött då det är mer troligt än inte att det inträffar.

⁸¹ Se C-19/11 *Markus Geltl mot Daimler AG*, p. 49 och 56.

⁸² Jmf. Exempelvis Lau Hansen, Jesper, *Issuers' duty to disclose inside information*, *ERA Forum: Journal of the Academy of European Law*, Vol. 18, nr. 1, 2017: 21–39, s. 18; Di Noia & Gargantini, *Issuers at midstream*, s. 495.

⁸³ Jmf. Di Noia & Gargantini, *Issuers at midstream*, s. 495; Brellochs, Michael & Krause, Hartmut, *Insider trading and the disclosure of inside information after Geltl v Daimler – A comparative analysis of the ECJ decision in the Geltl v Daimler case with a view to the future European Market Abuse Regulation*, *Capital Markets Law Journal*, Vol. 8, nr. 3, 2013: 283–299, s. 288; Ventoruzzo & Picciau, *Market Abuse Regulation – Commentary and Annotated Guide*, s. 276.

⁸⁴ Se Hansen, *Issuers' duty to disclose inside information*, s. 27; Hansen, *Say When*, s. 18.

⁸⁵ Se Hansen, *Say When*, s. 18.

3.2.4 Specificitets-testet

Förutsatt att ”rimlig förväntans-testet” är fullgjort och att det således föreligger viss sannolikhet för att omständigheterna eller händelsen ska inträffa så krävs det även att informationen, för att den ska anses vara av specifik natur, är av sådan art att det är möjligt att dra en slutsats om den potentiella effekt som händelsen eller omständigheten kommer att ha på priset på det finansiella instrumentet. Informationen måste alltså vara så pass specificerad att den åtminstone hypotetiskt ska kunna påverka aktiens prisbildning.⁸⁶

Det är för specificitetsbedömningen viktigt att uppmärksamma att det enligt förordningstexten enbart talas om en effekt på priset. En effekt kan utgöras dels av ett ökat pris, dels ett sänkt pris, och dels genom att priset ligger kvar på samma nivå. Det som är relevant för bedömningen är främst att informationen potentiellt kan påverka priset, således krävs det ingen faktisk påverkan för att specificitetskriteriet ska anses uppfyllt.⁸⁷ Det ska dock framhållas att insiderinformation allt som oftast faktiskt resulterar i att priset på det finansiella instrument påverkas när informationen offentliggörs.⁸⁸

Detta konstaterades av EU-domstolen i det vägledande avgörandet Lafonta.⁸⁹ Domstolen ansåg i detta rättsfall att så länge det är möjligt att inse att informationen kan ha en effekt på prisbildningen så ska den anses vara tillräckligt specifik för att falla under rekvisitet ’specifik natur’.⁹⁰ EU-domstolen konstaterade vidare att denna slutsats är rimlig med tanke på finansmarknadernas ökade komplexitet, där det blir allt svårare att exakt bedöma i vilken riktning priset kan komma att röra sig. Hade det varit tillåtet att betrakta information som specifik endast om den gör det möjligt att förutse

⁸⁶ Se Ventrizzo & Picciau, *Market Abuse Regulation – Commentary and Annotated Guide*, s. 277

⁸⁷ Se Broneus & Stattin, *Marknadsinformation och marknadsmissbruk*, s. 56.

⁸⁸ Se Ventrizzo & Picciau, *Market Abuse Regulation – Commentary and Annotated Guide*, s. 277.

⁸⁹ Se C-628/13 Jean-Bernard Lafonta mot Autorité des marchés financiers, EU:C:2015:162.

⁹⁰ Se C-628/13 Jean-Bernard Lafonta mot Autorité des marchés financiers, p. 34.

i vilken riktning priset på det berörda finansiella instrumentet kommer att påverkas, så skulle innehavaren av informationen kunna åberopa att det förelåg osäkerhet i detta avseende och således kunna dra fördel av detta på bekostnad av andra marknadsaktörer.⁹¹ En sådan tillämpning skulle riskera att motverka syftet med marknadsmissbruksreglerna.⁹² Således räcker det alltså att informationen är av sådan art att den potentiellt kan påverka priset i någon riktning.

3.3 Väsentlig inverkan på priset och den förnuftige investeraren

Det för uppsatsen andra, i artikeln sista, rekvisitet som ska vara uppfyllt för att viss information ska anses vara av karaktären insiderinformation är att informationen, om den offentliggörs, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på de berörda finansiella instrumenten.⁹³

Rekvisitet preciseras närmare i artikel 7.4 MAR:

”Vid tillämpning av punkt 1 ska information som, om den offentliggjordes, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på finansiella instrument, [...] avse information som en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut.”

Rekvisitet grundas på ett underliggande antagande att allmänt tillgänglig information som en förnuftig investerare skulle använda då denne fattar ett investeringsbeslut vanligtvis återspeglas i marknadspriserna. Det vill säga, är informationen av sådan art att en förnuftig investerare tar hänsyn till den vid

⁹¹ Se C-628/13 Jean-Bernard Lafonta mot Autorité des marchés financiers, p. 36.

⁹² Se C-628/13 Jean-Bernard Lafonta mot Autorité des marchés financiers, p. 36, p. 35.

⁹³ Se Artikel 7.1 MAR.

ett investeringsbeslut kan man anta att den vid ett offentliggörande kommer att ha en påverkan på marknadspriset.⁹⁴

Bilden av den förnuftiga investeraren tydliggörs genom skäl 14 i ingressen till MAR som en investerare som;

” [...] baserar sina investeringsbeslut på information som de redan har tillgång till, alltså tillgänglig förhandsinformation. Därför bör frågan om en förnuftig investerare, i samband med ett investeringsbeslut, rimligtvis skulle beakta en viss uppgift utvärderas på grundval av den tillgängliga förhandsinformationen. En sådan bedömning måste ta hänsyn till de förväntade effekterna av dessa uppgifter i ljuset av den berörda emittentens verksamhet som helhet, informationskällans tillförlitlighet och alla andra marknadsvariabler som kan förväntas påverka de finansiella instrumenten [...] under de givna omständigheterna.”⁹⁵.

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

I övrigt ger inte MAR någon ytterligare vägledning om vem den förnuftige investeraren faktiskt är. I doktrin beskrivs den förnuftiga investeraren som en person som antas agera och resonera rationellt, samt har förmågan att kunna urskilja information som eventuellt har en inverkan på värdepapperspriser från information som inte har sådan påverkan.⁹⁶

I fråga om ’väsentlig inverkan på priset’ så krävs det inte att informationen vid offentliggörandet faktiskt leder till en prisförändring, i praktiken är det sannolikt tillräckligt med en kursrörelse som är mer än obetydlig för att

⁹⁴ Se Ventrizzo & Picciau, *Market Abuse Regulation – Commentary and Annotated Guide*, s. 284.

⁹⁵ Ingressen till MAR, skäl 14.

⁹⁶ Se Ventrizzo & Picciau, *Market Abuse Regulation – Commentary and Annotated Guide*, s. 286.

väsentlighetskriteriet ska anses uppfyllt.⁹⁷ Vid bedömning av rekvisitets uppnående är det centrala i stället huruvida en förnuftig investerare skulle använda sig av informationen för att fatta ett investeringsbeslut. Utifrån detta kan man således i bedömningen fråga sig ”skulle en fiktiv rationell investerare vilja ha denna information innan hen fattar sitt investeringsbeslut?”. Om svaret på denna fråga är jakande torde informationen anses uppfylla väsentlighetsrekvisitet.⁹⁸ Detta resonemang finner även stöd i det vägledande avgörandet *Spector Photo*.⁹⁹ Här uttalade EU-domstolen att informationens förmåga att väsentligt ha en inverkan på priset måste bedömas mot bakgrund av dess innehåll och av sammanhanget, men att det inte är nödvändigt att avgöra huruvida offentliggörandet av informationen faktiskt haft en väsentlig inverkan på priset på det finansiella instrumentet som informationen avser.¹⁰⁰

I samband med införandet av MAD I listade även The Committee of European Securities Regulators, CESR,¹⁰¹ några indikationer som en investerare kan tänkas beakta vid bedömningen av om informationen sannolikt förväntas ha en väsentlig inverkan på priset. Dessa riktlinjer kan agera vägledande även i fråga om rekvisitets tillämpning enligt MAR. CESR uttalade bland annat att det faktum att den typen av information som det är fråga om tidigare har haft en väsentlig inverkan på priset på det finansiella instrumentet i fråga, samt i det fall att bolaget tidigare själv betraktat sådan information som insiderinformation, kan anses indikera att väsentlighetskravet anses uppfyllt även i det aktuella fallet. Dessa faktorer är dock endast indikationer, och bedömningen påverkas självklart även av andra faktorer såsom ändring av bolagets ställning på marknaden samt finansmarknadens utveckling över tid för att nämna några exempel.¹⁰²

⁹⁷ Se Broneus & Stattin, *Marknadsinformation och marknadsmissbruk*, s. 235.

⁹⁸ Se Eklund & Stattin, *Aktiebolagsrätt och Aktiemarknadsrätt*, s. 450.

⁹⁹ Se C-45/08 *Spector Photo Group NV mot Chris Van Raemdonck*, EU:C:2009:806.

¹⁰⁰ Se C-45/08 *Spector Photo Group NV mot Chris Van Raemdonck*, p. 69.

¹⁰¹ The Committee of European Securities Regulators (CESR) var föregångaren till ESMA, EU:s tillsynsmyndighet för finansmarknaderna inom unionen.

¹⁰² Se CESR/06-562b, July 2007, punkt 1.14.

Sammanfattningsvis är det vid beaktandet av väsentlighetskravet centralt att en förnuftig investerare skulle använda informationen för att fatta ett investeringsbeslut, huruvida informationen faktiskt väsentligt påverkar det finansiella instrumentets pris behöver således inte prövas för att rekvisitet ska anses vara uppfyllt.

4 Nya generationens förnuftiga investerare och ESG-regleringen

4.1 Inledning

I föregående avsnitt redogjordes det för definitionen av insiderinformation enligt MAR och föreställningen av den ”förnuftige investeraren”. I samband med att finansmarknadens utveckling på senare år i stor utsträckning varit hållbarhetsfokuserad har frågan om hållbarhetsfrågor i förhållande till prispåverkande information enligt MAR aktualiserats. Frågan om en ny generations förnuftiga investerare har väckts, där räckvidden av MAR:s begreppsdefinition torde expandera i takt med att investerares intresse för hållbarhetsfrågor blir allt större. Med detta i åtanke följer nedan en redogörelse för ESG och CSR på finansmarknaden, inkluderat såväl en kort historisk genomgång som ett avsnitt om idébildningen bakom begreppen. I nästa kapitel ges därefter en överblick över den nyligen tillkomna regleringen på området.

4.2 Definitionen av CSR och ESG

4.2.1 Corporate Social Responsibility

Frågor om företags sociala ansvar har sedan start varit präglade av ”frivillig” reglering, där soft law-instrument har etablerats i ett försök att kontrollera och jämföra företagens ansvarsarbete. Inom ramen för detta arbete har även ansträngningar gjorts för att etablera gemensamma och jämförbara definitioner av vad som faller under ett företags samhällsansvar. EU-kommissionen anses ofta ha inlett detta arbete i samband med utgivandet av

Grönboken 2001,¹⁰³ vari kommissionen definierade CSR som; ”ett begrepp som innebär att företagen på frivillig grund integrerar social och miljömässig hänsyn i sin verksamhet och i sin samverkan med intressenterna”¹⁰⁴.

2011 utvecklade kommissionen definitionen ytterligare för att uppnå en större samklang med andra mer nyttillkomna riktlinjer på området.¹⁰⁵ Den nya definitionen talade om företagens sociala ansvar som; ”företagens ansvar för den egna verksamhetens konsekvenser för samhället”¹⁰⁶.

I anslutning till detta uttalade även kommissionen att CSR bör förstås som en långsiktig strategi, i vilken företag särskilt ska se till de mänskliga rättigheterna. Samtidigt betonades det också att företag har ett ansvar att generera avkastning till aktieägare genom att skapa värden för andra intressenter och för samhället i stort. Genom dessa uttalanden ansågs kommissionen knyta samman företagets vinstgenererande ansvar med ett mer övergripande samhällsansvar.¹⁰⁷ Denna tanke har sedan 2011 utvecklats ytterligare, och idag anses ett hållbart företagsagerande närmast utgöra en förutsättning för vinst.¹⁰⁸

Ovanstående definition är även den som den svenska regeringen utgår från när den talar om hållbart företagande och CSR. Enligt regeringen omfattar hållbart företagande att bolag arbetar hållbart med mänskliga rättigheter, arbetsvillkor, miljö och antikorrruption. Inom dessa fyra områden ingår även jämställdhet, mångfald och affärsetik. Företag ska vidare sträva efter att upprätta en långsiktig affärsstrategi med fokus på hållbarhetsfrågor inom dessa områden.¹⁰⁹

¹⁰³ Se KOM (2001) 366 slutlig.

¹⁰⁴ KOM (2001) 366 slutlig s. 6.

¹⁰⁵ Jmf. KOM (2011) 681 slutlig, s. 6 f.

¹⁰⁶ KOM (2011) 681 slutlig, s. 7.

¹⁰⁷ Se Grafström, Maria och Windell, Karolina. ”Företags samhällsansvar – frågor under (om) förhandling” i *CSR och hållbart företagande*, Borglund, Tommy, De Geer, Hans, Sweet, Susanne (red.), s. 56–81, 3 uppl. Stockholm, 2021, s. 71.

¹⁰⁸ Se Svernlöv, Carl, Svensk kod för bolagsstyrning – En kommentar (2020-08-17, Version 5, JUNO) under avsnittet ’huvudsakliga förändringar’.

¹⁰⁹ Se Utrikesdepartementet (UD 13.031), s. 6.

4.2.2 Environmental, Social, and Governance

Termen ESG är en förkortning av orden Environmental, Social and Governance och syftar till att beskriva hur ett företag påverkar miljön, sociala aspekter och bolagsstyrning ur ett hållbarhetsperspektiv. Inom respektive del av förkortningen ryms olika aspekter; 'Environmental' inbegriper exempelvis frågor såsom utsläpp av växthusgaser, resurseffektivitet och klimatsmarta tekniska lösningar. Inom 'Social' talar man bland annat om mänskliga rättigheter, mångfald och produktansvar. 'Governance'-frågor handlar om aspekter såsom bolagsstyrning, korruption och riskhantering.¹¹⁰ Det samlade begreppet har växt fram i ljuset av den allt större medvetenhet som företag numera har kring deras samhällsansvar och syftar till att etablera en enhetlig ram i diskussionen om hur företag jobbar med dessa hållbarhetsaspekter i sin verksamhet. Ovannämnda ESG-faktorer är således av stor betydelse för företagets intressenter när de försöker skapa sig en uppfattning om bolagens CSR-arbete.

Som koncept introducerades ESG formellt 2006 genom lanseringen av FN:s principer för ansvarsfulla investeringar, UN PRI.¹¹¹ Principerna är inte juridiskt bindande, utan ska närmast ses som riktlinjer för hur institutionella investerare bör genomföra ESG-investeringar för att inte bryta mot sin förtroendeplikt.¹¹²¹¹³ Riktlinjerna ska verka som ett hjälpmedel för investerare när de försöker uppskatta effekterna av ESG-frågor på ett företags

¹¹⁰ Se Nakajima, Tadahiro, "ESG Investment" i *ESG Investment in the Global Economy*, Nakajima, Tadahiro, Hamori, Shigeyuki, He, Xie, Liu, Guizhou, Zhang, Wenting, Zhang, Yulian, Liu, Tiantian., s. 1–19, Singapore, 2021, s. 1.

¹¹¹ För vidare läsning om principernas mer exakta innebörd se UN PRI, *Principles for responsible investment*, 2021. <<https://www.unpri.org/download?ac=10948>>. (Hämtad: 2022-03-15), s. 6.

¹¹² Förtroendeplikt för institutionella investerare (eng: Fiduciary duty) syftar till att säkerställa att de som förvaltar andra människors pengar, institutionella investerare, agerar i sina förmånstagares intresse snarare än att tjäna sina egna intressen. I takt med att hållbarhet blivit en allt viktigare fråga för förmånstagare förväntas institutionella investerare spegla detta i de investeringar som de företar, dvs. investera i linje med ESG-faktorerna, för att deras förtroendeplikt ska anses stå sig intakt. För ytterligare information se UN Environment Programme Finance Initiative, *Fiduciary duty in the 21st century*, *UN Environment Programme finance initiative*, u.å., <<https://www.unepfi.org/investment/history/fiduciary-duty/>>. (Hämtad: 2022-04-21).

¹¹³ Se Nakajima m.fl., *ESG Investment in the Global Economy*, s. 2; UN PRI, *Principles for responsible investment*, s. 6.

långsiktiga företagsvärde i sina investeringsstrategier.¹¹⁴ Något förenklat har dessa principer etablerats för att systematisera en investeringsmetod där investerare genom att utvärdera företag i ljuset av ESG-faktorerna även kan säkerställa vinstgivande investeringar.¹¹⁵ Således är tanken bakom ESG att investerare ska kunna bidra till en hållbar utveckling och samtidigt säkerställa en god avkastning på sina investeringar. Denna tanke är det som förenar företagets CSR-arbete och investerarnas möjlighet att utvärdera detta arbete genom att granska det i ljuset av ESG-faktorerna. CSR-konceptet strävar efter att hålla företag ansvariga för sina hållbarhetsinitiativ samtidigt som ESG-kriterierna syftar till att mäta initiativens faktiska verkningar, det vill säga hur väl företaget integrerat CSR-arbetet i dess affärsmodell på ett vinstgivande sätt.¹¹⁶

4.3 Hållbarhetsarbete genom historien

4.3.1 Framväxten av hållbara företag och investeringar

Startskottet för den moderna tappningen av CSR anses ofta vara Howard R. Bowens verk ”Social Responsibilities of the Businessman” som utkom 1953. Idén om företagets samhällsansvar dateras dock betydligt längre bak i tiden och har varit en självklar del av företagsverksamhet i århundraden.¹¹⁷ Bowens syn på företagsansvar och CSR grundade sig på en tanke om att stora företag är mittpunkten för makt och beslutsfattande i samhället. Deras agerande får därför ofta stora konsekvenser för samhället i stort. Inom ramen för denna

¹¹⁴ Se Nakajima m.fl., *ESG Investment in the Global Economy*, s. 4.

¹¹⁵ Se UN Global Compact, *Who Cares Wins – Connecting Financial Markets to a Changing World*, New York, UN Global Compact, 2004. <https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_care_wins_global_compact_2004.pdf>. (Hämtad:2022-03-20), s. 5.

¹¹⁶ Se Yeoh, Peter, *Environmental, Social and Governance (ESG) Laws, Regulations and Practices in the Digital Era*, Alphen aan den Rijn, 2022. s. 32.

¹¹⁷ Se Carroll, Archie B, ”A history of Corporate Social Responsibility: Concepts and Practices” i *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, Crane, Andrew, McWilliams Abigail, Matten, Dirk, Moon, Jeremy & Segel, Donald (red.), s. 19–46, Oxford, 2009, s. 22 ff.

tanke formulerade Bowen även en frågeställning som är högst relevant för CSR-arbete än idag: ”Vilket ansvar för samhället ska företagsmän rimligen förväntas ta?”.¹¹⁸ Genom att besvara sin egen frågeställning anses Bowen ofta ha myntat den moderna definitionen av vad socialt ansvar för företagare innebär;

”It refers to the obligations of businessmen to pursue those policies, to make those decisions, or to follow those lines of action which are desirable in terms of the objectives and values of our society”¹¹⁹.

Under 1970-talet exploderade diskussionerna kring vad CSR-begreppet egentligen omfattar. I ett försök att systematisera begreppet introducerade Archie B. Carroll, 1979, CSR som ett tredimensionellt begrepp, vilket sedermera lade grundstenarna till hans teori *Carrolls pyramid* som publicerades 1991. Carroll förklarade här CSR utifrån en pyramid, där begreppet delades in i fyra delar; ekonomiskt, rättsligt, etiskt och filantropiskt.¹²⁰ Enligt pyramidteorin utgjorde det ekonomiska ansvaret botten av pyramiden och det var således detta som hela CSR-begreppet vilade på. Carroll utgick här från den neoklassiska idén om vinst som det viktigaste incitamentet för företag, vilken baseras på tanken om vinstmaximering som grunden till det kapitalistiska systemet och det ekonomiska systemet som helhet. Nästa skikt i pyramiden utgjordes av företagets rättsliga ansvar, företag förväntades bedriva sin vinstmaximerande verksamhet inom ramen för rättssamhällets uppställda regler. Utöver detta ansåg Carroll också att det förelåg ett etiskt ansvar, där företag förväntades följa vissa etiska beteende och normer utöver vad som krävdes enligt lag. På pyramidens topp stod filantropin. Denna del omfattade det ansvar som tillkom med anledning av de förväntningar som samhället har på företag att vara bra

¹¹⁸ Se Carroll, Archie B., Corporate Social Responsibility – Evolution of a Definitional Construct, *Business & Society*, Vol. 38, nr. 3, 1999: 268–295, s. 270.

¹¹⁹ Carroll, *Corporate Social Responsibility – Evolution of a Definitional Construct*, s. 270.

¹²⁰ Jmf. Carroll, Archie B., A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance, *Academy of Management Review*, Vol. 4, nr. 3, 1979: 497–595, s. 500; Carroll, *Corporate Social Responsibility – Evolution of a Definitional Construct*, s. 282.

samhällsmedborgare.¹²¹ När ett företag uppfyllde alla fyra ansvarsområden ansåg Carroll att företaget på riktigt kan anses arbeta med CSR, pyramiden utgick således från föreställningen att företag ska ta ett totalt ansvar.¹²² Carrolls pyramid visar tydligt den genomsyrande effekt som neoklassisk ekonomisk teori har haft i relation till ett företags syfte och relevanta verksamhetsmål.

I efterverkningarna av 2008 års finanskris började avsikten med CSR att diskuteras alltmer på allvar. Från att tidigare främst ha diskuterat begreppets innebörd började man nu diskutera framtida ageranden och åtaganden.¹²³ I ljuset av denna utveckling myntade Visser 2010 en idé om framtidens CSR-arbete, CSR 2.0. I Vissers artikel talar han om de olika stegen av CSR-arbete, i syfte att påvisa hur CSR har utvecklats både teoretiskt och i praktiken. Visser komprimerar i sin artikel CSR-arbete till att bestå av fem steg som i sin tur kopplas till den samhällsekonomiska utvecklingen på området.¹²⁴ Visser menar dock att denna femstegsmodell till stor del är baserad på gamla teorier och idéer. För att företagens CSR-arbete ska lyckas framåt behöver det göras plats för en ny typ av CSR, CSR 2.0. Inom ramen för CSR 2.0 anser Visser att det första och viktigaste steget är att klargöra och omorientera det generella företagssyftet, där vinstmaximering behöver kliva ner till förmån för att säkerställa att företag i grunden tjänar samhället i stort. Således anses företagens positiva bidrag till samhället, enligt Visser, utgöra kärnan i framtidens CSR-arbete, där denna tanke då ska utgöra grunden för hur företaget gör sina affärer.¹²⁵ I sin artikel från 2021 belyser Carroll idén om ett CSR 2.0 på nytt och tar diskussionen vidare in i dagens kontext. Carroll tar i

¹²¹ Jmf., Carroll, *Corporate Social Responsibility – Evolution of a Definitional Construct*, s. 282; Carroll, Archie B., *The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders*, *Business Horizons*, Vol. 34, nr. 4, 1991: 39-48, s. 40 ff.

¹²² Se Carroll, *The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders*, s. 40 ff.

¹²³ Jmf. exempelvis Visser, Wayne, *The Age of Responsibility: CSR 2.0 and the New DNA of Business*, *Journal of Business Systems, Governance & Ethics*, Vol 5. No. 3, 2010: 7–22, s. 7; KOM (2011) 681 slutlig, s. 5.

¹²⁴ För en mer ingående förklaring av Wayne Vissers modell rekommenderas hans artikel, *The Ages of Responsibility: CSR 2.0 and the New DNA of Business*, samt hans bok med samma namn.

¹²⁵ Se Visser, *The Age of Responsibility: CSR 2.0 and the New DNA of Business*, s. 20.

sitt resonemang kring dagens CSR fasta på just skiftet från att arbetet tidigare fokuserat på hur företaget framställts och uppfattats ur ett hållbarhetsperspektiv till att numera långsamt ställa om och i stället fokusera på hållbarhetsarbetets faktiska prestation och resultat. Från att ha arbetat med CSR på ett specialiserat och standardiserat sätt började arbetet nu sakta att integreras i den dagliga verksamheten med ett mer diversifierat fokus.¹²⁶ Detta skifte kan även ses i de regleringar inom ESG-området som etablerats under de senaste åren.¹²⁷

Skiftet som både Visser och Carroll pratar om illustreras tydligt genom utvecklingen av den tillgängliga regleringen på området. Ett av de tydligaste exemplen på integreringen av CSR i företagens verksamhetssyfte är implementeringen av Agenda 2030. En viktig komponent i utvecklingen av företagens hållbarhetsarbete är även den efterfrågan på hållbara investeringar som uppkommit på investerarsidan under det senaste årtiondet. I takt med att investerare blivit alltmer hållbarhetsmedvetna har kraven på företagens CSR-arbete och deras möjligheter att erbjuda ESG-orienterade investeringsalternativ ökat, vilket även har bidragit till den snabba tillväxten av reglering på området.¹²⁸ Dessa nya regleringar berörs närmare under kapitel 5.

4.3.2 Hållbarhet och samhällsekonomiska trender

4.3.2.1 Aktieägarteorin

Det neoklassiska synsättet där företagens vinstmaximering står i fokus är inte alltid lätt att förena med de syften som CSR- och ESG-arbetet föregås av. En

¹²⁶ Se Carroll, Archie B., Corporate Social Responsibility: Perspectives on the CSR Construct's Development and Future, *Business & Society*, Vol. 60, nr. 6, 2021: 1258–1278, s. 1270.

¹²⁷ Jmf. exempelvis taxonomiförordningen, se vidare avsnitt 7.4.

¹²⁸ Se Ringe, Georg-Wolff. "ESG investor engagement and Coalition-Building" i *Festskrift till Rolf Skog*, Gilson, Ronald J., Isaksson, Mats, Lidman, Erik, Munck, Johan och Sjöman, Erik (red.), s. 1035–1054, Stockholm, 2022, s. 1041.

bidragande faktor till denna problematik kan kopplas till den teori som neoklassisk ekonomiteori till stor del utgår från: aktieägarteorin (eng: Shareholder theory). Teorin sjuösattes 1970 av Milton Freidman som menade att ett företags sociala ansvar endast är att maximera avkastningen till aktieägarna. Aktieägarna tillåts genom detta själva bestämma vilka sociala initiativ de önskar att ta del av, snarare än att låta företagsledningen administrera den typen av frågor.¹²⁹ Teorin förankras i den grundläggande föreställningen av vinstpresumptionens ställning som en tekniskt viktig aktiebolagsrättslig styrningsprincip, där vinst utgör en operationellt gångbar beslutsnorm.¹³⁰ Denna norm uttrycks för svenskt vidkommande i aktiebolagslagens (2005:551) 3 kap. 3 § som föreskriver att ett aktiebolag drivs i syfte att ge vinst till fördelning mellan aktieägarna. Aktieägarmodellen utgår alltså från en vinstmaximeringsprincip där bolagets ledning alltid förväntas sträva efter att företa de handlingar som säkerställer störst vinst för aktieägarna, vilka anses vara företagets viktigaste intressenter. Tanken att aktieägare är ett företags viktigaste intressenter brukar på engelska uttryckas med begreppet 'Shareholder primacy',¹³¹ vilket närmast kan översättas till aktieägareföreträdare på svenska.

Detta synsätt, där aktieägarna ses som företagets verkliga ägare och därför enda egentliga intressenter, har kritiserats för att vara oförenligt med dagens ekonomiska klimat och hållbarhetstrender, där företag numera allt mer ser till "högre" syften bortom vinst- och värdemaximering.¹³² Fokuset på 'Shareholder Primacy' ses särskilt som ett stort hinder för företagens CSR-arbete eftersom det anses hindra företagsledarna från att överväga andra

¹²⁹ Se Freedman, Milton, A Friedman doctrine – The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits, *The New York Times*, 1970-09-13.

<<https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>>. (Hämtad: 2022-03-21).

¹³⁰ Se Sevenius, Robert. "Hållbarhet och vinst i aktiebolag" i *Börsrätt*, Sevenius, Robert och Örtengren, Torsten (red.), s. 403–413, 5 uppl. Lund, 2021, s. 408.

¹³¹ Se Rönnegard, David & Smith, Craig N., Shareholder Primacy vs. Stakeholder Theory: The Law as Constraint and Potential Enabler of Stakeholder Concerns, *INSEAD Working Paper Series*, nr. 15, 2015: 1–31, s. 1.

¹³² Se Quinn, Robert E. & Thakor, Anjan V., Creating a purpose-driven organization, *Harvard Business Review*, July-August 2019: 76–85, s. 79.

intressenters intressen.¹³³ Beate Sjøfjell beskriver de neoklassiskt drivna företagen som kärnan i dagens ohållbara ekonomiska system, och menar att en omdefiniering av företagets syfte och verksamhet är nyckeln till att återuppfinna en ny hållbar ekonomi.¹³⁴ Sjøfjell menar vidare att företagets verksamhetssyfte bör omdefinieras från vinstmaximering till att skapa hållbart värde.¹³⁵ Denna kritik togs även upp i en rapport finansierad av EU-kommissionen som Ernst & Young fick i uppdrag att genomföra 2020. Rapporten behandlar hållbar bolagsstyrning och fick namnet 'Study on director's duties and sustainable corporate governance'.¹³⁶ I rapporten konstaterades det att ett vinstmaximeringsfokus ofta förknippas med ett fokus på kortsiktiga fördelar i stället för långsiktiga hållbara intressen, något som kommissionen önskade åtgärda genom en tydligare reglering kopplad till hållbar bolagsstyrning där även andra intressen bereds plats.¹³⁷

4.3.2.2 Intressenteorin

Kritiken mot aktieägarteorin i kombination med den utveckling på hållbarhetsområdet som skett under de senaste åren har berett plats för R. Edward Freemans intressenteori som ett alternativt synsätt till aktieägarteorin. Intressenteorin (eng: Stakeholder theory) lanserades av R. Edward Freeman redan 1984. Freeman förespråkade ett verksamhetssyfte som tillvaratar en bredare intressentkrets än bara aktieägarna. Freeman förtydligade modellen enligt följande:

"The stakeholder framework does not rely on a single over-riding management objective for all decisions. To the contrary, a stakeholder approach rejects the very

¹³³ Se Rönnegard & Smith, *Shareholder Primacy vs. Stakeholder Theory: The Law as Constraint and Potential Enabler of Stakeholder Concerns*, s. 1.

¹³⁴ Se Sjøfjell, Beate, Redefining the Corporation for a Sustainable New Economy, *Journal of Law and Society*, Vol. 45, nr. 1, 2018: 29-45, s. 36.

¹³⁵ Se Sjøfjell, Beate, Upgrading the Nordic Corporate Governance Model for Sustainable Companies, *European Company Law*, Vol. 11, nr. 2, 2014: 58-62, s. 59.

¹³⁶ Se Ernst & Young, *Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, Europeiska kommissionen, 2020. <<https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en>>. (Hämtad: 2022-04-22).

¹³⁷ Se Ernst & Young, *Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, s. 6.

idea of maximizing a single objective function as a useful way of thinking about management strategy. Rather, stakeholder management is a never ending task of balancing and integrating multiple relationships and multiple objectives”¹³⁸.

Teorin ser således till fler intressenter än bara bolagets aktieägare. Freeman definierade 1984 en intressent som en aktör som på något sätt har berörts, berörs eller kommer att beröras av ett företags verksamhet.¹³⁹ Freeman har på senare år framhållt att den verkliga definitionen av ’intressent’ kommer fortsätta att utvecklas i framtiden, då den ändras i takt med att samhället runt företagen utvecklas och således är det farligt att se begreppet som en statisk definition.¹⁴⁰ Idén bakom intressentmodellen är således att företag, genom att ta vara på samtliga intressenters intressen vid varje givet beslut, skapar mervärde vilket bidrar till genereringen av vinst inom företaget. I det fall relationen till intressenterna missköts riskerar företaget dock att dessa tappa förtroende för företaget, något som kan få en mycket negativ effekt på verksamheten.¹⁴¹ Således vilar teorin på en tanke om att företag svarar till hela sin intressentkrets och därför behöver agera utifrån samtligas intressen. Även företagsekonomen Erik Rehnman har varit en förespråkare för denna teori med syfte att utmana aktieägarteorins vinstmaximeringsfokus.¹⁴²

Idén att företag ska ta ett större samhällsansvar och arbeta aktivt med hållbarhet anses ofta nära förknippat med intressentmodellens intåg inom bolagsstyrning.¹⁴³ Teorin kan även ses ha ett nära samband till den första europeiska definitionen av CSR, där CSR innebar att företagen; ”...integrerar

¹³⁸ Freeman, R. Edward & McVea, John, A Stakeholder Approach to Strategic Management, *Darden Graduate School of Business Administration Working Paper*, nr. 01-02, 2001: 1-32, s. 13.

¹³⁹ Se Grafström & Windell, *CSR och hållbart företagande*, s. 74.

¹⁴⁰ Se Freeman, R. Edward, *Managing for Stakeholders*, *Darden Business Publishing*, 2007, s. 13.

¹⁴¹ Se Jones, Thomas M., Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics, *Academy of Management Review*, Vol. 20, nr. 2, 1995: 404–437, s. 422.

¹⁴² Se Rehnman, Eric, *Företagsdemokrati och företagsorganisation*, 2 uppl., Stockholm, 1967, s. 36.

¹⁴³ Se Sevenius, Robert, Intressentmodellen, *FAR Online*, 2022. <https://www-faronline-se.ludwig.lub.lu.se/dokument/rattserien/ratt-bolagsratt/i/rb_intressentmodellen/?q=intressentmodellen>. (Hämtad: 2022-04-10).

sociala och miljömässiga hänsyn i sin verksamhet och i sin samverkan med intressenterna”¹⁴⁴.

I ett samhällsansvarssammahang anläggs här ett intressentperspektiv ofta för att enklare konkretisera företagens ansvar och tydliggöra dess skyddsändamål.¹⁴⁵

4.3.2.3 En ny hybrid-teori?

Ett stort antal verksamma jurister i de nordiska länderna har motsatt sig kritiken av aktieägarteorin och framfarten av intressentteorin.¹⁴⁶ De menar att det är en allt för enkel slutsats att hållbarhetsarbete inte får genomslag enbart på grund av det aktieägarfokus som råder inom bolagsrättens reglering. Att ändra det rättsliga systemet för bolagsstyrning från en aktieägarorienterad rättslig ram till en intressentorienterad rättslig ram kräver en ändring av den fundamentala bolagsrätten som så många lagar och antaganden vilar på. En sådan omställning hade tagit stora resurser i anspråk som annars skulle kunna användas för att snabbare ställa om finansmarknaden i hållbarhetens tecken inom ramen för aktieägarteorin. I stället för att ändra det teoretiska ramverket bör fokus läggas på att ändra de faktiska perspektiven i samhället samt utveckla de verktyg som företagen behöver för att kunna göra en grön omställning på ett så effektivt sätt som möjligt. Slutligen poängteras även att vinstmaximering inte behöver innebära annat än att företagen använder sina resurser så effektivt som möjligt, begreppet kan därför inte anses utesluta att företag agerar hållbart inom ramen för denna resursfördelning och därför

¹⁴⁴ KOM (2001) 366 slutlig, s. 6.

¹⁴⁵ Se McBarnet, Doreen, *Corporate Social Responsibility Beyond Law, Through Law, for Law, University of Edinburgh Working Paper Series 2009/03*, 2009: 1-63, s. 9; KOM (2011) 681 slutlig, s. 5.

¹⁴⁶ Se Andersen, Paul Krüger & Bergthorsson, Andri & Bråthen, Tore & Hansen, Søren Friis & Hansen, Jesper Lau & Johansson, Svante & Kinander, Morten & Knuts, Mårten & Lidman, Erik & Lilja, Troels Michael & Skovmand Rasmussen, Niels & Sillanpää, Matti J. & Skog, Rolf R. & Stattin, Daniel & Strand, Therese & Villa, Seppo & Rose, Caspar & Samuelsson, Per & Sjöberg, Gustaf & Vahtera, Veikko & Werlauff, Erik, *Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars, Nordic & European Company Law Working Paper*, nr. 20-12, 2020: 1-27.

krävs det inte heller av denna anledning att en teoretisk förskjutning genomförs.¹⁴⁷

I grund och botten är det dock inte nödvändigt att ställa dessa två teorier på motsatt sida av spektrumet, företags samhällsansvar och ekonomisk vinst behöver inte vara varandras motsatser. Snarare finns det faktiskt goda möjligheter till överlappning. Aktieägarvärde och intressentvärde kan överlappa då aktieägare och företagets intressenter gynnas av samma sak. Ett exempel på detta är just inom företagets hållbarhetsarbete. Många intressenter värdesätter miljö och sociala aspekter då de väljer vilka varor de ska köpa, vilket innebär att ett företag som tillverkar exempelvis kaffe kanske kan tjäna mer pengar, och därigenom gynna aktieägarna, genom att bredda sitt sortiment med rättvisemärkt kaffe. Detta tillgodoser både aktieägarnas och intressenternas intressen.¹⁴⁸ Exemplet visar hur både intressenter och aktieägare påverkar företagets hållbarhetsarbete, samt hur man i dagens samhälle sällan behöver välja mellan vinst och hållbarhet. I stället är utgångspunkten snarare att ett hållbart agerande utgör en förutsättning för vinst.¹⁴⁹ Freeman förespråkade även denna tanke, och menade att teorierna kan användas gemensamt eftersom effekten av att företag maximerar nyttan för samtliga intressenter och samhället i stort, blir att nyttan även maximeras för den enskilde ägaren, likt vad som framgår av exemplet ovan.¹⁵⁰

Det är sedermera detta kombinerade tankesätt som ofta anses vara grundidén bakom ESG-begreppet och regleringen inom detta område. Denna kombination av teorier benämns ofta som 'The Enlightened Shareholder value theory', och anses förespråka att företag förvisso bör sträva efter långsiktig vinstmaximering och ökat aktieägarvärde men att detta bäst uppnås genom att även beakta hållbara värden och relevanta intressenters

¹⁴⁷ Se Andersen, m.fl., *Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars*, s. 11 ff.

¹⁴⁸ Se Sweet, Susanne. "Det hållbara kapitalet" i *CSR och hållbart företagande*, Borglund, Tommy, De Geer, Hans, Sweet, Susanne (red.), s. 310–346, 3 uppl. Stockholm, 2021, s. 314.

¹⁴⁹ Se Svernlöv, Svensk kod för bolagsstyrning – En kommentar, under avsnittet 'huvudsakliga förändringar'.

¹⁵⁰ Se Freeman, *Managing for Stakeholders*, s. 18.

intressen.¹⁵¹ Teorins grundidé har även setts tillämpas i ett ändringsdirektiv från 2017¹⁵² som behandlar aktieägares långsiktiga engagemang, där det i preambeln konstateras att;

”Ett effektivt och hållbart aktieägarengagemang är en av hörnstenarna i de börsnoterade bolagens bolagsstyrningsmodell, som är beroende av en god maktfördelning mellan olika organ och intressenter. Ett större engagemang i bolagsstyrningen från aktieägarnas sida är ett av de redskap som kan bidra till att förbättra bolags finansiella och icke-finansiella resultat, bland annat när det gäller miljöfaktorer, sociala faktorer och bolagsstyrningsfaktorer, särskilt enligt de principer för ansvarsfulla investeringar som stöds av Förenta nationerna. Dessutom är ett större engagemang från alla intressenter, framför allt de anställda, i bolagsstyrningen en viktig faktor för att säkerställa att börsnoterade bolag tillämpar en mer långsiktig strategi. Detta engagemang bör uppmuntras och beaktas.”¹⁵³.

Införandet av detta beaktandeskäl visar på hur ett aktivt aktieägarkollektiv och en långsiktig tidsram där även andra intressenters intressen beaktas kan bidra till att förbättra såväl bolagens finansiella som icke-finansiella resultat, vilket sedan mäts genom en tillämpning av ESG-kriterierna.

4.4 Sammanfattning av kapitlet

CSR-arbete är inte på något sätt ett nytt koncept; men i takt med att ansvarsarbetet genom ESG-kriterier enklare kan mätas och jämföras har dess relevans ökat avsevärt. Även om bollen varit i rullning sedan 1950-talet är det först under de senaste åren som den fått upp sådan fart att den inte längre går att undvika. Huruvida det teoretiska ramverket som bolagsrätten grundas på behöver ändras för att kunna säkerställa den fortsatta utvecklingen av

¹⁵¹ Se Mayer, Colin. ”The Governance of Corporate Purpose” i *Festskrift till Rolf Skog*, Gilson, Ronald J., Isaksson, Mats, Lidman, Erik, Munck, Johan och Sjöman, Erik (red.), s. 913–928, Stockholm, 2022, s. 914.

¹⁵² Se Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2017/828 av den 17 maj 2017 om ändring av direktiv 2007/36/EG vad gäller uppmuntrande av aktieägares långsiktiga engagemang.

¹⁵³ Ingressen till Europaparlamentets och rådets direktiv nr 2017/828, skäl 14.

företagens hållbarhetsarbete är fortsatt oklart, även om en ”hybrid-teori” upplevs eftersträvansvärt. Oavsett aktieägar- eller intressentteori står det klart att utvecklingen av företagens hållbarhetsarbete än bara är i sin linda, även om en tydlig väg framåt börjat stakas ut i takt med att millenniegenerationen äntrar marknaden i allt större utsträckning, mer om detta nedan.

5 En ny investerare och regelverk under utveckling

5.1 Den nya generationens investerare

I takt med att företagens CSR-arbete har systematiserats har även kraven från intressenterna ökat. Som nämnts under avsnitt 4.2.2 uppkom begreppet ESG i samband med inrättandet av UN PRI, FN:s principer om ansvarsfulla investeringar. Idén att som investerare värdesätta andra värden än ren vinst har dock funnits betydligt längre, även om man då främst talat om att man förespråkade 'socialt ansvarstagande investeringar' (SRI) (eng: Socially Responsible Investing).¹⁵⁴

Genom etablerandet av principerna för ansvarsfulla investeringar skapades en ram för investerare som önskade att investera hållbart. Principerna har till syfte att ge stora institutionella investerare en grund att stå på då de arbetar för att investera i linje med FN:s hållbarhetsvärden.¹⁵⁵ Institutionella investerare kan välja att underteckna dessa principer, och åtar sig då att verka för att principerna efterlevs inom ramen för deras verksamhet. Det ska här förtydligas att principerna inte är juridiskt bindande, även om majoriteten av företagen som ansluter sig till UN PRI gör sitt yttersta för att säkerställa efterlevnad av principerna.¹⁵⁶ Sedan införandet 2006 har antalet undertecknare ökat från 63 till 3 826.¹⁵⁷ The Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)¹⁵⁸ årliga översyn över befintliga ESG-investeringar på

¹⁵⁴ Se Sparkes, Russel & Cowton, Christopher J., *The Maturing Of Socially Responsible Investment: A Review Of The Developing Link With Corporate Social Responsibility*, *Journal of Business Ethics*, Vol. 52, nr. 1, 2004: 45–57, s. 45.

¹⁵⁵ Se UN PRI, *Principles for responsible investment*, s. 6.

¹⁵⁶ Se UN PRI, *Principles for responsible investment*, s. 6 ff.

¹⁵⁷ Se Principles for responsible investment, About the PRI, *Principles for responsible investment*, u.å., <<https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>>. (Hämtad: 2022-03-15).

¹⁵⁸ GSIA är en samarbetsorganisation mellan medlemsbaserade hållbara investeringsorganisationer runt om i världen, för mer information se Global Sustainable

finansmarknaden visar även på en 55 procentig ökning av hållbara investeringars omsättning mellan 2014 och 2020.¹⁵⁹

Dessa ökningarna speglar på ett tydligt sätt det generellt ökade intresset för hållbara investeringar även bland privata investerare som uppkommit i samband med millenniegenerationens inträde på finansmarknaden. I en undersökning om hållbarhetstrender uppgav mer än hälften av de tillfrågade personerna födda på 80- och 90-talet att de anser att ett företags primära syfte är att ”bidra till samhället” snarare än att ”generera vinst”.¹⁶⁰ Denna ändrade inställning har varit drivande i utvecklingen av ESG på en finansmarknad där efterfrågan från investerare har en betydande roll.¹⁶¹

5.2 Bindande regelverk och gröna initiativ

5.2.1 Från soft law till bindande reglering

I takt med den ökade efterfrågan på ESG-investeringar har även kraven på en mer enhetlig reglering ökat. Historiskt har både CSR och ESG till stor del kantats av så kallad ’soft law’, med vägledande principer och riktlinjer i fokus. De etablerade soft law-instrumenten har varit mycket viktiga verktyg för normutvecklingen på hållbarhetsområdet i takt med att kraven på företagens CSR-arbete ökat. Ökningen har inneburit att företag konfronterats med en ny normativ verklighet som ligger utanför den strikt ekonomiska diskursen med vinstmaximering som främsta fokus. I detta nya företagsklimat har soft law-instrument verkat harmoniserande och möjliggjort för företag att

Investment Alliance, About us, *Global Sustainable Investment Alliance*, u.å., <<http://www.gsi-alliance.org/aboutus/>>. (Hämtad: 2022-03-15).

¹⁵⁹ Se Global Sustainable Investment Alliance, *Global Sustainable Investment Review 2020*, 2020. <<http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>>. (Hämtad: 2022-03-15), s. 9.

¹⁶⁰ Se Akorede, Shakir, World Economic Forum, Here’s what millennials really want from business, and why, *World Economic Forum*, 2017, <<https://www.weforum.org/agenda/2017/09/heres-what-millennials-really-want-from-business/>>. (Hämtad: 2022-04-05); Barzuza, Michal, Curtis, Quinn & Webber, David H., Shareholder value(s) index fund ESG activism and the new millennial corporate governance, *Southern California Law Review*, Vol. 93, 2020: 1243-1321, s. 1285.

¹⁶¹ Se Ringe, *Festschrift till Rolf Skog*, s. 1042.

i viss mån trotsa det neoklassiska vinstmaximeringsfokuset till förmån för socialt ansvarstagande genom att stödja sig på denna mjuka reglering då de företar sitt hållbarhetsarbete.¹⁶² En risk med icke-bindande regler är dock förekomsten av så kallad 'greenwashing' som refererar till handlingen då ett företag marknadsför finansiella produkter som gröna eller hållbara, när de i själva verket inte uppfyller grundläggande hållbarhetskrav. Fenomenet anses ofta problematiskt då det riskerar att undergräva investerarnas förtroende för konceptet hållbara investeringar samt då det anses kunna leda till orättvisa konkurrensfördelar.¹⁶³ Vidare har det även visat sig vara svårt att jämföra företagens hållbarhetsarbete då företag har införlivat soft law-reglerna i olika utsträckning, således har det inte funnits utrymme att jämföra deras insatser på ett rättvisande sätt. Det har gjort det svårt för investerare att säkerställa att de företag som de investerar i inte bara är hållbara på pappret.¹⁶⁴

FN har haft en framträdande roll i utvecklingen av dessa mjuka regleringar, exempelvis genom inrättandet av FN:s principer om hållbara investeringar samt etablerandet av FN Global Compact. Global Compact är ett initiativ baserat på frivillighet som uppmuntrar företag att agera ansvarsfullt för att på ett mer hållbart sätt bidra till samhällets utveckling. Initiativet är baserat på FN:s deklaration om de mänskliga rättigheterna och har som målsättning att främja dialogen mellan länder, näringsliv och organisationer i hållbarhetsfrågor.¹⁶⁵ Även Organisationen för ekonomiskt samarbete och utveckling (OECD) har tagit stort ansvar i utvecklingen av riktlinjer på finansområdet i relation till ESG, främst genom riktlinjerna 'Guidelines for Multinational Enterprises'.¹⁶⁶

Den växande portföljen av icke-bindande rättsinstrument inom ESG-området har på många sätt format en gemensam, värdebaserad förståelse för hur

¹⁶² Se Zamboni & Munukka, *Festskrift till Jan Kleineman*, s. 857 f.

¹⁶³ För ytterligare information om begreppet se SWD (2018) 264 final, s. 26.

¹⁶⁴ KOM (2011) 681 slutlig, s. 10; KOM (2021) 390 slutlig, s. 7.

¹⁶⁵ Se UN Global Compact, *Our Mission*, *UN Global Compact*, u.å., <<https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission>>. (Hämtad: 2022-04-03).

¹⁶⁶ Se OECD, *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, OECD Publishing, 2011. <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264115415-en>>. (Hämtad: 2022-03-25), s. 13.

finansmarknadens aktörer bör agera för att säkerställa bedrivandet av en hållbar och lönsam marknad. Att företag och juridiska aktörer så länge varit välvilligt inställda till enbart en mjuk reglering på området menar Zamboni och Munukka beror på svårigheten att etablera hållbarhetsregleringen inom ramen för den redan existerande neoklassiska regleringen på finansområdet. Soft law-instrumenten har erbjudit en viss grad av stabilitet och förutsebarhet på området, något som varit mycket viktigt för rättsområdets fortsatta utveckling.¹⁶⁷ I takt med denna utveckling har dock behovet av legalt bindande rättsakter blivit alltmer framträdande. Genom rättslig operationalisering, där samhällsansvar kopplas till en bindande rättslig norm och därmed förankras i rättssystemet, träder även ett ansvarsutkrävande in i de fall då normen ej efterlevs. Detta ansvarsutkrävande ger tyngd åt normen då man genom exempelvis sanktioner enklare kan främja dess genomförande.¹⁶⁸ Etablerandet av bindande rättsakter förväntas med anledning av dess rättsliga tyngd kunna bidra till lösningen på två av de största problemen inom ESG-området som kort nämnts ovan; greenwashing och problematiken kring hur företagens hållbarhetsarbete jämförs. En bindande reglering förväntas i större utsträckning kunna säkerställa att företag faktiskt agerar hållbart och inte enbart talar om sitt hållbarhetsarbete i ett marknadsföringssyfte, vilket i sin tur förväntas kunna eliminera förekomsten av greenwashing. Detta hänger även nära samman med behovet av ett enhetligt system som möjliggör jämförelser mellan företagens hållbarhetsarbete. Förekomsten av ett legalt bindande regelverk som företag förväntas följa säkerställer möjligheten till mer transparenta och precisa jämförelser mellan företagen och deras hållbarhetsarbete.¹⁶⁹

¹⁶⁷ Se Zamboni & Munukka, *Festskrift till Jan Kleineman*, s. 863.

¹⁶⁸ Se Halje, Lovisa, *Rättslig operationalisering av företags samhällsansvar – Särskilt om avtalsrätt, köprätt, konsumentköprätt, marknadsföringsrätt och aktiebolagsrätt*, Juridiska institutionen, Uppsala universitet, Uppsala, 2022, s. 19–20.

¹⁶⁹ Se Heiland, Oliver, Transition to hard law: ESG integration and the EU framework on sustainable finance, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, september 2020, 2020: 553-556, s. 554 samt KOM (2011) 681 slutlig, s. 8.

5.2.2 Agenda 2030 och EU-kommissionens Action Plan

Agenda 2030 som lanserades av FN år 2015 har varit ett viktigt element när det gäller att påbörja utvecklingen av konkret lagstiftning på hållbarhetsområdet. Agendan består av 17 globala mål och har som syfte att till år 2030 uppnå en socialt, miljömässig och ekonomiskt hållbar utveckling världen över.¹⁷⁰ Det ankommer dock på de enskilda medlemsländerna att själva säkerställa sitt globala ansvarstagande i relation till agendan. För svenskt vidkommande har regeringen uttalat att ambitionen är att svenska företag ska fortsätta den hållbarhetstrend som redan påbörjats där hållbarhetsarbetet ska ses som en integrerad del av företagets kärnverksamhet.¹⁷¹

Vid sidan av det globala hållbarhetsarbetet har även EU-kommissionen bedrivit ett eget arbete för en hållbar finansmarknad influerat av Agenda 2030 och UN PRI. I mars 2018 antog kommissionen en handlingsplan för hållbar tillväxt och finansiering, där ett av planens övergripande syften var att styra kapitalflödena till hållbara investeringar för att uppnå smart och hållbar tillväxt för alla. Målet med handlingsplanen är delvis att få investerare att inse det ekonomiskt förnuftiga i att beakta långsiktiga hållbarhetsintressen, samt det faktum att ett sådant beaktande inte nödvändigtvis leder till lägre avkastning.¹⁷² Som ett led i arbetet för att uppnå handlingsplanens syfte, samt för att uppnå målen uppställda i Agenda 2030, beslutade kommissionen om införandet av ett enhetligt klassificeringssystem, en taxonomi. Taxonomiförordningen antogs 2020 med syftet att hjälpa investerare att identifiera och jämföra miljömässigt hållbara investeringar genom inrättandet av ett gemensamt klassificeringssystem för miljömässigt hållbara

¹⁷⁰ Se FN:s generalförsamling, *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*.

¹⁷¹ Se Skr. 2015/16:182 s. 27.

¹⁷² Se KOM (2018) 97 slutlig s. 2.

ekonomiska verksamheter.¹⁷³ I dagsläget gäller taxonomin enbart i relation till miljömässig hållbarhet, målet är dock att även andra hållbarhetsfrågor ska omfattas av klassificeringen för att göra regelverket mer heltäckande och därmed även mer användbart för investerare.¹⁷⁴ I samband med inrättandet av taxonomin presenterades i slutet av 2019 även 'Den europeiska gröna given' (eng: The European Green Deal).¹⁷⁵ Den gröna given är en kraftansträngning i form av ett paket som kommissionen antagit för att ställa om EU till en modern, resurseffektiv och konkurrenskraftig ekonomi genom ett aktivt hållbarhetsarbete.¹⁷⁶ Målet är att dessa kraftansträngningar ska bryta sambandet mellan ekonomisk tillväxt och resursanvändning samt säkerställa att alla EU:s regioner och medborgare deltar i en socialt rättvis omställning till ett hållbart ekonomiskt system.¹⁷⁷

Frankrike har de senaste åren varit ledande i inkorporerandet av ESG-rapportering och upprättade redan 2016 regler för rapportering som företag registrerade inom jurisdiktionen förväntades följa.¹⁷⁸ Frankrikes ambitiösa nationella regelverk på området har även satt press på såväl unionen som på de individuella medlemsstaterna att följa i landets fotspår och snabbare

¹⁷³ Se Europaparlamentets och rådets förordning EU 2020/853 av den 18 juli 2020 om inrättandet av en ram för att underlätta hållbara investeringar och om ändring av förordningen (EU) 2019/2088; Regeringskansliet, En taxonomi för hållbara investeringar, *Finansdepartementet*, 2022, <<https://www.regeringen.se/regeringens-politik/finansmarknad/taxonomi-ska-gora-det-enklare-att-identifiera-och-jamfora-miljomassigt-hallbara-investeringar/>>. (Hämtad: 2022-04-10).

¹⁷⁴ Se b.l.a. Artikel 20.2 och 26 taxonomiförordningen; Finansinspektionen, Ny rapport om taxonomi för social hållbarhet, *Finansinspektionen*, 2022, <<https://www.fi.se/sv/publicerat/nyheter/2022/ny-rapport-om-taxonomi-for-social-hallbarhet/>>. (Hämtad: 2022-04-10).

¹⁷⁵ Se KOM (2019) 640 slutlig.

¹⁷⁶ Se Europeiska kommissionen, EU:s gröna giv, *Europeiska kommissionen*, u.å., <https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_sv>. (Hämtad: 2022-04-03).

¹⁷⁷ Se KOM (2021) 189 slutlig, s. 2.

¹⁷⁸ Reglerna inkorporerades i den franska 'Law on Energy Transition for Green Growth' och föreskriver rapporteringskrav för institutionella investerare och finansiella kapitalförvaltare med huvudkontor, eller verksamhetsregistrering, i Frankrike. För mer detaljerad information om reglernas uppbyggnad rekommenderas Forum Pour L'Investissement Responsable, *Article 173-VI: Understanding the French regulation on investor climate reporting – The ESG-Climate approach: from reporting to strategy, a tool for better investing*, oktober 2016, FIR Handbook No. 1, <<https://www.frenchsif.org/wp-content/uploads>>. (Hämtad: 2022-05-10).

etablera bindande normgivning på området.¹⁷⁹ Detta kombinerat med EU-kommissionens och FN:s hållbarhetsarbete har banat vägen för etablerandet av unionsrätligt bindande akter på området, mer om detta nedan.

5.3 Reglering med rapportering i fokus

5.3.1 Övergripande syften och mål

Utöver Agenda 2030, den gröna given samt taxonomins klassificeringssystem har även ytterligare mer specifika regleringar trätt i kraft under de senaste åren, främst med syftet att förenkla för investerare att investera hållbart. Generellt är dessa direktiv utformade med rapportering i fokus, och syftar till att säkerställa en högre transparens i företagens hållbarhetsarbete.

5.3.2 Direktiv om icke-finansiell rapportering och direktiv om företagens hållbarhetsarbete (NFRD & CSRD)

Direktivet om icke-finansiell rapportering (NFRD) antogs redan 2014 som ett ändringsdirektiv till direktivet om vissa stora företags tillhandahållande av icke-finansiell information.¹⁸⁰ NFRD syftar till att öka öppenheten så att den sociala och miljörelaterade information som företag tillhandahåller uppnår samma höga standard.¹⁸¹ De som berörs är företag av allmänt intresse¹⁸² som har fler än 500 anställda och den information som ska delges rör frågor om

¹⁷⁹ Se Riding, Siobhan, EU 'urgently needs common ESG rules, says French watchdog, *Financial Times*, 2019-11-25. <<https://www.ft.com/content/63e5a2d3-8ee2-40be-899b-5509b776a0c8>>. (Hämtad: 2022-05-10).

¹⁸⁰ Se Europaparlamentets och Rådets direktiv 2014/95/EU av den 22 oktober 2014 om ändring av direktiv 2013/34/EU vad gäller vissa stora företags och koncerners tillhandahållande av icke-finansiell information och upplysningar om mångfalspolicy (Direktiv om icke-finansiell rapportering), förkortas NFRD.

¹⁸¹ Se Prop. 2015/16:193 s. 38.

¹⁸² Företag av allmänt intresse definieras i revisorslag (2001:883) 2 § 9 p. och omfattar bl.a. börsnoterade bolag, företag som har tillstånd att driva bank- och finansieringsrörelse, värdepappersbolag samt försäkringsföretag.

miljö, sociala förhållanden, personal, respekt för mänskliga rättigheter och motverkande av korruption. I dessa frågor ska berörda företag lämna upplysningar om affärsmodell, hållbarhetspolicy, resultatet av sagda policy och risker förknippade med företagets verksamhet. Upplysningarna ska inbegripa hållbarhetsrelaterade centrala resultatindikatorer som är relevanta för verksamheten.¹⁸³ Genom NFRD infördes således ett krav på att företag ska rapportera både om hur hållbarhetsfrågor påverkar deras resultat, ställning och utveckling ("kundperspektivet") och hur det påverkar deras inverkan på människor och miljö ("verksamhetsperspektivet"). Detta kallas ofta för det "dubbla väsentlighetsperspektivet".¹⁸⁴

I samband med införandet av den gröna given 2020 beslutades det att genomföra en översyn av ovannämnda direktiv, främst då kommissionen ansåg att regleringen med tillhörande icke-bindande riktlinjer inte i tillräcklig utsträckning förbättrat kvaliteten på den information som företag offentliggjorde i enlighet med NFRD.¹⁸⁵ De främsta användarna av hållbarhetsinformation från företag är investerare och det nuvarande regelverket ansågs inte säkerställa att användarnas informationsbehov tillgodosågs i tillräcklig grad. Översynen har mynnat ut i ett förslag på ett nytt skärpt EU-direktiv om företags hållbarhetsredovisning (CSRD), som även är tänkt att modifiera reglerna i ett flertal existerande regleringar.¹⁸⁶ En av de viktigaste nyheterna i CSRD är ett utvidgande av rapporteringskraven till att omfatta ytterligare företag; reglerna förväntas i förslaget omfatta alla stora företag¹⁸⁷ samt noterade bolag. Det uppställs även krav på att företagen bestyrker den hållbarhetsinformation som de lämnar, samt rapporterar denna

¹⁸³ Se ingressen till NFRD, skäl 6.

¹⁸⁴ Se KOM (2021) 189 slutlig, s. 1.

¹⁸⁵ Se KOM (2021) 189 slutlig, s. 1 samt Europaparlamentets resolution av den 17 december 2020 om hållbar bolagsstyrning (2020/2137 (INI)).

¹⁸⁶ Se KOM (2021) 189 slutlig, s. 21.

¹⁸⁷ Stora företag definieras i Artikel 3 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2013/34/EU av den 26 juni 2013 om årsbokslut, koncernredovisning och rapporter i vissa typer av företag, om ändring av Europaparlamentets och rådets direktiv 2006/43/EG och om upphävande av rådets direktiv 78/660/EEG och 83/349/EEG (redovisningsdirektivet) som ett företag som på balansdagen överskrider gränsvärdena i åtminstone två av följande tre kategorier; balansomsättning på 20 000 000 EUR, nettoomsättning på 40 000 000 EUR, minst ett genomsnitt på 250 anställda under räkenskapsåret.

mer specificerade bestyrkta information i enlighet med EU:s obligatoriska standarder.¹⁸⁸ Slutligen ska även informationen offentliggöras som en del av företagets förvaltningsberättelse för att säkerställa att investerare enkelt får del av den.¹⁸⁹ I och med inkorporerandet av hållbarhetsinformationen i förvaltningsberättelsen, som är del av årsredovisningen, ska även hållbarhetsrapporteringen granskas av tredje part.¹⁹⁰

5.3.3 Disclosureförordningen (SFDR)

Disclosureförordningen (SFDR) upprättades 2019 med syfte att fastställa unionsharmoniserade bestämmelser om transparenskrav för finansmarknadsaktörer och finansiella rådgivare inom EU:s finansmarknad avseende hållbarhetsrelaterade upplysningar om finansiella produkter.¹⁹¹ Begreppet finansmarknadsaktörer omfattar bland annat fondbolag, försäkringsbolag samt utvecklare av pensionsprodukter.¹⁹² Finansmarknadsaktörer av detta slag benämns ofta som institutionella investerare. Förhoppningen med regleringen var att en ökad transparens skulle assistera privata investerare i deras investeringsbeslut, genom att ge dessa tillgång till hur verksamheterna bidrar till klimatförändringarna samt vilka risker och möjligheter företagen står inför med anledning av dessa förändringar.¹⁹³ Förordningen riktar sig till finansmarknadsaktörerna och påverkar därför den information som institutionella investerare behöver delge. Genom detta förväntas informationsasymmetrin i förhållandet mellan privata investerare och institutionella investerare minska i fråga om

¹⁸⁸ Dessa obligatoriska standarder för hållbarhetsrapportering ska tas fram av den europeiska rådgivande gruppen för finansiell rapportering (EFRAG) och antas av kommissionen som delegerade akter, för vidare information se Finansinspektionen, Hållbarhetsredovisning, *Finansinspektionen*, 2021, <<https://fi.se/sv/hallbarhet/regler/redovisning/>>. (Hämtad: 2022-04-12) samt KOM (2021) 189 slutlig, s. 7.

¹⁸⁹ Se KOM (2021) 189 slutlig, s. 5.

¹⁹⁰ Se KOM (2021) 189 slutlig, s. 19.

¹⁹¹ Se Artikel 1 SFDR.

¹⁹² Se Artikel 2 SFDR för ytterligare definition.

¹⁹³ Se Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG): Report on Climate-related Disclosures, January 2019, s. 4 – 5.

hållbarhetsrelaterade risker.¹⁹⁴ Aktörerna ska enligt regleringen därför tillämpa transparens bland annat i fråga om deras policy för integrering av hållbarhetsrisker i sina investeringsbeslutsprocesser samt i hur de arbetar för att integrera hållbarhetsrisker i sina investeringsbeslut.¹⁹⁵ Information om hållbarhetsaspekterna i ombudens investeringsbeslut ska finnas tillgänglig på marknadsaktörernas hemsidor. Från och med den 1 januari 2023, då förordningen träder i kraft fullt ut, ska även information om vissa av de finansiella produkterna som träffas av förordningen följas upp årligen och delges investerarna för att visa hur investeringarna uppfyller de relevanta kraven.¹⁹⁶

5.3.4 Direktiv om tillbörlig aktsamhet för företag i fråga om hållbarhet (CSDD)

Förslaget om ett direktiv om tillbörlig aktsamhet för företag i fråga om hållbarhet (CSDD) presenterades av kommissionen i februari 2022. Direktivförslaget är i skrivande stund ute på en andra konsultationsrunda då regleringen möttes av stort motstånd och kritik i samband med den inledande konsultationen.¹⁹⁷ I korthet fastställer direktivet en skyldighet för vissa företag att visa tillbörlig aktsamhet (eng: due diligence) i sin verksamhet och i sina värdekedjor i syfte att motverka negativa effekter på de mänskliga rättigheterna och miljön.¹⁹⁸ I aktsamhetarbetet ska bolagsledningen bland annat ta hänsyn till relevanta synpunkter från intressenter och civilsamhällets organisationer.¹⁹⁹ Direktivet är tänkt att komplettera de planerade ändringarna i NFRD, i uppsatsen benämnt som CSRD-förslaget, till den grad att en synergieffekt förväntas uppstå. Bland annat kräver en ändamålsenlig insamling av information i rapporteringssyfte enligt CSRD-förslaget ett

¹⁹⁴ Se ingressen till SFDR, skäl 10.

¹⁹⁵ Se Artikel 3 samt 6 SFDR.

¹⁹⁶ Se Artikel 11 SFDR.

¹⁹⁷ Se Röhne, Jon, EU tvekar om kontroversiellt hållbarhetsdirektiv, *Dagens Industri*, 2022-03-30. <<https://www.di.se/nyheter/eu-tvekar-om-kontroversiellt-hallbarhetsdirektiv/>>. (Hämtad: 2022-04-05).

¹⁹⁸ Se Faktapromemoria 2021/22:FPM71, s. 2.

¹⁹⁹ Se Faktapromemoria 2021/22:FPM71, s. 4.

införande av processer som har ett nära samband med identifieringen av negativa konsekvenser i enlighet med den skyldighet att iaktta tillbörlig aktsamhet som fastställs genom CSDD-förslaget. Här kommer alltså CSRD och CSDD verka parallellt. Vidare kommer CSRD även att omfatta det sista steget i skyldigheten att iaktta tillbörlig aktsamhet enligt CSDD, det vill säga själva rapporteringen, för de företag som även omfattas av CSRD-regleringen. För företag som omfattas av CSDD men inte av CSRD kommer i stället rapporteringen att ske årligen på företagets hemsida.²⁰⁰ Överlappningen av de två regleringarna förväntas öka effektiviteten av reglerna och samtidigt även driva på en snabbare förändring av företagens agerande.²⁰¹

CSDD-förslaget är även tänkt att ligga till grund för en del av den information som företag ska delge enligt SFDR, som behandlats ovan under avsnitt 5.3.3. Enligt SFDR ska företag som omfattas av regleringen bland annat offentliggöra en förklaring av sina policyer för tillbörlig aktsamhet när det gäller investeringsbeslutens huvudsakliga negativa konsekvenser för hållbarhetsfaktorer.²⁰² Även den nya taxonomiförordningen är tänkt att kompletteras av CSDD-förslaget.²⁰³

5.3.5 Sammanfattning av regleringarna och framåtblick

De nya regleringarna på området lägger som nämnts stort fokus på transparens och har som mål att minska informationsasymmetrin mellan privata investerare, institutionella investerare och företagen. Genom CSRD förväntas även företag delge viss specificerad hållbarhetsinformation i

²⁰⁰ Se KOM (2022) 71 slutlig, artikel 8 i förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om tillbörlig aktsamhet för företag i fråga om hållbarhet och om ändring av direktiv (EU) 2019/1937.

²⁰¹ Se KOM (2022) 71 slutlig, s. 3.

²⁰² Se KOM (2022) 71 slutlig s. 3.

²⁰³ Se KOM (2022) 71 slutlig, s. 3.

förvaltningsberättelsen, något som bidrar till att det förhoppningsvis blir enklare för investerare att ta del av informationen.

Regleringarna bidrar med en helt ny nivå av rapportering på ESG-området, vilket måste ses som en mycket positiv utveckling. Bland annat förväntas rapportering nu ske på en mer regelbunden basis i anslutning till företagens förvaltningsberättelser som lämnas en gång om året.²⁰⁴ En naturlig följdfråga när man ser till de nya regelverkens rapporteringstidsramar är dock huruvida rapportering av ESG-aspekter kan komma att ske även vid andra tidpunkter under året i takt med att investerare blir allt mer intresserade av regelbundna uppdateringar om företagens hållbarhetsarbete, och vilken effekt sådan rapportering då skulle kunna få på finansmarknaden.

²⁰⁴ Se b.l.a. Artikel 11 SFDR; Artikel 19 a CSRD.

6 Analys:

Hållbarhetsinformation som insiderinformation?

6.1 Vad är informationsgivningsreglernas främsta syfte?

Syftet med de existerande informationsgivningsreglerna på finansmarknaden är att säkerställa en transparent och öppen marknad som besitter marknadsintegritet med goda förutsättningar för ekonomisk tillväxt. För att kunna garantera förekomsten av en marknad av sådan karaktär behöver de som driver marknaden framåt, investerarna, ha förtroende för de företag de investerar i. Det förtroende kan uppnås genom att företag regelbundet och regelbundet informerar marknadsaktörer om saker som kan förväntas få en effekt på bolagets ställning på marknaden. Genom att minimera monopolistiska informationssituationer där den ena parten, emittenten, har ett informationsövertag upprätthålls en allmän transaktions- och investeringsvilja hos investerare. Inom ramen för det tillåts då investerare att basera sina investeringsbeslut på rimliga grunder, där en rättvisande bild av företaget ligger till grund för beslutet. Det möjliggör att investeraren kan bilda sig en korrekt uppfattning om huruvida värdet på företagets finansiella instrument överensstämmer med det pris som investeraren är villig att betala.

I fråga om vilken information som ska lämnas för att minimera monopolistiska informationsförhållanden ska det klargöras att för att den information som företag lämnar ska få en positiv effekt på marknads effektivitet så bör den begränsas till att omfatta den för investerare relevanta informationen, den fördelaktiga informationen. Skulle ytterligare information omfattas av informationsgivningskraven finns det nämligen en risk att

investerare vilseleds av offentliggörandet av den för frågan irrelevanta informationen, som egentligen inte påverkar prissättningen av det finansiella instrumentet på marknaden. Ett sådant vilseledande riskerar att resultera i instabilitet på marknaden, vilket självklart bör undvikas. För att skilja dessa typer av information kan det framföras att fördelaktig information särskiljs med anledning av att den är korrekt, monopolistisk och relevant. Syftet med informationsgivningsreglerna är således att säkerställa att det är den fördelaktiga informationen som når investerarna.

6.2 Hur definieras insiderinformation i artikel 7 MAR?

Under avsnitt 3.2 samt 3.3 presenteras mer detaljerade resonemang kring begreppen 'specifik natur' och 'väsentlig inverkan på priset', där en grundlig genomgång av de komponenter som rekvisiten består av framställs. För ordningens skull följer därför enbart en kortare sammanfattning av avsnittens viktigaste slutsatser.

6.2.1 Specifik natur

För att information ska anses vara av specifik natur måste den röra antingen en omständighet eller en händelse som rimligen kan förväntas inträffa. Vidare krävs att informationen är så pass specifikt utformad att det är möjligt att dra en slutsats om informationens potentiella effekt på priset på det finansiella instrument som informationen berör.

Begreppen 'händelse' och 'omständighet' ska här förstås utifrån dess vedertagna betydelser. En händelse definieras i doktrin som ett iakttagbart skeende, medan en omständighet anses vara ett förhållande som får betydelse i ett visst specifikt sammanhang, en grundläggande förutsättning för att något ska kunna ske. En enskild händelse anses utifrån dessa definitioner ofta

förmedla mer information än en isolerad omständighet, som får mening först när den kombineras med andra omständigheter.

Ett ”rimlig förväntans”-test genomförs för att säkerställa huruvida den omständighet eller händelse som informationen behandlar rimligen kan förväntas inträffa. Enligt EU-domstolen innebär ”rimligen kan förväntas” att det föreligger faktiska utsikter för att det som informationen berör kommer att inträffa. Det råder inom doktrinen delade meningar om vad ”faktiska utsikter” betyder sett till hur sannolikt det proportionellt sett ska vara att det inträffar. En helhetsbedömning får därför göras från fall till fall, där såväl tidigare erfarenheter som det specifika informationsinnehållet ska beaktas. Innebörden av ”faktiska utsikter” blir således mer flytande än konkret där erforderlig sannolikhet troligen kan variera från fall till fall. Det enda som egentligen faller utanför rekvisitets omfång är sådana händelser och omständigheter som rakt av framstår som osannolika.

Slutligen krävs det även, för att information ska anses vara av specifik natur, att den är av sådan art att det är möjligt att dra en slutsats om informationens potentiella effekt på priset av det finansiella instrumentet. Det är för bedömningen centralt att det potentiellt kan väntas ha en effekt på priset, således föreligger det inget krav på att någon prisrörelse vid ett offentliggörande av informationen faktiskt kan uppmätas. Att regleringen konstruerats på detta vis har en koppling till MAR:s underliggande syfte samt till finansmarknadens komplexitet. Målet med regleringen är att främja en transparent och rättvis finansmarknad. Hade lagstiftaren ställt ett högre krav på förutsebarhet för tillämpning av rekvisitet dels avseende vilken riktning en prispåverkan förväntas ha, dels avseende att det faktiskt ska gå att säkerställa att en prisrörelse ens kommer att ske, hade det funnits en risk att emittenter effektivt vid minsta osäkerhet om prispåverkan skulle kunnat åberopa denna osäkerhet för att undvika att delge information. Det skulle undergräva syftet med regleringen, varför EU-domstolen valt att sätta ribban betydligt lägre, mycket till företagets förtret.

6.2.2 Väsentlig inverkan på priset

För att viss information ska anses vara av karaktären insiderinformation ska informationen, vid ett offentliggörande, sannolikt ha en väsentlig inverkan på priset på det finansiella instrument som informationen berör. Rekvisitet har en stark koppling till den, för MAR, centrala effektiva marknadshypotesen, som föreskriver att priset på ett finansiellt instrument återspeglar all tillgänglig information på marknaden. Således grundas rekvisitet på antagandet att om en förnuftig investerare skulle utnyttja informationen vid ett investeringsbeslut kan informationen, vid ett offentliggörande, förmodas ha en påverkan på marknadspriset.

Med hänsyn till detta är det rimligt att begreppet 'förnuftig investerare' är centralt för bedömningen av huruvida viss information förväntas ha en väsentlig påverkan på det finansiella instrumentets pris. Det framgår inte av MAR vem den förnuftige investeraren är. Enligt doktrin beskrivs denna dock som en person som antas agera och resonera rationellt och som har möjlighet att sälla mellan, för prissättningen på värdepapper, relevant och irrelevant information. Likt vid bedömningen av specificitets-testet inom ramen för rekvisitet 'specifik natur' krävs det i fråga om 'väsentlig inverkan på priset' inte att informationen faktiskt leder till en prisförändring av det finansiella instrumentet. Det centrala för bedömningen är huruvida en förnuftig investerare skulle beakta informationen vid ett investeringsbeslut om denna hade tillgång till informationen. Således utgör den fiktive förnuftige investeraren den yttre ramen i avgörandet av om informationen ur ett prispåverkanshänseende kan anses falla under begreppet insiderinformation.

6.3 Finns det utrymme för hållbarhetsrapportering att omfattas inom tillämpningsområdet för artikel 7 MAR?

6.3.1 Syftesproblematik eller överensstämmelse?

Informationsgivningen på finansmarknaden syftar till att säkerställa transparens och öppenhet. Transparens är även ledordet för CSR och ESG-arbete. Den nyligen tillkomna regleringen på området har därför självklart ett stort fokus på transparens och öppenhet. Genom införandet av taxonomiförordningens klassificeringssystem skapades ett underlag som möjliggör tydligare jämförelser mellan företagens miljömässiga hållbarhetsarbete, något som försvårar greenwashing och bringar klarhet i hur väl olika företag faktiskt lyckas med sitt arbete. Även NFRD, som i framtiden kommer benämnas CSRD, syftar till att öka öppenheten genom att försäkra att den hållbarhetsinformation som företag anger uppnår samma höga standard. Enligt det nya förslaget ska företag även bestyrka den angivna informationen och offentliggöra denna i samband med förvaltningsberättelsen efter granskning av tredje part. Genom införandet av dessa regler är förhoppningen inte enbart att transparensen ökar, målet är även att den information som offentliggörs är sanningsenlig, och därmed fördelaktig för investerare att ta del av.

Även SFDR föreskriver i sin portalartikel att regleringen syftar till att säkerställa transparens på finansmarknaden i frågor om integrering av hållbarhetsrisker i investeringsbeslut. Detta med målet att minska det asymmetriska informationsförhållandet mellan institutionella investerare och privata investerare för att på så sätt trygga att de privata investerarna bereds

möjligheten att genomföra välgrundade investeringsbeslut med hänsyn till all fördelaktig information.

Regleringen säkerställer en helt ny nivå av rapportering på området, och säkrar inte bara att företagen faktiskt rapporterar utan även att den information som rapporteras är sanningsenlig och av hög kvalitet. Läsaren ska dock påminnas om att med anledning av att regleringarna är så pass nya är det ännu svårt att utvärdera dess effekt. Förhoppningen är dock självklart att regleringarna leder till att företagen både utvecklar sitt hållbarhetsarbete ytterligare samt möjliggör en mer extensiv jämförelse sinsemellan.

Även om den information som rapporteras kommer att ingå i företagens förvaltningsberättelse, och därigenom falla under de periodiska informationsgivningsreglerna på finansmarknaden, är det inte orimligt att företag även vid andra tillfällen kommer att rapportera om hur deras hållbarhetsarbete fortgår, framför allt i takt med att millenniegenerationen utgör en allt större del av investerarbasen. Denna nya generation på finansmarknaden har gett uttryck för en önskan att företag vidtar ännu mer transparens inom sitt hållbarhetsarbete än vad som i dagsläget krävs. Detta med anledning av att ett företags hållbarhetsarbete för många har blivit en av de viktigaste faktorerna att överväga i samband med ett investeringsbeslut.

Syftena bakom MAR och den nya ESG-regleringen överlappar till stor del varandra, vilket inte är överraskande i och med att reglerna är konstruerade med mycket liknande ändamål i åtanke; förekomsten av en transparent finansmarknad. Genom införandet av CSRD systematiseras ESG-rapporteringen i viss mån, frågan är dock om detta är tillräckligt. Den nya ESG-regleringen syftar till att säkerställa att företagen rapporterar relevant, korrekt och monopolistisk hållbarhetsinformation till marknaden, så kallad 'fördelaktig information'. Definitionen av insiderinformation i MAR syftar just till att särskilja fördelaktig information från icke-fördelaktig information, för att sedan reglera hur denna fördelaktiga information offentliggörs. Med detta i åtanke är det inte långt till frågan om även fördelaktig ESG-

information borde omfattas av insiderinformations-begreppet sett till dess syfte och ändamål.

6.3.2 ESG-information = insiderinformation?

I takt med att hållbarhetsinformation blir allt viktigare för investerare så bör rimligen även högre krav ställas på att sådan information offentliggörs regelbundet under ordnade former. Syftet med insiderregleringen är att upprätthålla förtroendet för marknaden genom att minimera risken att personer selektivt tar del av information som inte är känd för marknaden. Om offentliggörandet av ESG-information då kan få betydelse för priset på det finansiella värdepapper som informationen berör så innebär det att en person med tillgång till denna information före det att den offentliggörs har en fördel av att ha delgetts informationen. Enligt detta resonemang borde därför ESG-information, enbart på denna grund, förutsatt att den uppfyller rekvisiten i artikel 7 MAR, kunna klassas som insiderinformation. Nedan följer en kortare utläggning gällande möjligheten för ESG-information att omfattas av rekvisiten i insiderartikeln såsom de är utformade idag.

6.3.2.1 Specifik natur

Centralt för bedömning av rekvisitet 'specifik natur' är dels distinktionen mellan en omständighet och en händelse, dels de två testen; rimlig förväntans-testet samt specificitets-testet. Vad gäller frågan om informationen skulle kunna anses beröra en omständighet eller en händelse finns det egentligen inte mycket att diskutera. I fråga om hållbarhetsinformationens karaktär som en omständighet eller händelse kan följande sägas för att visa på hur regleringen skulle kunna träffa hållbarhetsinformation. En händelse i sammanhanget skulle exempelvis kunna utgöras av beslutet att anta en ny hållbarhetspolicy inom företaget, medan en omständighet skulle kunna vara införandet av ett kommande regelverk som ökar kraven på företags hållbarhetsarbete. Denna omständighet, då det läses tillsammans med företagets nuvarande hållbarhetspolicy, kan tyda på att en ändring i policyn

snart måste genomföras och således får omständigheten när den kombineras med andra faktorer betydelse för företaget.

”Rimlig förväntans”-testet genomförs i varje enskilt fall och utgör inte något större hinder för möjligheten att omfatta hållbarhetsinformation inom ramen för artikel 7 MAR utöver att det innan praxis skapats på området inte är möjligt att applicera tidigare erfarenheter på framtida händelser vid avgörandet av om det föreligger faktiska utsikter. Kan den omständighet eller händelse som informationen berör rimligtvis förväntas inträffa är rekvisitet nämligen i princip uppfyllt. Det enda egentliga problemet skulle här vara just bedömningen av när det kan anses föreligga faktiska utsikter. Svårigheterna med denna bedömning hade åtminstone delvis kunnat avhjälpas genom publicerandet av vägledning från ESMA med ett förtydligande avseende på vilken nivå sannolikhetskravet bör läggas. Ett sådant förtydligande är önskvärt även oaktat en inkorporering av hållbarhetsinformation inom ramen för MAR för att utplåna den rådande förvirring kring vilken grad av sannolikhet som krävs för att faktiska utsikter ska anses föreligga.

Specificitets-testet genomförs för att säkerställa att informationen är av sådan art att det är möjligt att dra en slutsats gällande huruvida informationen potentiellt kan få en effekt på det finansiella instrumentets pris. EU-domstolen har här ställt ett relativt lågt krav avseende tolkningen av lagtexten när det gäller möjligheten att förutse prisseffekten och således krävs det enbart att informationen kan ha en effekt på priset i någon riktning. Även om ESG-faktorerna är relativt nya spelare på finansmarknaden så har studier genomförts gällande den effekt som sådan information har haft på värdepapper där en positiv korrelation mellan ESG-information och aktiepriser har kunnat utrönas.²⁰⁵ Den positiva korrelationen blir mer markant över tid, där företag som på ett grundligt sätt integrerat ESG-faktorerna i den

²⁰⁵ Jmf. Bassen, Alexander, Busch, Timo & Friede. Gunnar, ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, Vol. 5, nr. 4, 2015: 210–233; NYU Stern - Center for Sustainable Business & Rockefeller Asset Management, *ESG and Financial Performance*, 2021: 1-19, s. 7.

dagliga verksamheten kan förvänta sig störst positiv påverkan.²⁰⁶ Ett ökat intresse för ESG-information från investerarna har i studierna setts utmana den traditionella uppfattningen att ett företags finansiella information är den viktigaste påverkansfaktorn på företags aktie på marknaden.²⁰⁷ För att specificitets-testet ska anses uppfyllt är det dock endast nödvändigt att en potentiell priseffekt kan ses. Det krävs alltså inte att det i varje enskilt fall är fastställt att ESG-informationen med säkerhet faktiskt har en effekt på det finansiella instrumentets marknadsvärde, utan enbart att det potentiellt skulle kunna antas ha det. Det kan inom ramen för detta vidare konstateras att många faktorer faktiskt pekar mot att en prisrörelseeffekt vid offentliggörande av hållbarhetsinformation kommer att kunna påvisas i större utsträckning i takt med att allt fler värdesätter dessa faktorer i sina investeringsbeslut.

6.3.2.2 Väsentlig inverkan på priset

Definitionen av den förnuftiga investeraren är mycket allmänt hållen, och kan närmast beskrivas som en levande definition. Den enda vägledning som ges återfinns i doktrin som konstaterar att en förnuftig investerare antas agera rationellt. Lagstiftaren har genom detta anpassat begreppet till ett marknadsklimat i konstant utveckling. Investerarnas karaktär och intressen utvecklas självklart över tid, och genom att inte tydligare definiera vem en förnuftig investerare är eller vilka egenskaper denna besitter blir regelverket tämligen flexibelt. Det är ur en neoklassisk nationalekonomisk synvinkel inte tänkbart att en investerare inte skulle hålla vinstmaximering högst vid beslut om en investering. Att exempelvis hållbarhetsarbete premieras över avkastning stämmer inte överens med den neoklassiska teorins kärnvärden. Vid en strikt tillämpning av neoklassisk aktieägar teori skulle det troligen inte ens anses sannolikt att ESG-relaterade prisändringar på finansmarknaden sker, då de inte säkert garanterar att verksamheten bedrivs med maximal

²⁰⁶ Kostantonis, Sakis, Rehnberg, Christina, Serafeim, George & Tomlinson, Brian, The Economic Significance of Long-Term Plans, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 31, nr. 2, 2019: 22-33, s. 31.

²⁰⁷ Goldstein, Itay, Kopytov, Alexandr, Shen, Lind & Xiang Haotian, On ESG Investing: Heterogeneous Preferences, Information and Asset Prices, *NBER Working Paper No. w29839*, April 2022, s. 33.

avkastning som främsta syfte. Sådana ”mjuka” värden som inte fullt ut kan antas säkerställa vinstmaximering för aktieägarna bör enligt teorins anhängare bortses från, något som vid en tillämpning av neoklassisk ekonomiteori väntas ske naturligt i de fall där företagen själva agerar med aktieägarnas intresse i främsta rummet och således håller vinstmaximering högst. Med detta sagt så behöver dock inte en marknad som reagerar på ESG-relaterad information, i ljuset av ändrade investerarprefereenser, för den sakens skull anses mindre effektiv eller anses besitta svagare marknadsintegritet. Inte heller är det säkert att en intressentfokuserad teori, där hållbara värden står i fokus, måste få fullt genomslag på finansmarknaden för att dessa värden ska kunna påverka prisbildningen av de finansiella instrumenten. Idén om en hybrid-teori som inkorporerar både vinstmaximering och hållbara värden kan närmast betraktas som en mittenväg, och i min mening även vägen framåt. Oavsett vilken teori som förespråkas kan det dock konstateras att med anledning av den allmänt hållna definitionen av begreppet ’förnuftig investerare’ borde den nya generationens investerare få betydelse för regleringens tillämpning om det rationella agerandet är att ta hänsyn till hållbarhetsinformation. Detta oavsett om ett sådant agerande sker med anledning av att det upplevs som det mest vinstsäkra alternativet eller om det görs baserat på individuella preferenser och värderingar.

I fråga om själva påverkan på priset så är det centrala, som tidigare konstaterats, huruvida en förnuftig investerare skulle använda sig av informationen för att fatta ett investeringsbeslut. Förutsatt att investerare önskar att ta del av ESG-information som en del av den informationsinhämtning som föregår själva investeringen och sedermera agerar på denna torde detta rekvisit vara uppfyllt. Det ska även tilläggas att ju större intresset för företagens CSR-arbete och ESG-poäng är från investerarnas håll, desto större påverkan på aktievärderingen lär dessa frågor ha. Det talar även för att ESG-information kan vara av sådan art att den faktiskt också kan tänkas ha en väsentlig inverkan på priset. Det ska här även framföras att om det går att vinna på att ta del av hållbarhetsinformation ur ett ekonomiskt perspektiv så är det troligt att denna möjlighet kommer att

realiseras av investerare, därigenom aktualiseras insiderregelverket naturligt då en orättvis informationsasymmetri annars uppstår som riskerar att påverka marknadens integritet.

6.3.3 Möjlig inkorporering och vägen framåt

Sammanfattningsvis tyder ovan förda resonemang på att hållbarhetsinformation troligen skulle kunna falla inom begreppet insiderinformation såsom det definieras i artikel 7 MAR, om än efter att vissa justeringar och anpassningar av regelverket har genomförts. Den nya rapporteringsfokuserade regleringen på hållbarhetsområdet som bidrar med ramar för vad, när och hur informationen ska delges är ett första steg i en systematisering av hållbarhetsrapporteringen. I en eventuell framtida applicering av artikel 7 MAR på hållbarhetsinformation kommer dessa nya regler spela en viktig roll i säkerställandet av att informationen är korrekt och jämförbar.

Det nya legalt bindande regelverket på hållbarhetsområdet säkerställer inte enbart att jämförelser mellan företagens hållbarhetsarbete kan företas utan även att sanktioner kan utdelas för de fall där företagen inte följer regelverket. Regelverket bygger på de etablerade soft law-instrumenten på området, som tidigare ansetts kunnat åberopats för att i någon mån ”trotsa” det neoklassiska vinstfokuset till fördel för ”mjuka” värden inom ramen för företagens bolagsstyrning. Genom att basera den nya regleringen på dessa instrument har självklart soft law-instrumentens underliggande syften och teoribildning haft betydelse för regleringen, i vart fall indirekt. Reglerna öppnar således upp för möjligheten att inkorporera dessa ”mjuka” värden i bolagsrätten på EU-nivå, och i förlängningen även i nationell rätt. Förutsatt att regelverket inte vållar problem, så till vida att det i efterhand plötsligt anses oförenligt med företagens verksamhetsfokus, så talar etableringen av dessa nya regelverk för att kommissionen anser att företag även kan beakta ”mjuka” värden i sitt företagande utan att vi för den sakens skull behöver justera bolagsrättens

grundläggande teoribildning som sådan. Detta gör diskussionen gällande aktieägarteorin kontra intressentteori tämligen irrelevant i sammanhanget, mittenvägen i form av Enlightened Shareholder value-teorin upplevs därför i stället ligga närmast verkligheten.

Det finns ett flertal sätt att i framtiden inkorporera hållbarhetsinformation under insiderinformations-begreppet där det mest självklara är en revidering av de nuvarande reglerna, där det exempelvis i ingressen skulle kunna införas en skrivelse om hållbarhetsinformationens relation till artikel 7 MAR. Ett något mindre tidskrävande sätt skulle även kunna vara att ESMA, och i förlängningen FI, utkommer med vägledande uttalanden om informationens betydelse ur ett insiderperspektiv. Här tillämpas då närmast ett de lege sententia ferenda-perspektiv där ESMA, som tillsynsmyndighet, möjligen skulle kunna jämföras med en domstol som applicerar insiderregelverket på en ny fråga inom ramen för sitt kompetensområde utan att regelverket för att kunna tillämpas i enlighet med detta behöver modifieras av lagstiftaren. ESMA skulle enligt detta resonemang kunna möjliggöra appliceringen av artikel 7 MAR på hållbarhetsinformation. Rättssäkerhetsaspekten måste dock belysas vid en sådan eventuell lösning. Att inkludera ett helt nytt rapporteringsområde inom ramen för insiderinformationsdefinitionen kommer att få stora konsekvenser för dess tillämpning, och såväl företagen som investerarna kommer att påverkas vid en sådan inkludering. Artikel 7 MAR är dessutom utgångspunkten för flertalet bestämmelser i MAR-regelverket, vilket medför en risk att en ändring av denna bestämmelse kan vålla problem vid tillämpningen även av andra artiklar. Vidare är det troligtvis många som skulle ställa sig skeptiska till en sådan inkludering, inte minst från företagets sida givet att en sådan inkludering skulle resultera i ökat arbete och administration avseende offentliggörande av insiderinformation, vilket i sin tur är både tids- och resurskrävande samt kostsamt. Att regleringen då inte föregåtts av ett grundligt lagstiftningsarbete kommer troligen här skapa problematik sett till viljan att tillämpa den. En eventuell inkludering av hållbarhetsinformation inom ramen för marknadsmissbruksregelverkets tillämpningsområde kommer därför först rimligtvis kunna genomföras efter

ordentliga lagstiftningsåtgärder baserade på grundliga konsekvensbedömningar.

6.4 Avslutande reflektioner

Som jag fortlöpande återkommit till under uppsatsens gång så pekar allt på att det ökade intresset för ESG i allt högre grad kommer att återspeglas såväl på finansmarknaden som i lagstiftningen under de nästkommande åren. Både kapitalmarknadsreglerna, den generella bolagsrätten och bolagsstyrningsreglerna i synnerhet kommer behöva revideras i varierande grad för att bättre anpassas till denna nya hållbarhetsreglering. De nya förordningarna och direktiven på hållbarhetsområdet kan anses vara det första stora steget mot denna anpassning, även om förändringen i teorin påbörjades för flertal år sedan. Det stora rapporteringsregelverket som styr finansmarknaden, MAR, har vid otaliga tillfällen utvärderats för att bättre anpassas till samtiden. I takt med att hållbarhetsregleringen utvecklas och efterfrågan på hållbarhetsrapportering ökar kommer insiderregleringen att återigen behöva anpassas till det nya finansmarknadsklimatet. Lagstiftaren måste här vara proaktiv och värna om MAR-regelverkets syften, samtidigt som eventuella förändringar till förmån för inkludering av hållbarhetsinformation inom ramen för artikel 7 MAR inte får föregå samhällsförändringen i alltför stor utsträckning. Det handlar i grunden om en balansgång där lagstiftaren måste säkerställa att regleringen finns till hands då den behövs, samtidigt som det inte får utgöra en för stor administrativ börda för företagen vilket riskerar att avskräcka dessa från att ligga i framkant i sitt hållbarhetsarbete. Vidare utgör delaktighet från företag i hållbarhetsfrågor ett viktigt egenvärde som lagstiftaren bör försöka kanalisera för att stärka viljan att agera hållbart, oavsett om denna vilja drivs av affärsmässiga grunder eller ett genuint hållbarhetskall.

Den nya regleringen på ESG-området är ett stort steg i rätt riktning och kommer förhoppningsvis att innebära att företag inte bara kommer att ta sitt hållbarhetsarbete på större allvar utan även att detta arbete på ett enkelt sätt

kommer kunna jämföras och rankas. När väl den nya regleringen är på plats och har trätt i kraft fullt ut och så småningom kan utvärderas kommer det även bli tydligare om denna rapportering räcker för att tillfredsställa den nya generationens informationsbehov och om informationen kan ses påverka aktievärderingarna och handeln på finansmarknaden. I bästa fall kompletterar de nya regelverken varandra som tänkt och främjar därigenom varandras genomdrivande. Det leder i sin tur till etablerandet av ett riktat regelverk på rapporteringsområdet som förespråkar transparens, och som vid en framtida ändring av MAR-regelverket kan konsulteras och agera språngbräda vid en uppdatering av marknadsmissbruksregleringen.

Slutligen kan det konstateras att millenniegenerationen ofta målas upp som den lata, självcentrerade och krävande generationen. I sagan om hållbarhet på finansmarknaden spelar de dock hjälten. Intåget av den nya generationen av investerare på finansmarknaden innebär en förändring, där tidigare orubbliga, enligt vissa föräldrade, ekonomiska antaganden bortprioriteras till fördel för etablerandet av en ny världsbild där hållbarhet inom kort troligen kommer vara en av de absolut viktigaste faktorerna att ta hänsyn till på finansmarknaden.

Käll- och litteraturförteckning

Källor

Offentligt tryck Sverige

Propositioner

Proposition 1984/85:157. *Regeringens proposition med förslag till lag om värdepappersmarknaden.*

Proposition 1990/91:42. *Om insiderhandel.*

Proposition 1999/2000:109. *Ny insiderlagstiftning m.m.*

Proposition 2015/16:193. *Företagens rapportering om hållbarhet och mångfaldspolicy.*

Statens offentliga utredningar

SOU 2014:46. *Marknadsmisbruk II.*

Övrigt

Utrikesdepartementet (UD 13.031), *Hållbart företagande – Plattform för svenskt agerande.*

Regeringens skrivelse 2015/16:182. *Politiken för global utveckling i genomförandet av Agenda 2030.*

Faktapromemoria 2021/22:FPM71. *Direktiv om tillbörlig aktsamhet för företag i fråga om hållbarhet.*

EU-rättsliga källor

Författningar och direktiv

Rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter om insiderhandel. (Cit: "Insiderdirektivet")

Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och tillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk). (Cit: "MAD I")

Europaparlamentets och rådets förordning 1095/2010 av den 24 november 2010 om inrättandet av en europeisk tillsynsmyndighet (Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten), om ändring av beslut 716/2009/EG och om upphävandet av kommissionens beslut 2009/77/EG.

Europaparlamentets och rådets direktiv 2013/34/EU av den 26 juni 2013 om årsbokslut, koncernredovisning och rapporter i vissa typer av företag, om ändring av Europaparlamentets och rådets direktiv 2006/43/EG och om upphävande av rådets direktiv 78/660/EEG och 83/349/EEG (Cit: ”redovisningsdirektivet”)

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordningen) och om upphävandet av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG. (Cit: ”MAR”)

Europaparlamentets och rådets direktiv nr 2014/57/EU av den 16 april 2014 om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk (marknadsmissbruksdirektiv). (Cit: ”MAD II”)

Europaparlamentets och Rådets direktiv 2014/95/EU av den 22 oktober 2014 om ändring av direktiv 2013/34/EU vad gäller vissa stora företags och koncerners tillhandahållande av icke-finansiell information och upplysningar om mångfalspolicy. (Cit: ”Direktiv om icke-finansiell rapportering”)

Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2017/828 av den 17 maj 2017 om ändring av direktiv 2007/36/EG vad gäller uppmuntrande av aktieägares långsiktiga engagemang.

Europaparlamentets och Rådets förordning (EU) 2019/2088 av den 27 november 2019 om hållbarhetsrelaterade upplysningar som ska lämnas inom den finansiella tjänstesektorn. (Cit: ”Disclosureförordningen”)

Europaparlamentets och rådets förordning EU 2020/853 av den 18 juli 2020 om inrättandet av en ram för att underlätta hållbara investeringar och om ändring av förordningen (EU) 2019/2088. (Cit: ”Taxonomiförordningen”)

Övrigt

KOM (2001) 366 slutlig. *Grönbok: Främjande av en europeisk ram för företagens sociala ansvar.*

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

KOM (2011) 681 slutlig. *Meddelande från Kommissionen till Europaparlamentet, Rådet, Europeiska Ekonomiska och Sociala Kommittén och Regionkommittén – En förnyad EU-strategi 2011–2014 för företagens sociala ansvar.*

KOM (2018) 97 slutlig. *Meddelande från Kommissionen till Europaparlamentet, Europeiska Rådet, Rådet, Europeiska Centralbanken,*

Europeiska Ekonomiska och Sociala Kommittén och Regionkommittén – Handlingsplan för finansiering av hållbar tillväxt.

SWD (2018) 264 final. *Commission staff working document impact assessment.*

Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG), 2019: *Report on Climate-related Disclosures*, January 2019.

KOM (2019) 640 slutlig. *Meddelande från Kommissionen till Europaparlamentet, Europeiska Rådet, Rådet, Europeiska Centralbanken, Europeiska Ekonomiska och Sociala Kommittén och Regionkommittén – Den europeiska gröna given.*

Europaparlamentets resolution av den 17 december 2020 om hållbar bolagsstyrning (2020/2137 (INI)).

KOM (2021) 189 slutlig. *Förslag till Europaparlamentets och Rådets direktiv om ändring av direktiv 2013/34/EU, direktiv 2004/109/EG, direktiv 2006/43/EG och förordning (EU) nr 537/2014 vad gäller företagens hållbarhetsrapportering.*

KOM (2022) slutlig 71. *Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om tillbörlig aktsamhet för företag i fråga om hållbarhet och om ändring av direktiv (EU) 2019/1937.*

Elektroniska källor

Tidningsartiklar

Freedman, Milton, A Friedman doctrine – The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits, *The New York Times*, 1970-09-13. <<https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>>. (Hämtad: 2022-03-21).

Riding Siobhan, EU 'urgently needs common ESG rules, says French watchdog, *Financial Times*, 2019-11-25. <<https://www.ft.com/content/63e5a2d3-8ee2-40be-899b-5509b776a0c8>>. (Hämtad: 2022-05-10).

Röhne, Jon, EU tvekar om kontroversiellt hållbarhetsdirektiv, *Dagens Industri*, 2022-03-30. <<https://www.di.se/nyheter/eu-tvekar-om-kontroversiellt-hallbarhetsdirektiv/>>. (Hämtad: 2022-04-05).

Hemsidor

Akorede, Shakir, World Economic Forum, Here's what millennials really want from business, and why, *World Economic Forum*, 2017, <<https://www.weforum.org/agenda/2017/09/heres-what-millennials-really-want-from-business/>>. (Hämtad: 2022-04-05).

Europeiska kommissionen, EU:s gröna giv, *Europeiska kommissionen*, u.å., <https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_sv>. (Hämtad: 2022-04-03).

Finansinspektionen, Hållbarhetsredovisning, *Finansinspektionen*, 2021, <<https://fi.se/sv/hallbarhet/regler/redovisning/>>. (Hämtad: 2022-04-12).

Finansinspektionen, Ny rapport om taxonomi för social hållbarhet, *Finansinspektionen*, 2022, <<https://www.fi.se/sv/publicerat/nyheter/2022/ny-rapport-om-taxonomi-for-social-hallbarhet/>>. (Hämtad: 2022-04-10).

Global Sustainable Investment Alliance, About us, *Global Sustainable Investment Alliance*, u.å., <<http://www.gsi-alliance.org/aboutus/>>. (Hämtad: 2022-03-15).

Nasdaq, The Surveillance Department, *Nasdaq*, u.å., <<https://www.nasdaq.com/solutions/the-surveillance-department>>. (Hämtad: 2022-03-04).

Principles for responsible investment, About the PRI, *Principles for responsible investment*, u.å., <<https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>>. (Hämtad: 2022-03-15).

Regeringskansliet, En taxonomi för hållbara investeringar, *Finansdepartementet*, 2022, <<https://www.regeringen.se/regeringspolitik/finansmarknad/taxonomi-ska-gora-det-enklare-att-identifiera-och-jamfora-miljomassigt-hallbara-investeringar/>>. (Hämtad: 2022-04-10).

Sevenius, Robert, Intressentmodellen, *FAR Online*, 2022. <https://www-faronline-se.ludwig.lub.lu.se/dokument/rattserien/ratt-bolagsratt/i/rb_intressentmodellen/?q=intressentmodellen>. (Hämtad: 2022-04-10).

UN Environment Programme Finance Initiative, Fiduciary duty in the 21st century, *UN Environment Programme finance initiative*, u.å., <<https://www.unepfi.org/investment/history/fiduciary-duty/>>. (Hämtad: 2022-04-21).

UN Global Compact, Our Mission, *UN Global Compact*, u.å., <<https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission>>. (Hämtad: 2022-04-03).

Rapporter

Ernst & Young, *Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, Europeiska kommissionen, 2020. <<https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en>>. (Hämtad: 2022-04-22).

FN:s generalförsamling, *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*, 21 oktober 2015, A/RES/70/1. <<https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/21252030%20Agenda%20for%20Sustainable%20Development%20web.pdf>>. (Hämtad: 2022-02-01).

Forum Pour L'Investissement Responsable, *Article 173-VI: Understanding the French regulation on investor climate reporting – The ESG-Climate approach: from reporting to strategy, a tool for better investing*, Oktober 2016, FIR Handbook No. 1, <<https://www.frenchsif.org/wp-content/uploads/>>. (Hämtad: 2022-05-10).

Global Sustainable Investment Alliance, *Global Sustainable Investment Review 2020*, 2020. <<http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>>. (Hämtad: 2022-03-15).

NYU Stern - Center for Sustainable Business & Rockefeller Asset Management, *ESG and Financial Performance*, 2021. <https://www.google.se/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwjN8JKs8uP3AhWxR_EDHe0zCM4QFnoECAkQAQ&url=https%3A%2F%2Fwww.stern.nyu.edu%2Fsites%2Fdefault%2Ffiles%2Fassets%2Fdocuments%2FNYU-RAM_ESG-Paper_2021%2520Rev_0.pdf&usg=AOvVaw1lw41h3-fR47faXH8vuFdU>. (Hämtad: 2022-05-16).

OECD, *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, OECD Publishing, 2011. <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264115415-en>>. (Hämtad: 2022-03-25).

PwC, *The growth opportunity of the century*, Sustainable Finance Series 2022. <<https://www.pwc.lu/en/sustainable-finance/esg-report-the-growth-opportunity-of-the-century.html>>. (Hämtad: 2022-04-01).

Svenskt Näringsliv, *Frågor och svar om företagens roll i samhället*, Stockholm, 2006. <<https://docplayer.se/80455-Foretagens-roll-i-samhallet.html>>. (Hämtad: 2022-04-22).

UN Global Compact, *Who Cares Wins – Connecting Financial Markets to a Changing World*, New York, UN Global Compact, 2004. <https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_care_wins_global_compact_2004.pdf>. (Hämtad: 2022-03-21).

UNPRI, *Principles for responsible investment*, 2021. <<https://www.unpri.org/download?ac=10948>>. (Hämtad: 2022-03-15).

Litteratur

Tryckt material

Broneus, Sandra och Stattin, Daniel, *Marknadsinformation och marknadsmissbruk*, Stockholm, 2022.

Carroll, Archie B, "A history of Corporate Social Responsibility: Concepts and Practices" i *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, Crane, Andrew, McWilliams Abigail, Matten, Dirk, Moon, Jeremy & Segel, Donald (red.), s. 19-46, Oxford, 2009.

Eklund, Karin och Stattin, Daniel, *Aktiebolagsrätt och Aktiemarknadsrätt*, 3 uppl. Uppsala, 2021.

Grafström, Maria och Windell, Karolina. "Företags samhällsansvar – frågor under (om) förhandling" i *CSR och hållbart företagande*, Borglund, Tommy, De Geer, Hans, Sweet, Susanne (red.), s. 56–81, 3 uppl. Stockholm, 2021.

Halje, Lovisa, *Rättslig operationalisering av företags samhällsansvar – Särskilt om avtalsrätt, köprätt, konsumentköprätt, marknadsföringsrätt och aktiebolagsrätt*, Juridiska institutionen, Uppsala universitet, Uppsala, 2022.

Kleineman, Jan. "Rättsdogmatisk metod" i *Juridisk metodlära*, Nääv, Maria och Zamboni, Mauro (red.), s. 21–46, 2 uppl. Lund, 2018.

Lehrberg, Bert, *Praktisk juridisk metod*, 13 uppl. Uppsala, 2021.

Mayer, Colin. "The Governance of Corporate Purpose" i *Festskrift till Rolf Skog*, Gilson, Ronald J., Isaksson, Mats, Lidman, Erik, Munck, Johan och Sjöman, Erik (red.), s. 913–928, Stockholm, 2022.

Nakajima, Tadahiro, "ESG Investment" i *ESG Investment in the Global Economy*, Nakajima, Tadahiro, Hamori, Shigeyuki, He, Xie, Liu, Guizhou, Zhang, Wenting, Zhang, Yulian, Liu, Tiantian, s. 1-19, Singapore, 2021.

Reichel, Jane. "EU-rättslig metod" i *Juridisk metodlära*, Nääv, Maria och Zamboni, Mauro (red), s. 109–142, 2 uppl. Lund, 2018.

Rhenman, Eric, *Företagsdemokrati och företagsorganisation*, 2 uppl., Stockholm, 1967.

Ringe, Georg-Wolff. "ESG investor engagement and Coalition-Buildning" i *Festskrift till Rolf Skog*, Gilson, Ronald J., Isaksson, Mats, Lidman, Erik, Munck, Johan och Sjöman, Erik (red.), s. 1035–1054, Stockholm, 2022.

Sandgren, Claes, *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare – Ämne, material, metod, argumentation och språk*, 5 uppl. Visby, 2021.

Sevenius, Robert. ”Hållbarhet och vinst i aktiebolag” i *Börsrätt*, Sevenius, Robert och Örtengren, Torsten (red.), s. 403–413, 5 uppl. Lund, 2021.

Sweet, Susanne. ”Det hållbara kapitalet” i *CSR och hållbart företagande*, Borglund, Tommy, De Geer, Hans, Sweet, Susanne (red.), s. 310–346, 3 uppl. Stockholm, 2021.

Ventoruzzo, Marco & Picciau, Chiara. ”Article 7: Inside information” i *Market Abuse Regulation – Commentary and Annotated Guide*, Mock, Sebastian & Ventoruzzo, Marco (red.), s. 259–291, 2 uppl. Oxford, 2022.

Yeoh, Peter, *Environmental, Social and Governance (ESG) Laws, Regulations and Practices in the Digital Era*, Alphen aan den Rijn, 2022.

Zamboni, Mauro och Munukka, Jori. ”Soft law och reglering av hållbarhet: rättsteoretiska bidrag till diskursen om företagsstyrning och hållbarhet” i *Festskrift till Jan Kleineman*, Andersson, Axel, Calissendorff, Axel, Lindskog, Stefan och van der Sluijs, Jessica (red.), s. 849–878, Stockholm, 2021.

Artiklar

Akerlof, George. A, The Market For ’Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, nr. 3, 1970: 488–500. doi: <<https://doi.org/10.2307/1879431>>.

Andersen, Paul Krüger & Bergthorsson, Andri & Bråthen, Tore & Hansen, Søren Friis & Hansen, Jesper Lau & Johansson, Svante & Kinander, Morten & Knuts, Mårten & Lidman, Erik & Lilja, Troels Michael & Skovmand Rasmussen, Niels & Sillanpää, Matti J. & Skog, Rolf R. & Stattin, Daniel & Strand, Therese & Villa, Seppo & Rose, Caspar & Samuelsson, Per & Sjöberg, Gustaf & Vahtera, Veikko & Werlauff, Erik, Response to the Study on Directors’ Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars, *Nordic & European Company Law Working Paper*, nr. 20-12, 2020: 1-27. <<https://ssrn.com/abstract=3709762>>.

Barzua, Michal, Curtis, Quinn & Webber, David H., Shareholder value(s) index fund ESG activism and the new millennial corporate governance, *Southern California Law Review*, Vol.93, 2020: 1243-1321. doi: <<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3439516>>.

Bassen, Alexander, Busch, Timo & Friede. Gunnar, ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, Vol. 5, nr. 4, 2015: 210–233. doi: <<https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>>.

Brellocks, Michael & Krause, Hartmut, Insider trading and the disclosure of inside information after *Geltl v Daimler* – A comparative analysis of the ECJ decision in the *Geltl v Daimler* case with a view to the future European

Market Abuse Regulation, *Capital Markets Law Journal*, Vol. 8, nr. 3, 2013: 283-299. doi: <<https://doi.org/10.1093/cmlj/kmt011>>.

Carroll, Archie B., A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance, *Academy of Management Review*, Vol. 4, nr. 3, 1979: 497-595. doi: <<https://doi.org/10.2307/257850>>.

Carroll, Archie B., The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders, *Business Horizons*, Vol. 34, nr. 4, 1991: 39-48. doi: <[http://dx.doi.org/10.1016/0007-6813\(91\)90005-G](http://dx.doi.org/10.1016/0007-6813(91)90005-G)>.

Carroll, Archie B., Corporate Social Responsibility – Evolution of a Definitional Construct, *Business & Society*, Vol. 38, nr. 3, 1999: 268–295. doi: <<https://doi.org/10.1177%2F000765039903800303>>.

Carroll, Archie B., Corporate Social Responsibility: Perspectives on the CSR Construct's Development and Future, *Business & Society*, Vol. 60, nr. 6, 2021: 1258-1278. doi: <<https://doi.org/10.1177%2F00076503211001765>>.

Di Noia, Carmine, & Gargantini, Matteo, The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for Future Actions, *Rivista delle Società*, nr. 4, 2009: 1-39. doi: <<https://ssrn.com/abstract=1417477>>.

Di Noia, Carmine, & Gargantini, Matteo, Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 9, nr. 4, 2012: 485-527. doi: <<http://dx.doi.org/10.1515/ecfr-2012-0484>>.

Freeman, R. Edward & McVea, John, A Stakeholder Approach to Strategic Management, *Darden Graduate School of Business Administration Working Paper*, nr. 01-02, 2001: 1-32. doi: <<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.263511>>.

Freeman, R. Edward, Managing for Stakeholders, *Darden Business Publishing*, 2007: 1-22. doi: <<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1186402>>.

Goldstein, Itay, Kopytov, Alexandr, Shen, Lind & Xiang Haotian, On ESG Investing: Heterogeneous Preferences, Information and Asset Prices, *NBER Working Paper No. w29839*, April 2022. doi: <<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3823042>>.

Heiland, Oliver, Transition to hard law: ESG integration and the EU framework on sustainable finance, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, September 2020, 2020: 553-556. <https://www.google.se/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwjT_a2VgZH3AhVAS_EDHXHkBJMQFnoECAyQAAQ&url=https%3A%2F%2Fwww.bvai.de%2Ffileadmin%2FThemenschwerpunkte%2FESG%2FFachbeitraege_Interviews%2FArticle_JIBFL_ESG_->

[_Heiland.pdf&usg=AOvVaw0zS-HAWcSLaBx4DdFShSKq](#)>. (Hämtad: 2022-04-13).

Jones, Thomas M., Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics, *Academy of Management Review*, Vol. 20, nr. 2, 1995: 404-437. doi: 10.5465/AMR.1995.9507312924.

Khachaturyan, Arman & Lannoo, Karel, Disclosure Regulation in The EU – The Emerging Framework, *Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 3, nr. 2, 2003: 329-358. doi: <<https://doi.org/10.1080/14735970.2003.11419906>>.

Kostantonis, Sakis, Rehnberg, Christina, Serafeim, George & Tomlinson, Brian, The Economic Significance of Long-Term Plans, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 31, nr. 2, 2019: 22-33. doi: <<https://dx.doi.org/10.1111/jacf.12343>>.

Lau Hansen, Jesper & Moalem, David, The MAD disclosure regime and the twofold notion of inside information: the available solution. *Capital Markets Journal*, Vol. 4, nr. 3, 2009: 323–340. doi: <<https://doi.org/10.1093/cmlj/kmp012>>.

Lau Hansen, Jesper, The Hammer and the Saw – A short Critique of the Recent Compromise Proposal for a Market Abuse Regulation, *Nordic & European Company Law Working Paper*, nr. 10–35, 2012: 1–12. doi: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2193871>>.

Lau Hansen, Jesper, Say When: When must an issuer disclose inside information?, *Nordic & European Company Law Working Paper*, nr. 16–03, 2016: 1-29. doi:<<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2795993>>.

Lau Hansen, Jesper, Issuers' duty to disclose inside information, *ERA Forum: Journal of the Academy of European Law*, Vol. 18, nr. 1, 2017: 21–39. doi: <<http://dx.doi.org/10.1007/s12027-017-0454-7>>.

Lau Hansen, Jesper, Market Abuse Case Law – Where do We Stand with MAR?, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 14, nr. 2, 2017: 367-390. doi: <<https://doi.org/10.1515/ecfr-2017-0019>>.

McBarnet, Doreen, Corporate Social Responsibility Beyond Law, Through Law, for Law, *University of Edinburgh Working Paper Series 2009/03*, 2009: 1-63. doi: <<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1369305>>.

Quinn, Robert E. & Thakor, Anjan V., Creating a purpose-driven organization, *Harvard Business Review*, July-August 2019: 76–85. <<https://hbr.org/2018/07/creating-a-purpose-driven-organization>> (Hämtad: 2022-04-13).

Rönnegard, David & Smith, Craig N., Shareholder Primacy vs. Stakeholder Theory: The Law as Constraint and Potential Enabler of Stakeholder

Concerns, *INSEAD Working Paper Series*, nr. 15, 2015: 1–31. doi: <<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3165992>>.

Schön, Wolfgang, Corporate Disclosure in a Competitive Environment. The ECJ's Axel Springer Case and the Quest for a European Framework for Mandatory Disclosure, *European Corporate Governance Institute (ECGI), Law Working Paper*, nr. 55, 2016: 1-41. doi: <<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.885961>>.

Sjåfjell, Beate, Upgrading the Nordic Corporate Governance Model for Sustainable Companies, *European Company Law*, Vol. 11, nr. 2, 2014: 58-62. doi: <<http://dx.doi.org/10.54648/EUCL2014010>>.

Sjåfjell, Beate, Redefining the Corporation for at Sustainable New Economy, *Journal of Law and Society*, Vol. 45, nr. 1, 2018: 29-45. doi: <<http://dx.doi.org/10.1111/jols.12077>>.

Sparkes, Russel & Cowton, Christopher J., The Maturing Of Socially Responsible Investment: A Review Of The Developing Link With Corporate Social Responsibility, *Journal of Business Ethics*, Vol. 52, nr. 1, 2004: 45-57. doi: <<http://dx.doi.org/10.1023/B:BUSI.0000033106.43260.99>>.

Visser, Wayne, The Age of Responsibility: CSR 2.0 and the New DNA of Business, *Journal of Business Systems, Governance & Ethics*, Vol 5. No. 3, 2010: 7–22. doi: <<http://dx.doi.org/10.15209/jbsge.v5i3.185>>.

Övrigt

Nasdaq Stockholm, Regelverk för emittenter, 1 januari 2019.

Rättsfallsförteckning

EU-domstolsavgöranden

C-45/08 *Spector Photo Group NV mot Chris Van Raemdonck*, EU:C:2009:806.

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

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

Lagkommentarer

Svanberg, Ola & Westberg, Dennis, Europaparlamentets och Rådets förordning (EU) nr 596/2014, (2019-09-19 JUNO), kommentaren till Artikel 7 Insiderinformation under avsnitt 2.2.2.

Svernlöv, Carl, Svensk kod för bolagsstyrning – En kommentar (2020-08-17, Version 5, JUNO).