



JURIDISKA FAKULTETEN

VID LUNDS UNIVERSITET

Victor Le Calvé

Om insiderinformation och hur den bör hanteras

Särskilt vid byte av emittents verkställande direktör

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet

30 högskolepoäng

Handledare: Katarina Olsson

Termin: VT 2023

Innehållsförteckning

Summary	5
Sammanfattning	6
Förkortningar	7
1 Inledning	9
1.1 Bakgrund	9
1.2 Syfte och frågeställning	11
1.3 Avgränsning	11
1.4 Metod	12
1.5 Material	14
1.6 Disposition	15
1.7 Begrepp	17
2 Teoretiska utgångspunkter	18
2.1 Hypotesen om den effektiva marknaden	18
2.2 Noise	20
2.3 Kritik mot EMH	21
2.4 Hur regelverket undviker att noise offentliggörs	23
3 Aktiemarknadsrätten	23
3.1 Introduktion	23
3.2 Aktiemarknadsrätten som rättsdisciplin	24
3.3 Regleringen historiskt och Lamfallussy-modellen	25
3.4 Gällande reglering	27
3.5 Aktiemarknadsrättens aktörer	28
3.6 Olika typer av informationsgivning	30
4 Insiderinformation	31
4.1 Artikel 7 MAR	31
4.2 Specificitetskravet	33
4.2.1 Omständigheter och händelse	34
4.2.2 Omständigheter som föreligger eller en händelse som har inträffat	35
4.2.3 Förväntade händelser	37
4.2.4 Rimlighetstestet	38
4.2.5 Möjligt att dra slutsatser om potentiell effekt på pris	40
4.3 Inte offentliggjord	43
4.4 Rör en emittent eller ett finansiellt instrument	47

4.5	Väsentlig inverkan på pris	48
4.5.1	Innebörden av sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset.....	49
4.5.2	Den förnuftiga investeraren	51
4.5.3	Investerartestets genomförande.....	52
4.6	Mellanliggande steg i en över tiden pågående process	54
4.7	Sammanfattning av insiderinformation.....	54
5	Avgöranden	55
5.1	Mål C-19/11 Geltl mot Daimler	55
5.2	Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2017:6 “SEB”	58
5.3	Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2022:05 “Telia”	59
6	Hur insiderinformation ska hanteras.....	61
6.1	Artikel 17 MAR.....	61
6.2	Tillräknandet av insiderinformation	62
6.3	Kompetens att besluta i frågor som rör insiderinformation	63
6.4	Offentliggörande	64
6.4.1	När insiderinformation ska offentliggöras	66
6.5	Uppskjutet offentliggörande.....	67
6.5.1	Sannolikt skada emittentens legitima intressen	69
6.5.2	Sannolikt inte vilseleder allmänheten	71
6.5.3	Bevarad konfidentialitet.....	72
6.5.4	Dokumentation.....	75
6.6	Sammanfattning	75
7	Slutsatser.....	76
7.1	Inledning.....	76
7.2	När förändring av VD i ett börsbolag övergår från information till insiderinformation.....	76
7.2.1	Specificitetskravet	77
7.2.1.1	Rimlighetstestet vid avsättande av VD	77
7.2.1.2	Rimlighetstestet vid tillsättande av VD	80
7.2.2	Specificitetskravets andra underrekvisit	81
7.3	Övriga rekvisit.....	82
7.3	Hur insiderinformation som uppstår i samband med byte av VD ska hanteras	82
7.4	Sammanfattning	85
	Käll- och litteraturförteckning	86

Offentligt tryck	86
Elektroniska källor	87
Litteratur	87
Rättsfallsförteckning.....	90

Summary

Access to information is the foundation for an efficient and well-functioning stock. In order to secure the market's access to information, issuers are obligated to disclose price-sensitive information, also known as insider information. Insider information must be correct, specific, and relevant to enable market participants to make well-informed investment decisions. This is a step in maintaining the public's trust in the market.

The Chief Executive Officer ("CEO") of an issuer is responsible for managing the company and for the public trust in the company. The essay shows that the stock market is interested in information regarding when a CEO is about to assume or leave the position. Insider information can arise even before an employment contract has been entered or terminated. In fact, insider information arises as soon as there are realistic prospects for a change of a company's CEO.

For an issuer to be obligated to disclose information, the information must meet the requirements for insider information as specified in Article 7.1 of the Market Abuse Regulation. When an issuer considers the information to meet the requirements of insider information, the issuer is obliged to act, according to Article 17.1. The issuer must at this point either disclose the information as soon as possible or make the decision to postpone the disclosure of the information.

Sammanfattning

Tillgång till information är en förutsättning för en effektiv och väl fungerande aktiemarknad för finansiella instrument. För att denna marknads tillgång till information är emittenter skyldiga att dela med sig av kurspåverkande information, även kallad insiderinformation. Insiderinformation ska vara korrekt, specifik och relevant för att marknadens aktörer ska kunna fatta välgrundade investeringsbeslut. Detta är ett led i att bevara allmänhetens förtroende för aktiemarknaden.

En emittents Verkställande Direktör ansvarar för bolagets löpande förvaltning och är bolagets ansikte utåt. Av utredningen framgår att aktiemarknaden är intresserad av information som uppstår då en Verkställande Direktör ska tillträda eller avgå från positionen. Insiderinformation kan uppstå redan före ett anställningsavtal har ingåtts eller avslutats. Faktum är att insiderinformation uppstår redan när det finns faktiska utsikter för att det ska ske en förändring av bolagets Verkställande Direktör.

För att en emittent ska vara skyldig att dela med sig av information ska informationen uppfylla rekvisiten för insiderinformation som framgår av artikel 7.1 i marknadsmissbruksförordningen. När en emittent anser att information utgör insiderinformation är emittenten skyldig att hantera den, enligt artikel 17.1. Emittenten ska då offentliggöra informationen så snart som möjligt, eller fatta beslut om att informationen ska offentliggöras vid ett senare tillfälle.

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
CESR	Committee of European Securities Regulators
Disciplinnämnden	Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm
EMH	Efficient Market Hypothesis
Emittent	Se definition i artikel 3.1 (21)
Emittentregelverket	MAR Nasdaq Nordic Main Market Rulebook for Issuers of shares – 1 February 2021
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europeiska unionen
FI	Finansinspektionen
FCA	Financial Conduct Authority
Genomförandeförordningen	Kommissionens genomförandeförordning (EU) 2016/1055 av den 29 juni 2016 om fastställande av tekniska standarder vad gäller de tekniska villkoren för lämpligt offentliggörande av insiderinformation och för uppskjutande av offentliggörandet av insiderinformation i enlighet med Europaparlamentets och

	rådets förordning (EU) nr 596/2014
IMH	Inefficient Market Hypothesis
KompL	Lag (2016:1306) med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmisbruks- förordning
MAD	Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk)
MAR	Europaparlamentets och rådets förordning nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmisbruk (marknadsmisbruks- förordningen) och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG.
NGM	Nordic Growth Market
Prop.	Proposition
VpmL	Lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2015 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (hädanefter marknadsmissbruksförordningen, eller MAR, från engelskans *market abuse regulations*) stadgar att en emittent¹ är skyldig att informera aktiemarknaden om insiderinformation som direkt berör emittenten.² Denna skyldighet har fått samlingsnamnet *informationsgivningsplikt* och är en grundbult i upprätthållandet av allmänhetens förtroende för aktiemarknaden och aktiemarknadens integritet. Dessa är förutsättningar för att aktiemarknaden ska fungera väl och vara en plats där kapital kan allokeras effektivt och skapa välstånd.³

Emittenter måste alltså informera aktiemarknaden om insiderinformation. Information används av marknaden för att bestämma priset på det finansiella instrumentet, så kallad prisbildning. Däremot så är inte all information användbar vid prisbildning, och en distinktion måste därför göras mellan information som är kurspåverkande och information som inte är kurspåverkande.⁴ Den information som är kurspåverkande har getts namnet insiderinformation och den information som inte är kurspåverkande har getts namnet noise.⁵ Ansvaret för att avgöra vilken information som är insiderinformation, och därmed ska offentliggöras, och vilken information som är noise, vilken inte ska offentliggöras, ligger på

¹ MAR Artikel 3.1 p. 21.

² MAR Artikel 17.1.

³ MAR skäl 2; Sevenius och Örtengren (2021) s. 29 f.

⁴ Broneus och Stattin (2022) s. 17 f.

⁵ Broneus och Stattin (2022) s. 26 f.

emittenten. Denna bedömning har visat sig vara särskilt svår då personer i en emittents ledning ska anställas eller sägas upp.⁶ Emittenten måste under processen tillgodose aktiemarknadens intresse genom att förse den med insiderinformation, och samtidigt tillvarata bolagets egna intresse av att slutföra förhandlingar om start av anställning och avslut av anställning. Frågor som därmed uppstår är vid vilken tidpunkt i en anställningsprocess som insiderinformationen uppstår, och hur denna insiderinformation bör hanteras. Hur ska en emittent agera om dess Verkställande Direktör ("VD") uttryckt en vilja att lämna sin position, och hur konkret måste personens uttryck för denna vilja vara för att anses utgöra insiderinformation?

Sedan MAR trädde i kraft 2016 har dessa frågor diskuterats i ett antal avgöranden, och i många fall har emittenter brustit i hanterandet av insiderinformation. Dessutom framgår det ur Nasdaqs årliga Surveillance Reports att noterade företag, så väl nystartade som väletablerade, ibland brister i att informera marknaden om viktiga händelser.⁷ Det faktum att emittenter som i vissa fall omsätter uppemot 100 miljarder SEK, har hundratusentals aktieägare och omfattande regelefterlevnadssavdelningar, och trots detta verkar ha bristfälliga rutiner för hantering av insiderinformation motiverar en utredning.⁸

Med anledning av detta kommer uppsatsen diskutera och klargöra för reglerna om offentliggörande av insiderinformation, i synnerhet den insiderinformation som uppstår i samband med byte av VD. Genom att klargöra för rättsläget ökar chanserna för regelefterlevnad. Detta

⁶ Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2017:6 och 2022:05.

⁷ Nasdaq, 'European surveillance annual report 2022' s. 22

⁸ Telia Company, 'Annual and sustainability report 2022' s. 7. Telias omsättningen uppgick till 90 miljarder SEK.

bidrar till väl fungerande aktiemarknader som har allmänhetens förtroende.⁹

1.2 Syfte och frågeställning

Uppsatsens syfte är att utreda när insiderinformation uppstår vid byte av emittenters VD. När insiderinformation väl uppstått är emittenter skyldiga att hantera insiderinformationen genom att antingen offentliggöra den eller fatta beslut om uppskjutet offentliggörande. Uppsatsens ska därför utreda förutsättningarna för dessa två alternativ.

För att uppnå uppsatsens syfte har följande frågeställningar formulerats:

- När uppstår insiderinformation i samband med byte av emittenters VD?
- Hur ska emittenter hantera insiderinformationen som uppstår i samband med byten av VD?

1.3 Avgränsning

Uppsatsen fokuserar på emittenter noterade på Sveriges två reglerade aktiemarknader, Nasdaq Stockholms huvudmarknad ("Stockholmsbörsen") och Main Regulated Equity. Marknaderna drivs av börserna Nasdaq Stockholm respektive Nordic Growth Market ("NGM").¹⁰ För emittenter noterade på dessa gäller de regelverk som tagits fram av börserna som är i linje med MAR. Utöver dessa två reglerade aktiemarknader finns handelsplattformar som omfattas av MAR. Eftersom avgörandena som varit inspiration till uppsatsen rör bolag som är noterade på Stockholmsbörsen och Stockholmsbörsen är

⁹ MAR skäl 2.

¹⁰ Anjou (2021) s. 121.

marknadsplatsen för Sveriges största noterade bolag kommer Stockholmsbörsen vara huvudfokus för uppsatsen.¹¹

Informationsgivning sker även i samband med finansiella rapporter, så kallad periodisk informationsgivning. Sådan informationsgivning, eller rapportering, är dock inte föremål för denna uppsats.¹²

I samband med att insiderinformation uppstår ska emittenten upprätta en insiderförteckning. Insiderförteckningar regleras i artikel 18 MAR. En förenklad beskrivning är att insiderförteckning upprättas då insiderinformation uppstår. I en insiderförteckning ingår de personer som har vetskap eller tillgång till insiderinformationen, så kallade insiders. Insiderförteckningar är vanliga, och används främst vid beslut om uppskjutet offentliggörande. På grund av uppsatsens begränsade omfång ges inte en mer utförlig beskrivning.

Nära relaterat till uppsatsens tema är naturligtvis finansmarknadsbrott som insiderbrott, obehörigt röjande av insiderinformation samt marknadsmanipulation. Uppsatsen syftar endast till att utreda emittenters skyldigheter i samband med att insiderinformation uppstår, och behandlar inte finansmarknadsbrott.

1.4 Metod

Uppsatsens syfte är att beskriva gällande reglering av insiderinformation och hur insiderinformation ska hanteras genom antingen offentliggörande eller beslut om uppskjutet offentliggörande. För att nå detta syfte och för att besvara uppsatsens frågeställningar har den rättsdogmatiska metoden använts. Enligt den rättsdogmatiska metoden finns svaren på de rättsliga problemen i de allmänt

¹¹ Telia AB och SEB AB är noterade på Nasdaqs huvudlista.

¹² Se även avsnitt 3.8.

accepterade rättskällorna.¹³ Traditionellt sett utgörs rättskällorna av lagstiftning, förarbeten, vägledande domstolspraxis och doktrin. Inom aktiemarknadsrätten finns det anledning att beakta rättskällor som normalt faller utanför denna traditionella rättshierarki.¹⁴ För att besvara aktiemarknadsrättsliga frågeställningar behöver man exempelvis studera självreglering och avgöranden från självregleringsinstitut såsom Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm (“Disciplinnämnden”).¹⁵ Självreglering består av regleringar som utformats av de som bedriver börsverksamhet och emittenter är bundna av självreglering genom avtal.

Utbudet av domstolspraxis på aktiemarknadsrättens område är av olika anledningar begränsad.¹⁶ Merparten av avgörandena på det aktiemarknadsrättsliga området kommer istället från framförallt olika självregleringsorgan som Disciplinnämnden, och till viss del från Finansinspektionen. Avgöranden från dessa tillmäts stor vikt av aktiemarknadens aktörer, och är således relevanta även för denna utredning.¹⁷

Grunden för regleringen av informationsgivning är EU-förordningen MAR. För att tolkningen av MAR ska en EU-rättslig metod användas för att nå bästa resultat.¹⁸ Metoden beskrivs ofta som teleologisk vilket innebär att man vid tolkning av reglerna fäster stor vikt vid reglernas bakomliggande ändamål.¹⁹ Eftersom regleringens ändamål har en stark koppling till vissa ekonomiska teorier finns det anledning att i

¹³ Kleineman (2018) s. 21

¹⁴ Afrell (2021) s. 74; Söderström s. 27 f.

¹⁵ Söderström (2019) s. 42 f.

¹⁶ Se avsnitt 3.3.

¹⁷ Söderström (2019) s. 43.

¹⁸ Hettne och Otken-Eriksson (2011) s. 34; Broneus och Stattin (2022) s. 22.

¹⁹ Hettne och Otken-Eriksson (2011) s. 36.

viss mån tillämpa ett rättsekonomiskt perspektiv. Rättsekonomin syftar till att genom rätten maximera ekonomisk effektivitet eller välfärd.²⁰ Genom att kortfattat redogöra för ekonomiska teorier, vars slutsatser legat till grund för den gällande rätten, hoppas uppsatsen tydliggöra vilka ekonomiska överväganden och ändamål som utformat regelverket. Genom att förstå vilka ekonomiska ändamål som ligger till grund för underlättas den teleologiska tolkningen av EU-rätten.

1.5 Material

Det material som har valts för att besvara uppsatsens frågeställning utgår från MAR. Vid tolkningen av MAR har avgöranden från EU-domstolen och riktlinjer utfärdade av ESMA och dess föregångare CESR varit till stor nytta.

Därutöver har doktrin varit till stor hjälp vid utredningen. Ola Svanberg har tillsammans med Dennis Westermark författat detaljrika lagkommentarer i JUNO. Lagkommentarerna avser både definitionen av insiderinformation och hanterandet av insiderinformation. Därutöver har Sandra Broneus och Daniel Stattins bok *Marknadsinformation och marknadsmissbruk* varit behjälplig. Daniel Stattin är professor i civilrätt, särskilt associationsrätt vid Uppsala Universitet och har bidragit med böckerna *Takeover: om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt* samt *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, skriven tillsammans med Karin Eklund. Dessa har bidragit till ett mer översiktligt perspektiv över rättsområdet och dess ändamål. Detsamma kan sägas om boken *Kapitalmarknadsrätt* av Rebecca Söderström och boken *Börsrätt* av Robert Sevenius och Torsten Örtengren, med fler.

²⁰ Bastidas Venegas (2018) s. 177 f.

Även utländsk doktrin har varit till hjälp vid skrivandet av uppsatsen. I boken *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide* av professor Marco Ventoruzzo och docent Sebastian Mock kommenteras och analyseras innehållet i MAR. Särskilt det kapitel som rör definitionen av insiderinformation, författat av Ventoruzzo och Chiara Picciau, har varit av nytta. Även den danske professorn Jesper Lau Hansens artikel *Issuers' duty to disclose inside information* utgör en del av den utländska doktrin som använts.

Vidare har även material från Nasdaq Stockholm använts. Detta material består av handledningstexter och avgöranden från Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm. Detta material har varit särskilt viktigt vid uppsatsens diskussion och för att lyfta fram exempel på hur reglerna tillämpas.

1.6 Disposition

I framställningens första kapitel presenteras bakgrunden till uppsatsen och uppsatsens syfte, och vilken metod som använts för att uppnå syftet. Därefter presenteras det material som använts och vilka avgränsningar som gjorts. Slutligen presenteras uppsatsens tänkta disposition. Kapitel 1 ska fungera som en guide vid läsning av framställningen.

I kapitel 2 presenteras ekonomiska teorier som präglat aktiemarknadsrätten generellt, men framförallt regleringen av informationsgivning. Dessa teorier utgör en viktig grund för regleringen av aktiemarknaden. Genom att förstå dessa teorier får läsaren en förståelse för vissa förutsättningar och antaganden som informationsgivning bygger på. En förståelse för teorierna underlättar även läsandet av uppsatsens diskussionsavsnitt, där emittenters intresse vägs mot marknadens intresse.

I kapitel 3 beskrivs aktiemarknadsrätten som juridiskt område samt dess relation till den närliggande associationsrätten. Detta för att ge läsaren en uppfattning om lagstiftningen och regelverkets systematik. Avsnittet avslutas med en genomgång av självreglering på området. Självregleringen har stort inflytande på rättsområdet och avsnittet behandlar både gällande regelverk samt vilka organ som tillämpar reglerna.

Kapitel 4 inleds fördjupningen i uppsatsens tema. Syftet med kapitlet är att definiera begreppet insiderinformation. Genom att utreda innebörden av samtliga rekvisit för insiderinformation ges en fullständig bild av skillnaden mellan information och insiderinformation. Kapitlet presenterar även när ett eller flera mellanliggande steg i en pågående process utgör insiderinformation.

I kapitel 5 presenteras ett mål från EU-domstolen och två avgöranden från Disciplinnämnden. Därefter analyseras dessa utifrån de slutsatser som dras i kapitel 4 med syftet att sätta lagtext och praxis i ett praktiskt perspektiv. Detta för att besvara den del av uppsatsens huvudsakliga frågeställning som handlar om när insiderinformation uppstår. När denna fråga är besvarad fortsätter kapitel 6 med att besvara den andra huvudsakliga frågeställninge, nämligen hur denna insiderinformation ska hanteras.

Kapitel 6 beskriver hur en emittent ska hantera insiderinformation. Kapitlet framställer de två alternativ som finns, nämligen att offentliggöra insiderinformationen eller besluta om uppskjutet offentliggörande. Kapitlet diskuterar även vid vilken tidpunkt som dessa åtgärder ska vidtas. Syftet med kapitlet är att besvara den del av

uppsatsens frågeställning som handlar om emittentens hanterande av insiderinformation.

I kapitel 7 diskuteras de slutsatser som dragits i kapitel 4,5 och 6. Syftet med kapitlet är att lyfta fram särskilda kriterier, händelser och liknande som kan hjälpa emittenter att agera i enlighet med reglerna. Kapitlet diskuterar även intressekonflikter och hur olika tillvägagångssätt vid informationsgivning kan gynna eller skada emittenten respektive marknaden. Uppsatsen avslutas med att sammanfatta slutsatserna för att tydligt besvara uppsatsens frågeställning.

1.7 Begrepp

Verkställande direktör, VD

Enligt 8 kap. 1 § Aktiebolagslagen (2005:551) (ABL) ska aktiebolag ha en styrelse, som för publika aktiebolag ska bestå av minst tre ledamöter. Publika aktiebolag ska enligt 8 kap. 50 § ABL även ha en Verkställande Direktör (VD). Styrelsen utses i samband med bolagsstämman, enligt 8 kap. 8 § ABL, och VD utses av styrelsen enligt 8 kap. 27 §. Personer i företagsledande ställning har en särskilt betydande roll för emittenten, och således även emittentens aktiekurs. Dessutom undantas dessa personer från många av reglerna i Lag (1982:80) om anställningsskydd (LAS).²¹ Exempelvis krävs inte saklig grund för uppsägning.²² En emittents VD ansvarar för bolagets löpande förvaltning och är bolagets ansikte utåt.²³ Vad som sägs i uppsatsen om en emittents VD gäller i viss mån även vissa andra företagsledande positioner och styrelseledamöter, men uppsatsen fokuserar på de situationer då en emittents VD byts ut.

²¹ 1 § 2 st 1 p. LAS.

²² 1 § 2 st 1 p. LAS, jfr 7 § 1 st.

²³ Eklund och Stattin (2016) s. 256 f.

Byte genom att tillsätta, avsätta eller avgå

Uppsatsens avsikt är att utreda insiderinformations bildande och hantering i samband med byte av emittenters VD. I uppsatsen används begreppet byte för att beskriva en förändring av bolagets VD. Ett byte sker alltid genom att anställnings- eller uppdragsavtal antingen ingås eller sägs upp, men båda behöver inte inträffa. Det räcker alltså att befintlig VD sägs upp för att ett byte anses ha inträffat.

Genom uppsatsen används olika begrepp för att beskriva olika sätt för hur ett avtal kan ingås eller sägas upp. För avtals ingående används begreppet tillsätta, vilket beskriver det förhållande då en emittent utser en ny VD efter överenskommelse med kandidaten. Vid uppsägning av avtal är begreppet istället beroende av hur uppsägningen sker. När avtal sägs upp på initiativ av emittenten används begreppet avsätta, alltså emittenten avsätter avtalets motpart från tjänsten. När det istället är VD som säger upp avtalet används begreppet avgå. De olika begreppen används alltså för att beskriva från vilket håll initiativet till bytet kommer från.

2 Teoretiska utgångspunkter

2.1 Hypotesen om den effektiva marknaden

Forskning på kapitalmarknadens område har lett till omfattande teoribildning och utgör en stor del av den grund som den aktiemarknadsrättsliga regleringen står på. Eftersom informationsgivningsregleringen syftar till att ge marknaden bästa möjliga förutsättningar vid prisbildningen av finansiella instrument

behöver prisbildningsteori redogöras för.²⁴ Genom denna redogörelse ges en förklaring till varför emittenter åläggs skyldigheter att offentliggöra information. Att värdera information utifrån dess påverkan för det finansiella instrumentets prisbildning är centralt för att avgöra om information är just insiderinformation.

En central teori för prisbildning av finansiella instrument är hypotesen om den effektiva marknaden, på engelska *efficient market hypothesis*, EMH. Teorin är central inom finansvetenskap och innebär att marknadspriser reflekterar all information som finns tillgänglig.²⁵ Marknaden justerar priset på ett finansiellt instrument då ny information tillkommer, och priset anses därför vara korrekt.²⁶ För att detta ska vara möjligt måste information kommuniceras till marknaden. Informationen ska vara tillräckligt precis för att det ska vara möjligt att bedöma en emittents nuvarande finansiella ställning och dess framtida finansiella ställning. Det är däremot inte önskvärt att emittenter delar vilken information som helst. Viss information är inte kurspåverkande och har i doktrin fått samlingsnamnet "*noise*".²⁷ Noise kan delas in i tre underkategorier och omfattar information som antingen inte är korrekt, inte tillräckligt specifik eller inte kurspåverkande. Nedan följer en förklaring av dessa kategorier, och hur regelverket utformats för att noise inte ska offentliggöras.²⁸

²⁴ Stattin (2020) s. 184.

²⁵ Broneus och Stattin (2022) s. 124.

²⁶ Broneus och Stattin (2022) s. 27.

²⁷ Broneus och Stattin (2022) s. 40

²⁸ Broneus och Stattin (2022) s. 26 f.

2.2 Noise

Noise är den information som inte kan användas för att dra korrekta slutsatser om prisbildningen.²⁹ Noise är alltså information som inte bidrar till att på ett korrekt sätt kunna bestämma värdet på ett finansiellt instrument. Nedan följer en genomgång av vilka typer av information som alltså inte bidrar till korrekt prisbildning. Dessa typer av information har fått samlingsnamnet noise, och är sådan information som marknaden inte är intresserad av.³⁰

Information som inte är korrekt leder naturligtvis inte till korrekt prisbildning. Information kan vara direkt felaktig, exempelvis om den helt enkelt inte stämmer överens med verkligheten, vilket är relativt enkelt att avgöra. Information kan även vara felaktig om den inte är fullständig, trots att den givna informationen i sig är korrekt. Om informationen inte är fullständig och därför ger mottagaren en felaktig bild av verkligheten, så anses den vara inkorrekt. Detta exemplifieras ofta genom det fall att en emittent inte kan fullgöra villkoren i ett låneavtal, men att avtalet antagligen kan förhandlas om. I det läget ska emittenter informera marknaden om att den inte kan betala räntor, amorteringar och andra avgifter förenade med lånet. Denna information är i sig korrekt och marknaden skulle med största sannolikhet reagera negativt om den informerades om emittentens ekonomiska förhållanden. Om emittenten i ett senare steg informerar marknaden om att lånevillkoren omförhandlats och att emittentens ekonomiska problem därmed lösts skulle marknaden återigen reagera på informationen, denna gång positivt. Därmed kan information som trots att den är korrekt få icke önskvärda effekter om den tas ur sitt sammanhang.³¹

²⁹ Broneus och Stattin (2022) s. 27.

³⁰ Broneus och Stattin (2022) s. 26-29.

³¹ Broneus & Stattin, s. 27f.

Vidare måste information vara tillräckligt specifik för att bidra till korrekt prisbildning. För att mottagaren av informationen ska kunna dra slutsatser om dess påverkan för prisbildningen måste informationen nå en viss grad av specificitet. Information som är alltför vag är därför noise.³² Information kan brista i specificitet på många olika sätt. Det kan exempelvis vara så att det inte framgår vilket finansiellt instrument informationen berör. Det kan även vara så att framgår vilket finansiellt instrument informationen berör står klart, men att det istället är informationen i sig som är så pass vag att det inte går att dra några slutsatser. Detta exemplifieras i doktrin genom att en VD konstaterar att den funderar på att lansera en ny produktlinje eller ta verksamheten till en ny marknad.³³

Slutligen kan information brista i att bidra till prisbildningen då den helt enkelt inte är tillräckligt betydlig eller omfattande. Information måste, för att bidra till prisbildningen, nå en viss nivå av betydelse. Detta innebär att varje enskild händelse i emittentens dagliga verksamhet inte enskilt påverkar prisbildningen. Marknaden skulle helt enkelt bli överöst med information om det inte fanns en miniminivå för informationens betydelse. Dessutom skulle det sannolikt resultera i en alltför stor belastning för emittenter att behöva rapportera så pass mycket information, och för marknaden att behandla samma mängd information.

2.3 Kritik mot EMH

EMH har kritiserats då den ur ett ekonomiskt perspektiv brister i att återspegla verkligheten. Ett problem med EMH är att teorin bygger på antagandet om att alla marknadsaktörer agerar rationellt och använder

³² Broneus och Stattin, s. 48 f.

³³ Mock och Ventruzzo (2017) s. 189 f.

all tillgänglig information för att fatta sina beslut. I verkligheten är detta dock sällan fallet. Empiri talar för att marknadsaktörer även agerar utifrån känslor, intuition och andra irrationella faktorer, vilket kan leda till att marknadspriserna inte alltid reflekterar all tillgänglig information. Denna kritik har resulterat i den konkurrerande teorin om den ineffektiva marknaden, på engelska *inefficient market hypothesis*, här IMH. Ett välkänt exempel är att Wall Street Journal en gång publicerade information om ett läkemedelsföretag. Informationen var sedan tidigare känd och publicerad, men reportaget resulterade trots detta i en avsevärd kursökning. Detta talar alltså mot den tes som EMH för, nämligen att marknaden redan beaktat informationen, och att priset därför var korrekt.³⁴ IMH och dess beteendekonomiska faktorer beskriver troligtvis verkligheten bättre än EMH. Trots detta är EMH den teori som har haft störst inflytande på regleringen av informationsgivning.³⁵ Regleringen har grundats på teorin eftersom den kan bortse från vissa beteendekonomiska faktorer och därmed tillåter en mer generell utformning av reglerna.³⁶

Därmed har regleringen kring marknadsinformation i huvudsak grundats på EMH, och består av två huvudsakliga delar. Dels att information ska lämnas så snart som möjligt så att en korrekt prisbildning kan upprätthållas, dels att det ska finnas möjlighet att skjuta upp informationsgivningen så att informationen kan lämnas i ett senare skede på ett sätt som ger en fullständig bild av verkligheten.³⁷

³⁴ Eklund och Stattin (2021) s. 446 f.

³⁵ Stattin (2020) s. 184.

³⁶ Broneus och Stattin (2022) s. 18.

³⁷ Broneus och Stattin (2022) s. 29.

2.4 Hur regelverket undviker att noise offentliggörs

Reglerna kring insiderinformation och offentliggörande av insiderinformation har utformats så att noise inte faller in under dess beskrivning. Reglerna kan göra att den avsedda informationen inte anses utgöra insiderinformation, tack vare hur rekvisiten i artikel 7 MAR är konstruerade. Vad som utgör insiderinformation presenteras i avsnitt 4. I regelverket finns även undantag som gör att en emittent inte måste offentliggöra information förrän informationen kan lämnas på ett sätt som ger en korrekt bild av verkligheten. För möjligheten att skjuta upp offentliggörandet av insiderinformation finns särskilda skäl. En utförlig genomgång av dessa skäl finns i avsnitt 6.4.

3 Aktiemarknadsrätten

3.1 Introduktion

Följande avsnitt kommer att beskriva aktiemarknadsrätten som rättsområde, dess underliggande ändamål och hur lagstiftningen sett ut historiskt. Inledningsvis diskuteras rättsområdets relation till den närliggande associationsrätten, rättsområdets självständighet och dess problemlösning. Därefter presenteras aktiemarknadsrättens och regelverkets ändamål. Ändamålen är en avgörande faktor för hur regelverket ska förstås och tillämpas enligt en EU-rättsliga metoden.³⁸ Därefter presenteras vissa rättsliga principer som har fått särskild genomslagskraft på området och används vid problemlösning inom aktiemarknadsrätten. Vidare ges en kort presentation av regelverkens framväxt och slutligen systematiseras regelverken för att ge en

³⁸ Se avsnitt 1.4.

helhetsbild av den något komplexa gränsdragningen mellan offentlig och privaträtt.

3.2 Aktiemarknadsrätten som rättsdisciplin

Aktiemarknadsrätt är den rätt som syftar till att upprätthålla en fungerande marknad i aktiebolags aktier.³⁹ Sammanfattningsvis kan aktiemarknadsrättens ändamål beskrivas som att;

1. möjliggöra kapitalackumulering och finansiering av omfattande näringsverksamhet,
2. möjliggöra effektiv handel med aktier och aktieposter,
3. upprätthålla förtroendet för aktiemarknaden, och
4. bidra till ökat välstånd.

Aktiemarknadsrättens ändamål återfinns i skälen till MAR. I skäl 1-4 MAR kan förordningens centrala ändamål utläsas. Där framgår att åtgärderna syftar till att säkerställa de finansiella marknadernas integritet och förbättra skyddet för investerare och deras förtroende för marknaderna. Genom att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknader och deras villighet att allokera sitt kapital där ökar marknadernas effektivitet. Effektiva och välfungerande aktiemarknader skapar ekonomisk tillväxt och välstånd. Eftersom marknadsmissbruk är något som skadar allmänhetens förtroende för aktiemarknaden ska regleringen motverka detta.⁴⁰ En form av marknadsmissbruk är när insiders utnyttjar sitt informationsövertag, samtidigt som marknaden undanhåller informationen. Informationsgivning ökar transparensen på marknaden, vilket är en nyckel till allmänhetens förtroende.

³⁹ Lindskog (2021) s. 45

⁴⁰ Sevenius och Örtengren (2021) s. 29-34.

Enligt Stattin går det att utläsa vissa för aktiemarknadsrätten gemensamma huvudproblem och frågeställningar och Stattin menar därför att aktiemarknadsrätten är en självständig subdisciplin.⁴¹ Stattin menar att aktiemarknadsrättens huvudproblem består av

1. intressekonflikter mellan aktörerna i aktiemarknadsbolag
2. intressekonflikter i samband med kontrolltransaktioner
3. marknadsinformation, dess hantering, lämnande och innehåll
4. information i samband med särskilda händelser såsom transaktioner och emissioner, samt
5. illojalt användande av information.

Som synes utgörs en stor del av rättsdisciplinens huvudproblem av informationsgivning. Aktiemarknadsrätt är ett rättsområde inom, eller med nära anknytning till, associationsrätten.⁴² Vissa allmänna associationsrättsliga principer har därför genomslag även i aktiemarknadsrätten, efter viss modifikation. Exempelvis modifieras den associationsrättsliga likhetsprincipen så att den likställer potentiella investerare med befintliga aktieägare.⁴³ I relation till informationsgivning blir denna modifiering särskilt tydligt eftersom informationsgivning är tänkt att nå inte bara befintliga aktieägare, utan även potentiella investerare.

3.3 Regleringen historiskt och Lamfallussy-modellen

I syfte att skapa bättre förutsättningar för en effektiv kapitalmarknad i Europa publicerades 1999 Financial Services Action Plan ("FSAP").⁴⁴

⁴¹ Stattin (2020) s. 58 ff.

⁴² Stattin (2020) s. 57.

⁴³ Stattin (2020) s. 60.

⁴⁴ FSAP (1999)

Genom FSAP:s olika åtgärder och efterföljande rättsakter skapades förutsättningar för att harmonisera medlemsstaternas regler på bland annat det aktiemarknadsrättsliga området.⁴⁵ Bland annat innehöll FSAP en lagstiftningsmodell, Lamfalussy-modellen⁴⁶, som skulle underlätta lagstiftning på området genom att göra processen snabbare och mer flexibel.⁴⁷ Modellen delade in lagstiftningsprocessen i fyra nivåer. Den första nivån skulle genom direktiv eller förordningar antagna av Europaparlamentet och rådet fastställa allmänna principer. Ur dessa skulle dessutom kommissionen delegeras att utfärda genomförandebestämmelser. Därefter kunde kommissionen på den andra nivån anpassa de allmänna principerna från den första nivån. Den tredje nivån innebar ett samarbete mellan medlemsstaternas tillsynsmyndigheter. Den fjärde och sista nivån gav kommissionen i uppdrag att säkerställa att regleringen införlivats i medlemsstaterna.⁴⁸

De första unionsrättsliga bestämmelserna om informationsgivning fanns i Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otilbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruksdirektivet) ("MAD"). Begreppet insiderinformation hade däremot förekommit under olika definitioner i både nationella och EU-rättsliga bestämmelser.⁴⁹ MAD ersattes 2016 av MAR som idag utgör huvuddelen av det aktuella regelverket. Till MAR hör lagen (2016:1306) med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmisbruksförordning.⁵⁰

⁴⁵ Söderström (2019) s. 23 f.

⁴⁶ Efter Alexandre Baron Lamfalussy, ordförande i kommittén som föreslog modellen.

⁴⁷ Stattin och Söderström SvJT 2011 s. 454

⁴⁸ Afrell (2021) s. 77.

⁴⁹ Svanberg och Westermark (2019) 1.4.1.

⁵⁰ Schmauch (2022) avsnitt 1.

3.4 Gällande reglering

Aktiemarknadsrätten regleras på olika nivåer av EU-lagstiftning, nationell lagstiftning och självreglering.⁵¹ Regelverken på aktiemarknadsrättens område kompletterar och överlappar varandra och kan beskrivas som ett lapptäcke.⁵²

Aktiemarknadsrätten regleras framförallt på EU-rättslig nivå, och det huvudsakliga regelverket för informationsgivning är MAR. Syftet med MAR är att med ett enhetligt regelverk motverka marknadsmissbruk på aktiemarknaderna runt om i EU:s medlemsstater, vilka tillsammans utgör EU:s inre marknad för finansiella tjänster.⁵³ Som förordning är MAR tvingande och direkt tillämplig för medlemsstaterna, vilket säkerställer enhetlig tillämpning.⁵⁴ På nationell nivå innebar MAR flera ändringar. Bland annat reviderades VpmL som numera innehåller hänvisningar till MAR.⁵⁵

För att få bedriva börsverksamhet krävs tillstånd, vilket utfärdas av Finansinspektionen. Reglerna för tillstånd finns i VpmL och Finansinspektionens föreskrift FFFS 2007:17. Dessa regler stadgar att börserna ska upprätta egna regelverk som bland annat omfattar informationsgivning. Dessa så kallade emittentregelverk utgör en del av den självreglering som är vanlig inom aktiemarknadsrätten.⁵⁶ Både Nasdaq Stockholm och NGM har därför regelverk vars innehåll

⁵¹ Afrell (2021) s. 74.

⁵² Söderström (2019) s. 45.

⁵³ MAR skäl 1-4.

⁵⁴ Art. 288 Fördraget om Europeiska Unionens funktionssätt.

⁵⁵ Örtengren (2021) s. 195 f.

⁵⁶ Afrell (2021) s. 84.

återspeglar informationsgivningsreglerna i MAR.⁵⁷ Vissa typer av information har av Nasdaq ansetts särskilt viktig, och ska därför alltid offentliggöras.⁵⁸ På så vis är Emittentregelverket i viss mån mer långtgående än MAR. Framförallt sanktionsreglerna har tydlig förvaltningsrättslig prägel.⁵⁹ I uppsatsen används Nasdaqs Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares, (“Emittentregelverket”).

För att ett bolag ska bli noterat på en reglerad marknad, och därmed bli en emittent, ingår bolaget avtal med en av börserna. Emittenten blir då privaträttsligt bunden att följa Emittentregelverket. Emittenter är således bundna offentligrättsligt genom MAR och även civilrättsligt genom börsernas regelverk.⁶⁰

3.5 Aktiemarknadsrättens aktörer

CESR och ESMA

I samband med Lamfallussymodellen inrättades en särskild kommitté för samarbetet mellan medlemsstaternas tillsynsmyndigheter, Europeiska värdepapperstillsynskommittén (“CESR”).⁶¹ CESR ersattes senare med European Securities and Markets Authority (“ESMA”). ESMA är idag en av tre EU-tillsynsmyndigheter, och har en viktig roll vid framtagandet av nya regler. ESMA kan efter mandat från råder eller parlamentet ta fram vägledande dokument. ESMA:s uppdrag är nära kopplad till Lamfallussy-modellen och är den myndighet som ska säkerställa enhetlig tillämpning av MAR.⁶²

⁵⁷ Örtengren (2021) s. 206.

⁵⁸ Örtengren (2021) s. 205.

⁵⁹ Söderström (2019) s. 46.

⁶⁰ Lindskog (2021) s. 45

⁶¹ Afrell (2021) s. 77

⁶² Afrell (2021) s. 79

Finansinspektionen

Finansinspektionen är en svensk förvaltningsmyndighet vars uppgift är att verka för ett stabilt och väl fungerande finansiellt system. Dessutom ska Finansinspektionen verka för ett gott konsumentskydd. Finansinspektionen gör detta genom att ge tillstånd, utfärda regler och utöva tillsyn.⁶³

Finansinspektionen är skyldig att ingripa mot en emittent som bryter mot sin informationsgivningsplikt, enligt 5 kap. 2 § 2–3 p. lagen (2016:1306) med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmissbruksförordning (“KompL”). Enligt 5 kap. 17 § p. 3 KompL får Finansinspektionen dock avstå från att ingripa om annat organ redan vidtagit åtgärder, och dessa åtgärder anses vara tillräckliga. Det är väldigt vanligt att börsens privaträttsliga åtgärder anses tillräckliga och att Finansinspektion därför inte ingriper.⁶⁴ Detta är en av anledningarna till varför det på området informationsgivning finns begränsad praxis från allmänna domstolar och Finansinspektionen. Det finns däremot en stor mängd avgöranden från Nasdaq Stockholms disciplinnämnd.⁶⁵

Disciplinnämnden

Den huvudsakliga övervakningen av informationsgivningsplikten utförs av marknadsplatsernas särskilda övervakningsorgan.⁶⁶ Upprätthållandet av denna övervakning är lagstadgad i 13 kap. 14 § VpmL. Börserna övervakar alltså emittenterna, och kan utdöma civilrättsliga viten.

Emittenter

⁶³ Anjou (2021) s. 117.

⁶⁴ Anjou (2021) s. 117; Svanberg och Westermark (2020) 1.2.2.

⁶⁵ Eklund och Stattin (2021) s. 441.

⁶⁶ Svanberg och Westermark (2020) 1.2.2.

Reglerna om informationsgivning är tillämpliga på alla aktiebolag vars finansiella instrument upptas till handel på en reglerad marknad eller MTF-plattform och aktiebolag som ansökt om att noteras vid en reglerad marknad, så kallade emittenter. Emittent definieras i artikel 3.1 p. 21 MAR. Skyldigheten gäller från det tillfälle då ansökan skickas in, till dess att emittenten avnoteras.⁶⁷

3.6 Olika typer av informationsgivning

Informationsgivning kan delas in i periodisk, även kallad återkommande, informationsgivning och informationsgivning vid särskilda händelser. Merparten av den information som kommuniceras från emittenter sker genom periodisk informationsgivning. Periodisk informationsgivning är den som sker återkommande, vid delårsrapporter, årsredovisningar och liknande. Eftersom det mellan dessa finansiella rapporter kan inträffa händelser som väsentligt påverkar emittentens verksamhet måste den periodiska informationsgivningen kompletteras. Därav är emittenter skyldiga att lämna information när särskilda händelser inträffat.⁶⁸ Informationsgivning ska alltid lämnas enligt artikel 17 MAR, oavsett om det rör sig om periodisk informationsgivning eller informationsgivning vid särskilda händelser.⁶⁹ Eftersom förändringen av bolagsledningen utgör en särskild händelse riktas uppsatsens fokus på den typen av informationsgivning.⁷⁰

⁶⁷ Kammarrätten i Stockholm, mål nr. 4468–19; Förvaltningsrätten i Stockholm, mål nr. 6092–21 och mål nr. 13650–18.

⁶⁸ Broneus och Stattin (2022) s. 81.

⁶⁹ Broneus och Stattin (2022) s. 78.

⁷⁰ Se avsnitt 7.1.

4 Insiderinformation

4.1 Artikel 7 MAR

Insiderinformation har i art. 7 (1)(a) MAR definierats som följande;

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

Insiderinformation är det mest centrala begreppet i MAR, och är en grund för inte bara informationsgivning, utan även för insiderhandel och marknadsmanipulation.⁷¹ För att besvara uppsatsens frågeställning om när insiderinformation uppstår i samband med byte av VD måste begreppet insiderinformations utredas. Detta avsnitt kommer därför att presentera rekvisiten för att information ska anses utgöra insiderinformation.

Definitionen innebär att kurspåverkande information är information som;

- a) är av specifik natur,
- b) inte offentlig,
- c) rör en emittent eller ett finansiellt instrument
- d) och sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på ett finansiellt instrument om den offentliggjordes.

Innan rekvisiten för insiderinformation redogörs för finns det anledning att diskutera huruvida byte av en emittents VD utgör insiderinformation. En tolkning som endast grundas på MAR ger inte

⁷¹ Broneus och Stattin (2022) s. 34.

något tydligt svar. I vägledning från CESR framgår däremot att förändringar av en emittents ledning faktiskt utgör insiderinformation.⁷² I Emittentregelverket framgår det tydligt att förändringar av styrelse och bolagsledning utgör insiderinformation.⁷³ Dessa tjänster och uppdrag är viktiga för att en investerare ska kunna ta ställning till bolagets förvaltning och styrning, och regeln kan i vissa fall innefatta ytterligare befattningshavare.⁷⁴

I beslut 2017:6 "SEB" uttalade Disciplinnämnden att ett byte av VD i ett noterat bolag inte som regel kan förväntas vara kurspåverkande, och att en bedömning måste göras från fall till fall. I det aktuella fallet ansåg Disciplinnämnden att VD:s långvariga tjänst och insats under finanskrisen 2008 talade för att information om hennes avgång ansågs kurspåverkande. Disciplinnämnden konstaterade i beslut 2020:4 "SAAB" att information om VD:s uppsägning i de allra flesta fallen utgör insiderinformation.

Förändringar av styrelseledamöter, ledande befattningshavare och revisorer är viktiga för att kunna följa bolagsstyrningen. Avseende styrelseledamöterna är det särskilt viktigt att klargöra förändringar under pågående räkenskapsår. Detta gäller både i det fall en styrelseledamot lämnar styrelsen och om uppdrag inom styrelsen förändras. Med ledande befattningshavare avses åtminstone verkställande direktör och finanschef. I vissa fall kan ytterligare befattningshavare, trots att personen inte har direkt företagsledande funktion, anses vara så pass viktiga för emittentens verksamhet att marknaden ska informeras vid förändringar.⁷⁵

⁷² CESR/06-562b punkt 1.15.

⁷³ Emittentregelverket p. 3.5.1 och 3.5.2.

⁷⁴ Broneus och Stattin (2022) s. 83.

⁷⁵ Broneus och Stattin (2022) s. 83.

Det går inte att lämna ett definitivt svar på frågan om byte av en emittents VD alltid utgör insiderinformation enligt MAR. Istället ska en bedömning göras i varje enskilt fall. Ansvaret för att göra denna bedömning bär emittenten själv. För företag bundna av Emittentregelverket är svaret däremot att byte av VD alltid utgör insiderinformation.⁷⁶ Med hänvisning till uppsatsens fokus på Stockholmsbörsen är utgångspunkten för uppsatsens huvuddel är därför att information om förändringar av emittenters ledning anses utgör insiderinformation. Utredningen som följer kommer därför inte fokusera på OM byte av en emittents VD utgör insiderinformation, utan NÄR omständigheter eller händelser under processen för tillsättandet eller avsättandet av VD anses utgöra insiderinformation. Detta i enlighet med artikel 7.2 och 7.3 som stadgar att även förväntade händelser och mellanliggande steg i pågående processer kan utgöra insiderinformation, förutsatt att dessa i sig uppfyller kriterierna för insiderinformation. Följande avsnitt kommer därför även utreda när dessa förväntade händelser och mellanliggande steg i processer uppnår rekvisiten för insiderinformation.

4.2 Specificitetskravet

Rekvisit a) "specificitetskravet" är särskilt viktigt vid bedömningen av när insiderinformation har uppstått, och är därför av särskild vikt vid besvarandet av uppsatsens frågeställning. I artikel 7.2 förtydligas specificitetskravet. Där framgår att information är av specifik natur om den avser

1. omständigheter som föreligger eller rimligtvis kan komma att föreligga eller en händelse som har inträffat eller som rimligtvis kan förväntas inträffa, och

⁷⁶ Emittentregelverket p. 3.5.1 och 3.5.2.

2. 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.

Dessa är alltså underordnade rekvisit, som måste vara uppfyllda för att informationen ska anses vara specifik, vilket i sin tur är ett krav för att informationen ska anses utgöra insiderinformation. Följande avsnitt utreder rekvisiten för specificitet närmre.

4.2.1 Omständigheter och händelse

Det första underrekvisitet handlar om omständigheter och händelser, redan inträffade som potentiella. Enligt skäl 20 i mål C-19/11 “Gelt mot Daimler” ska omständighet och händelse ges sina vedertagna betydelser.⁷⁷ Enligt Svenska Akademiens Ordbok är omständighet ett förhållande som har betydelse i ett visst sammanhang. En händelse är ett iakttagbart skeende.⁷⁸

I doktrin diskuteras det faktum att förordningen hänvisar till omständigheter i plural. Mock och Ventruzzo menar att det enligt ordalydelsen ska förstås som att det krävs en grupp omständigheter för att utgöra insiderinformation.⁷⁹ Svanberg och Westermark bemöter detta resonemang och menar att en eller flera omständigheter alltid förekommer i en kontext, och att det därför är svårt att utläsa en enskild omständighet. Svanberg och Westermark menar att det i varje enskild omständighet finns flera mindre omständigheter, vilket då uppfyller kravet på pluralitet. Det blir en lek med ord, och gränsdragningen mellan en omständighet och flera omständigheter blir

⁷⁷ Mål C-19/11 “Gelt mot Daimler”.

⁷⁸ SAOB “omständighet” och “händelse”.

⁷⁹ Mock och Ventruzzo B7.33-34

svår.⁸⁰ Hädanefter görs därför ingen skillnad på en omständighet i singular och omständigheter i plural.

4.2.2 Omständigheter som föreligger eller en händelse som har inträffat

Att en omständighet föreligger eller att en händelse har inträffat är sällan föremål för diskussion. Syftet med rekvisitet är istället att sortera bort information som antingen är felaktig eller osäker, men i det fall att den stämde skulle ha en inverkan på värdepapprets pris. Information som är osäker eller felaktig kan således inte utgöra insiderinformation.⁸¹

Vilken grad av säkerhet som krävs för att en omständighet eller händelse ska uppfylla kraven i art 7.2 framgår inte av MAR. Istället får vägledning hämtas från ESMA:s föregångare CESR. CESR:s uttalande rörde visserligen rekvisitet i 2003 års marknadsmissbruksdirektiv, men rekvisitet är oförändrat och uttalandet får därför antas vara vägledande än idag.⁸² CESR framförde att det avgörande är om fasta och objektiva omständigheter bevisar att en omständighet föreligger eller att en händelse inträffat. Rykten och spekulationer ska därför bortses från, och endast bevisade omständigheter eller händelser utgör insiderinformation. Detta höga beviskrav är förenligt med det nu gällande direktivets syfte, att information som är alltför lös riskerar att vilseleda marknaden.⁸³

Värt att notera är att detta krav på att informationen ska vara bevisad inte behöver omfatta en hel händelse eller samtliga omständigheter i

⁸⁰ Svanberg och Westermark (2019) 2.2.2.1

⁸¹ Svanberg och Westermark (2019) 2.2.2.1

⁸² Market Abuse Directive Level 3 second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06-562, p. 1.5.

⁸³ Svanberg och Westermark (2019) 2.2.2.2.

informationen. Information kan innehålla både säkra och osäkra delar, och trots detta utgöra insiderinformation. Detta framgår i två avgöranden från Nasdaqs Disciplinnämnd där emittenters styrelseordförande respektive VD gripits. I det ena fallet kan utläsas att informationen om gripandet utgjorde insiderinformation först när emittenten fick reda på brottsmisstankarna. I det andra fallet ansågs däremot vetskapen om gripandet utgöra insiderinformation direkt, trots att en viss omständighet i informationen, brottsmisstankarna, ännu inte varit säkra.⁸⁴

Huruvida helt eller delvis felaktig eller inkorrekt information utgör insiderinformation har behandlats i engelsk domstol. En man ansågs ha röjt insiderinformation, men det visade sig senare att den spridda insiderinformationen inte var helt korrekt. Informationen som läckt bestod av orden “PS - Tony has just found oil and it is looking good”. *Tony* var en referens till VD:n på ett företag som vid provborrning hittat spår av flytande kolväte, en indikation på att det finns olja. Invändningen att informationen var felaktig gjordes, då man ännu inte hittat olja utan endast indikation på att det fanns olja. Domstolen fastslog att felaktig information inte kan utgöra insiderinformation, men att informationen i det aktuella fallet ändå var insiderinformation. Domstolen motiverade detta med att informationen inte var tillräckligt felaktig för att den inte skulle utgöra insiderinformation. Det faktum att man fått ett positivt provresultat, en indikation på att det fanns olja, i sig är insiderinformation. Invändningen att den information som förmedlats inte var fullständigt korrekt vann därför ingen framgång. Hade det istället varit så att provresultatet varit negativt så hade informationen varit helt felaktig, och därför inte kunnat utgöra insiderinformation. Påståendet att felaktig information inte kan utgöra

⁸⁴ Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm beslut 2018:7 “Oscar Properties” samt beslut 2017:2 “Hexagon”; Svanberg och Westermark (2019) 2.2.2.2.

insiderinformation har stöd även i Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2019:3 “Precise Biometrics”.

4.2.3 Förväntade händelser

Enligt prissättningsteori beaktas inte bara inträffade händelser vid prisbildning av finansiella instrument. Även förväntade eller potentiella händelser bidrar till värdering och spekulation i framtida händelser är centralt på aktiemarknaden.⁸⁵ Därför inkluderar definitionen av insiderinformation i artikel 7.2 MAR även information om förväntade händelser. Faktum är att händelser och omständigheter som utgör insiderinformation ofta föregås av planer, förhandlingar och processer. En emittent bör därför kunna identifiera olika utfall av dessa föregående steg. Utifrån detta bör emittenten dessutom kunna uppskatta sannolikheten för de alternativa utfallen.

Huruvida potentiella händelser eller omständigheter omfattas av rekvisitetet i första meningen i 7.2 avgörs genom ett inom doktrin kallat rimlighetstest.⁸⁶ Rimlighetstestet ska avgöra om sannolikheten för en potentiell händelse eller omständighet ska inträffa är tillräcklig för att information om densamma är av specifik natur.

Detta rimlighetstest är viktigt för uppsatsens huvudsakliga frågeställning. Vägledning i hur detta rimlighetstest ska genomföras kan nämligen hämtas ur mål C-19/11 från EU-domstolen som rör en styrelseordförande som avsåg att lämna sitt uppdrag.⁸⁷ Målet har mycket gemensamt med de avgöranden från Disciplinnämnden som varit inspiration till uppsatsen. I uppsatsens femte kapitel diskuteras därför hur Disciplinnämnden använt slutsatserna från målet vid sin

⁸⁵ Se kapitel 2.

⁸⁶ Svanberg och Westermark (2019) 2.2.2

⁸⁷ C-19/11 *Geltl mot Daimler*, EU:C:2012:397

rättstillämpning. Rimlighetstestet utgör alltså en central del i att besvara uppsatsens frågeställning. Slutsatserna kring hur rimlighetstestet ska genomföras presenteras under nästkommande rubrik.

4.2.4 Rimlighetstestet

Rimlighetstestet går ut på att i varje enskilt fall göra en helhetsbedömning av de faktorer som redan finns tillgängliga. Testet ska bedöma om det är rimligt att förvänta sig att den potentiella omständigheten eller händelsen kommer att inträffa. EU-domstolen förtydligar detta, och fastställer att *rimligtvis* inte ska tolkas som *stor sannolikhet*. Sannolikhetsgradens storlek för det potentiella utfall som utgör insiderinformation är alltså inte det avgörande i bedömningen. Ett högt ställt krav på sannolikhet riskerar att undergräva marknadens integritet. Detta då personer med vetskap om information, som på grund av det högt ställda sannolikhetskravet inte utgör insiderinformation, kan dra otillbörlig fördel av informationen.⁸⁸

I C-19/11 *Gelt mot Daimler* avsåg styrelseordföranden i det tyska bolaget Daimler att lämna sitt uppdrag. Han meddelade först bolagets tillsynsstyrelse, sen företagsledningen som förberedde ett pressmeddelande innan styrelsen fick vetskap om styrelseordförandens avsikt att lämna uppdraget. Därefter beslutade styrelsen att godkänna styrelseordförandens avgång, varpå pressmeddelandet innehållandes information om styrelseordförandens avgång offentliggjordes. Pressmeddelandet gav effekt på bolagets aktiekurs, som steg med 18 %. Detta medförde att investerare, som sålt innehav i bolaget precis före offentliggörandet, krävde ersättning på grund av att offentliggörandet i deras mening borde skett tidigare.

⁸⁸ C-19/11 *Gelt mot Daimler*, EU:C:2012:397, p. 47.

EU-domstolen fick därmed anledning att pröva om insiderinformation uppstått redan före styrelsens beslut.

EU-domstolen preciserar i sitt uttalande att information om omständigheter eller händelser som förefaller osannolika inte är av specifik natur. Detta för att undvika att noise offentliggörs.⁸⁹ Vidare fastställer domstolen att kravet på sannolikhet för en viss omständighet eller händelse inte påverkas av dess prispåverkande effekt. Rimlighetstestet ska alltså utföras oberoende av omständigheten eller händelsens potentiella priseffekt. Istället ska bedömningen fastställa om det finns *faktiska utsikter* för det specifika utfallet.

Hur *faktiska utsikter* bör tolkas råder det delade uppfattningar om. Svanberg och Westermark tolkar det som att faktiska utsikter uppstår så snart det inte längre är osannolikt att omständigheten eller händelsen kommer att inträffa.⁹⁰ Detta synsätt har stöd i avgörandet som tidigare diskuterats från engelsk domstol. Där resonerade domstolen enligt följande "[rimlighetstestet] does not mean that there must be a more than even chance of the circumstances coming into existence or the event occurring. It certainly means that the prospect must not be fanciful. But as we see it there can be a realistic prospect of circumstances coming into existence or of an event occurring without it being more likely than not that they will do so."⁹¹ Det krävs alltså inte en övervägande sannolikhet. Disciplinnämnden har i två avgöranden anslutit sig till denna tolkning.

⁸⁹ Se avsnitt 2.2 om noise.

⁹⁰ Svanberg och Westermark (2019) 2.2.2.2.

⁹¹ Upper Tribunal's UKUT 0233, "Hannam och FCA", stycke 76

I Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2017:04 ”GomSpace” ansåg disciplinnämnden att information om en potentiell order utgjorde insiderinformation. Ordern var under upphandling och ännu inte fullgjord. På grund av sekretess kunde GomSpace inte veta hur många eller vilka parter som deltog i upphandlingsförfarandet. Disciplinnämnden ansåg trots detta att det fanns faktiska utsikter för att GomSpace skulle vinna upphandlingen, och att det således utgjorde insiderinformation. Detta eftersom man genom vissa steg i förhandlingen uppnått en tillräckligt hög konkretiseringsnivå för att utgöra insiderinformation. Ett kritiskt steg i processen var det så kallade tekniska genombrottet, där man hittade en lösning på ett av två huvudproblem i upphandlingen. Det fanns alltså faktiska utsikter för att GomSpace skulle vinna ordern.

Sammanfattningsvis kan sägas att rimlighetstestet inte uppställer ett krav på särskilt hög sannolikhetsgrad. Det räcker alltså att det föreligger faktiska utsikter för att en potentiell omständighet eller händelse inträffar för att uppfylla rekvisitet i art 7.2 i MAR. Rimlighetstestet består av en helhetsbedömning. Denna helhetsbedömning kommer att konkretiseras ytterligare under uppsatsens femte avsnitt där Disciplinnämndens användande av testet diskuteras.

4.2.5 Möjligt att dra slutsatser om potentiell effekt på pris

Det andra underrekvisitet uppställer slutligen ett krav på att det av informationen är möjligt att dra slutsatser om dess prispåverkan. För att avgöra detta ska informationens specificitet bedömas i relation till marknaden. Syftet är att sortera bort information som är allmängiltig eller diffus, och som därför inte är av specifik natur.⁹² Kravet har nära

⁹² Svanberg och Westermark (2019) 2.2.3.1.

anknytning till prisbildningsteori och förordningens syfte.⁹³ Ur prisbildningsteorin EMH, vilken haft stort inflytande på MAR, kan utläsas att information som är allmängiltig eller diffus inte är möjlig att utnyttja.⁹⁴ Informationen går inte att utnyttja eftersom det inte går att dra slutsatser om hur informationen kommer att påverka priset. Till exempel är information om att en emittent beslutat att expandera på en ny marknad för diffus för att utgöra insiderinformation. Detta då det inte går att dra några slutsatser för hur denna expansion kommer gå till eller vad expansionen kommer att resultera i. Vetskap om denna information går således inte att utnyttja, eftersom informationen är för allmän eller diffus för att det ska gå att dra någon slutsats om expansionens potentiella effekt på aktiens pris.

I vissa fall är informationen tillräckligt precis för att göra det möjligt att dra slutsatser om att informationen kommer få en effekt på priset, utan att veta i vilken riktning priset kommer förändras. Frågan som då uppkommer är om kravet på specificitet kräver att man på förhand ska kunna avgöra dels om informationen kommer få effekt, dels vilken effekt, i form av prisökning eller prissänkning, informationen kommer få. EU-domstolen fick i mål C-628/13 ”Lafonta mot AMF” frågan; behöver man, för att informationen ska anses vara specifik, på förhand kunna avgöra i vilken riktning priset på det finansiella instrumentet kommer att påverkas?⁹⁵ Frågan besvarades nekande. Det räcker att informationen är tillräckligt konkret eller specifik för att avgöra om informationen vid offentliggörande föranleder en prisförändring. Att kunna förutse prisförändringens riktning är alltså inte ett krav vid bedömandet av informationens specificitet.⁹⁶

⁹³ En mer utförlig förklaring av prisbildningsteori ges i uppsatsens andra kapitel. Se särskilt avsnittet 2.2 om noise.

⁹⁴ Ventrizzo och Mock (2017) s.189 f.

⁹⁵ C-628/13 ”Lafonta mot AMF” p. 20.

⁹⁶ C-628/13 ”Lafonta mot AMF” p. 31-36.

Allmänna uttalanden om en emittent utgör inte insiderinformation. Svanberg och Westermark använder uttalanden som “nu tuffar det på riktigt bra” samt “nu är det dags att handla” för att exemplifiera uttalanden som är så pass diffusa att de inte utgör insiderinformation, oavsett vem som uttalat sig.⁹⁷

Högsta domstolen har i NJA 2008 s. 292 diskuterat huruvida en uppmaning att sälja eller köpa en aktie kan utgöra insiderinformation. I målet hade en styrelseledamot i ett dotterbolag till bolaget Tivox AB en vänskapsrelation med aktieägare i Tivox AB. Vid ett sammanträde med dotterbolagets bank ställdes dotterbolagets fakturakredit in, vilket skulle leda till att både dotterbolaget och moderbolaget försattes i konkurs. Efter mötet kontaktade styrelseledamoten aktieägaren och ställde in en planerad grillfest samma kväll. Under telefonsamtalet sa styrelseledamoten att aktieägaren bör sälja sina aktier, utan att ange skäl. Åklagaren hävdade att denna uppmaning från styrelseledamoten att sälja aktierna i bolaget utgjorde insiderinformation, eftersom aktieägaren kände till att styrelseledamoten var insider. Högsta domstolen ansåg däremot att uppmaningen inte uppnådde kravet på specificitet. Högsta domstolen motiverade detta med att en uppmaning att sälja eller köpa ett finansiellt instrument i sig inte utgör information om en omständighet som är ägnad att påverka priset på instrumenten i fråga. Högsta domstolen påpekade även att det faktum att styrelseledamoten var upptagen i insiderförteckningen, vilken var offentliggjord, talade mot att uppmaningen skulle utgöra insiderinformation. Högsta domstolens fastställer dock att det kan förekomma att den som lämnar uppmaningen även lämnar information om en omständighet av specifik natur. Detta var dock inte fallet i det aktuella målet. Målet resulterade i att styrelseledamoten

⁹⁷ Svanberg och Westermark (2019) 2.2.3.1.

dömdes för insiderbrott och åtalet mot aktieägaren ogillades. Målet prövades före MARs implementering, men anses i doktrin ha viss relevans för vad som utgör specifik information.⁹⁸ Resonemanget har fått stöd i en dom meddelad 2018 från Svea hovrätt (B 2436-17).⁹⁹ Slutsatsen är därför att rekommendationer och uppmaningar inte utgör insiderinformation. För att undvika att detta utnyttjas finns därför i artikel 8.3 i MAR en bestämmelse om att utnyttjande av rekommendationer eller uppmaningar från någon som förfogar över insiderinformation inte är tillåten om personen som fått rekommendationen eller uppmaningen insett eller borde insett att rekommendationen eller uppmaningen bygger på insiderinformation.

Mot bakgrund föregående stycke bör läsaren uppmärksammas på att det finns regler om investeringsrekommendationer i art 20 MAR och i kommissionens delegerade förordning (EU) 2016/958. Dessa regler är däremot inte föremål för uppsatsen, och lämnas därför åt sidan.

4.3 Inte offentliggjord

Att information anses vara insiderinformation förutsätter att informationen ännu inte är allmänt känd eller offentliggjord. Att informationen inte är offentliggjord är således, naturligtvis, ett rekvisit för insiderinformation. Offentliggörandet av insiderinformation görs i största omfattning av emittenten själv i enlighet med artikel 17 i MAR. Det händer dock att insiderinformation når marknaden på andra sätt än genom offentliggörande enligt artikel 17 MAR, till exempel genom en tredje man.¹⁰⁰ En tredje man kan ha tillgång till insiderinformation vid alla typer av förhandlingar och relationer mellan emittent och en tredje man där resultatet utgör

⁹⁸ Svanberg och Westermarck (2019) 2.2.3.2

⁹⁹ Lägg till bland litteraturlistan.

¹⁰⁰ CESR/06-562b, p. 1.9.

insiderinformation. Detta kan till exempel vara viktiga avtalsförhandlingar med kunder. Det kan även vara så att en tredje man har tillgång till insiderinformation före emittenten, exempelvis då en tredje man beslutar sig för att säga upp ett väsentligt avtal med emittenten. Emittenten får då inte reda på insiderinformationen förrän motparten meddelar att avtalet kommer att sägas upp. Även myndighetsbeslut kan utgöra insiderinformation, till exempel beslut från Riksbanken att höja styrräntan.¹⁰¹

En fråga som uppstår i sammanhanget är om det krävs att informationen offentliggjorts av den emittent som informationen rör för att den ska anses vara offentliggjord, och därför inte utgöra insiderinformation enligt det andra rekvisitetet i artikel 7.1. Om svaret är att även en tredje man kan offentliggöra informationen blir då följdfrågan vad som krävs för att informationen ska anses vara offentliggjord.

Skyldigheten för en emittent att offentliggöra insiderinformation finns i artikel 17 MAR. Där framgår hur en emittent ska offentliggöra insiderinformation. Information som offentliggjorts av en emittent i enlighet med artikel 17 förlorar naturligtvis karaktären av insiderinformation enligt i artikel 7. Hur en emittent ska offentliggöra insiderinformation behandlas i uppsatsens sjätte kapitel. Relevant för detta avsnitt är att formkraven för offentliggörande endast gäller emittenten själv. Artikel 17 i MAR ställer emellertid inte något krav på att informationen offentliggjorts av emittenten själv. Detta medför att insiderinformation även kan offentliggöras av en tredje man, då utan tydliga formkrav.¹⁰² Detta kan hända exempelvis då en avtalspart till emittenten offentliggör insiderinformation. Det bör därför utredas

¹⁰¹ Svanberg och Westermark (2019) 2.3.2

¹⁰² Svanberg och Westermark (2019) 2.3.2.

vad som krävs för att information som trots att den inte offentliggjorts av en emittent ändå anses offentliggjord, och därmed tappar karaktären som insiderinformation.

I doktrin diskuteras huruvida informationens spridning är avgörande för om den anses offentliggjord. Hansen menar att spridningen saknar betydelse. Hansen framför istället att det avgörande bör vara huruvida informationen finns tillgänglig på marknad eller inte.¹⁰³ Hansen når denna slutsats med ett exempel som använts av den brittiska finansinspektionen, FCA.¹⁰⁴ Exemplet går ut på att en tågresenär av tillfällighet ser en brinnande fabrik längs färden. Tågresenären inser att branden troligtvis kommer påverka priset på det berörda finansiella instrumentet, och handlar därför med instrumentet. Enligt Hansen är detta fullt legitimt och utgör inte insiderhandel, eftersom informationen är tillgänglig för alla, trots att den ännu inte fått stor spridning. Tågresenären ska inte behöva vänta på att den berörda emittenten offentliggör information om branden eller liknande. I förarbetena till den gamla marknadsmissbrukslagen förs ett liknande resonemang. Där framgår att informationens tillgänglighet är viktigare än dess spridning.¹⁰⁵ Notera att uttalandet avser tolkningen av *allmänt känd* i den gamla marknadsmissbrukslagen och alltså inte är direkt vägledande för tolkningen av *inte offentliggjord*. Däremot menar Svanberg och Westermark att uttalandet kan användas för att förstå hur ett resonemang kan föras kring begreppen.¹⁰⁶

Svanberg och Westermark menar att det ur skäl 28 i MAR går att utläsa att det avgörande bör vara om allmänheten har tillgång till informationen eller ej. Information som är allmänt tillgänglig, oaktat

¹⁰³ Hansen (2017) s. 25 f.

¹⁰⁴ FCA: Handbook: MAR 1.2.14.

¹⁰⁵ Prop 1990/91:42 s. 83.

¹⁰⁶ Svanberg och Westermark (2019) 2.3.3.

dess spridning, bör inte utgöra insiderinformation. Detta för att en välinformerad investerare ska gynnas, och inte tvärtom. Om allmänt tillgänglig information med mycket begränsad spridning skulle utgöra insiderinformation skulle välinformerade investerare riskera att begå insiderhandel, vilket inte gynnar marknaden. Det är i sammanhanget viktigt att poängtera distinktionen mellan information som är tillgänglig för alla, om än svårtillgänglig, och information som är tillgänglig exklusivt för en person på grund av dennes ställning.¹⁰⁷

Ventoruzzo och Piccau menar å andra sidan att informationens spridning bör tas i beaktning. De för resonemanget att en bedömning bör göras i varje enskilt fall för att fastställa om informationen offentliggjorts eller ej. Ventoruzzo och Piccau menar att utgångspunkten ska tas i informationens faktiska tillgänglighet på den relevanta marknaden. Tillgängligheten bedöms genom att avgöra vilka mottagare som nåtts av informationen och genom vilka kanaler informationen spridits. Resonemanget exemplifieras genom att insiderinformation om ett tyskt bolag, noterat på en fransk börs, publiceras i en schweizisk tidning. Ventoruzzo och Piccau menar i det fallet att insiderinformationen fortfarande når upp till rekvisitet *inte offentliggjord* eftersom aktörerna på den relevanta marknaden troligtvis inte nåtts av informationen.¹⁰⁸

För att besvara tidigare uppkomna frågor kan sägas att insiderinformation kan offentliggöras av en tredje man. För att information som offentliggjorts av tredje man ska tappa karaktär av insiderinformation beaktas särskilt informationens tillgänglighet för allmänheten. Det finns i vissa fall skäl att beakta informationens

¹⁰⁷ Svanberg och Westermarck (2019) 2.3.3

¹⁰⁸ Ventoruzzo och Piccau (2017) s. 196 ff.

spridning, men avsaknad av vägledning gör det svårt att ge ett definitivt svar.¹⁰⁹

4.4 Rör en emittent eller ett finansiellt instrument

Det tredje rekvisitet för att information ska utgöra insiderinformation är att informationen direkt eller indirekt rör en eller flera emittenter eller en eller ett finansiellt instrument.

Vid bedömningen om information utgör insiderinformation eller inte spelar det inte någon roll om informationen rör emittenten direkt eller indirekt.¹¹⁰ Denna distinktion har endast en betydelse för en emittents skyldighet att rapportera om informationen. Skyldighet att rapportera gäller nämligen endast information som direkt rör emittenten, enligt artikel 17.1 MAR.

I CESR:s riktlinjer från 2007 finns icke uttömmande listor med exempel över vad som kan utgöra information som direkt respektive indirekt berör en emittent. Där framgår att information som härstammar från emittentens verksamhetsfär berör emittenten direkt. Detta är kortfattat allt som är direkt relaterat till emittenten eller dennes verksamhet. Det gäller bland annat affärsresultat, företagsförvärv, legala tvister, och vunna patent och upphovsrätter.¹¹¹ I CESR:s riktlinjer framgår att förändringar i en emittents ledning direkt berör en emittent.

¹⁰⁹ Svanberg och Westermark (2019) 2.3.3.

¹¹⁰ Svanberg och Westermark (2019) 2.4.

¹¹¹ Svanberg och Westermark (2019) 2.4; CESR/06-562b, s. 7 ff.

Även information som inte härstammar från emittentens verksamhetsfär kan beröra emittenten direkt. Information om ett uppköpserbjudande är ett exempel på information som direkt rör en emittent, trots att informationen inte härstammar från emittentens verksamhetsfär. Detsamma gäller processer om tvångsinlösen.¹¹²

Information som indirekt berör en emittent är sådan information som härstammar utifrån emittentens verksamhetsfär och som inte påverkar kontrollen över emittenten. Det kan exempelvis vara lagändringar, ändrade räntekurser och liknande som kan påverka emittentens resultat och prestation.¹¹³

4.5 Väsentlig inverkan på pris

För att definieras som insiderinformation krävs slutligen att informationen, om den offentliggjordes, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på det finansiella instrumentet. Rekvisitet anses vara kärnan vid bedömningen av insiderinformation.¹¹⁴ Rekvisitet utvecklas i artikel 7.4 MAR där det framgår att information sannolikt har en väsentlig inverkan på priset när det är information som en förnuftig investerare sannolikt skulle nyttja som grund i sitt investeringsbeslut. För att avgöra detta används det så kallade "förnuftiga investerare-testet" ("Investerartestet"). Nedan följer en utredning av hur detta test ska genomföras, samt vad rekvisitet "sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset" innebär.

¹¹² Veil (2017) s. 357.

¹¹³ CESR/06-562b, s. 7 ff.

¹¹⁴ Svanberg och Westermarck (2019) 2.5.1

4.5.1 Innebörden av *sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset*

Frågan som nu ska besvaras är om rekvisitet uppställer ett krav på att informationen sannolikt ska leda till en väsentlig kursförändring, eller om det räcker att en förnuftig investerare beaktar informationen vid ett investeringsbeslut.¹¹⁵

I artikel 7.1 MAR anges inte uttryckligen att informationen sannolikt behöver leda till en väsentlig kursförändring för att definieras som insiderinformation. Formuleringen *väsentlig inverkan på priset* ger däremot intryck av att rekvisitet kräver en prisetförändring. I artikel 7.4 framgår däremot att det är tillräckligt att informationen nyttjas som grund för en förnuftig investerares investeringsbeslut, och att det alltså inte skulle krävas en väsentlig kursförändring.¹¹⁶ Westerberg och Svanberg menar att tolkningsfrågan blir enklare att besvara om man utgår från att den förnuftige investeraren avgör priset genom att tolka relevant information likt en analytiker som fastställer rekommenderat pris för en aktie. Analysen och rekommendationen sker utan beaktning av den aktuella aktiekursen. En analytiker kan till exempel komma fram till att en aktie som handlas till 100 kr är värd 90, 100 eller 110 kr. Den information som läggs till grund för prisalternativen uppfyller alltså rekvisitet, oavsett om slutsatsen avviker från det verkliga priset eller inte.¹¹⁷

I tidigare gällande MAD ingick det Investerartestet inte uttryckligen i bestämmelsen som det gör i MAR. Testet återfanns istället i implementeringsförtydliganden i genomförandedirektivet.¹¹⁸ Detta

¹¹⁵ Svanberg och Westermark (2019) 2.5.2

¹¹⁶ Svanberg och Westermark (2019) 2.5.2

¹¹⁷ Svanberg och Westermark (2019) 2.5.2

¹¹⁸ CESR/06-562b, p. 1.11.

resulterade i att Investerarrestet sågs som ett hjälpmedel, och vid tolkning fästes stor vikt vid ordalydelsen väsentlig inverkan på priset. Resultatet blev att en sannolik prisförändring krävdes för att informationen skulle utgöra insiderinformation.¹¹⁹ Sedan införandet av Investerarrestet i regelverket antas istället att en förnuftig investerare använder mängder av information till grund för ett investeringsbeslut, och information som kan ingå i denna samling anses numera utgöra insiderinformation, oavsett om den specifika informationen sannolikt skulle leda till en väsentlig prisförändring eller inte.¹²⁰

Vad som ovan sagts innebär däremot inte att all information inom en relevant kategori av information utgör insiderinformation. Informationen måste nå en viss nivå av relevans för en förnuftig investerare ska anses beakta den i sitt investeringsbeslut.¹²¹ En lägstanivå för vad som är relevant är ytterligare en åtgärd för att undvika noise på marknaden.¹²² Informationens relevans ska bedömas baserat på emittentens förhållanden. Disciplinnämnden har till exempel i sitt beslut 2016:2 "PA Resources" framfört att ett bolag med osäker finansiell ställning måste agera med särskild försiktighet vid uttalanden. I målet hade en emittents finanschef gjort lösa uttalanden som ansågs förhållandevis oskyldiga. Bolaget, som under tiden för uttalandena genomförde en företagsrekonstruktion, befann sig i en särskild situation. Ur disciplinnämndens beslut går att utläsa att tröskeln för vilken information som var relevant ansågs vara lägre på grund av att emittentens situation.¹²³ För att avgöra vad som är relevant för en förnuftig investerares investeringsbeslut måste alltså

¹¹⁹ Upper Tribunals UKUT 0233, "Hannam och FCA"; Svanberg och Westermark (2019) 2.5.2

¹²⁰ Svanberg och Westermark (2019) 2.5.2

¹²¹ Svanberg och Westermark (2019) 2.5.2

¹²² Se avsnitt 2 om *Noise*

¹²³ Svanberg och Westermark (2019) 2.5.2

informationen sättas i relation till emittentens verksamhet och situation. Att informationen sannolikt är kurspåverkande är däremot inte ett definitivt krav.

4.5.2 Den förnuftiga investeraren

Den förnuftiga investeraren är en hypotetisk figur. Investerartestet förutsätter att vissa antagen görs angående den förnuftiga investerarens kunskap.¹²⁴ Vägledning för dessa antaganden saknas i MAR, men har behandlats i ett mål från Kammarrätten i Stockholm. I mål nr 315-16 "Fingerprint" hade emittenten Fingerprint offentliggjort information om ett samarbetsavtal utan att ange motparten för avtalet. Fingerprint menade att motpartens identitet inte var insiderinformation, med resonemanget att en förnuftig investerare inte skulle beakta identiteten vid en investering i bolaget. Emittenten hävdade att det ur tidigare offentliggjord information gick att dra slutsatsen att ordergivaren var en av ett mindre antal likvärdiga kunder.

Finansinspektionen hävdade å andra sidan att bolagets aktier handlas av många köpare som inte är professionella aktörer, och att det därför var svårt att dra slutsatser kring vem motparten var. För den förnuftige investeraren var det därför relevant vem motparten för samarbetsavtalet var. Kammarrätten anslöt sig till Finansinspektionens resonemang och fastställde att en förnuftig investerare inte kan likställas med en professionell investerare. Även i Upper Tribunals mål UKUT 0233 "Hannam och FCA" från Storbritannien kommer den brittiska finansinspektionen till slutsatsen att en förnuftig investerare inte ska likställas med en professionell investerare och dennes kunskapsnivå.¹²⁵

¹²⁴ Svanberg och Westermark (2019) 2.5.3

¹²⁵ Upper Tribunals UKUT 0233, "Hannam och FCA" p. 101.

I Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2019:01 ”Cyxone” ansluter sig Disciplinnämnden till resonemanget. Läkemedelsföretaget Cyxone berättade vid ett seminarium att det enligt gällande regelverk fanns möjlighet att påskynda processen för ett läkemedels godkännande av Läkemedelsverket. Genom att förnya resultat från en fas 2-prövning fanns det möjlighet att slippa göra en fas 3-prövning och istället få läkemedlet godkänt direkt. Vid seminariet lämnades alltså information om gällande regelverk, och bolagets aktiekurs steg med 20 procent. Nasdaq menade att informationen som lämnats utgjorde insiderinformation, och bolaget invände att man endast upplyst om gällande regelverk som eventuellt kunde underlätta bolagets process att få ett läkemedel beviljat. Disciplinnämnden ansåg att informationen som lämnats utgjorde insiderinformation. Disciplinnämnden menade att möjligheten att påskynda processen inte var något som en förnuftig investerare kan förväntas känna till. Att bolaget avsåg att nyttja denna möjlighet var därför insiderinformation. Svanberg och Westermark framför att denna tolkning eventuellt endast är möjlig då regelverket öppnar upp för att avvika från den process som förväntas av den förnuftiga investeraren.¹²⁶

4.5.3 Investerartestets genomförande

I skäl 14 till MAR står att en förnuftig investerare baserar sina investeringsbeslut på den information som redan finns tillgänglig. Huruvida en viss uppgift beaktas av en förnuftig investerare ska därför utvärderas i ljuset av den övriga information som finns tillgänglig. Utvärderingen ska ta hänsyn till de förväntade effekterna av uppgiften i relation till emittentens verksamhet som helhet, informationskällans pålitlighet och alla andra marknadsvariabler.

¹²⁶ Svanberg och Westermark (2019) 2.5.3

CESR har i implementeringsförtydliganden i genomförandedirektivet gett vägledning för det likalydande rekvisitet i tidigare gällande regelverk.¹²⁷ Där framgår att bedömningen alltid ska göras utifrån när den förnuftiga investeraren utvärderade informationen snarare än när marknaden bearbetar informationen.¹²⁸ Informationens faktiska påverkan på priset vid offentliggörandet är således irrelevant.

Därutöver framgår även att det inte är möjligt att fastställa en procentuell gräns för vad som ska anses utgöra en väsentlig prisinverkan. Vad som istället ska beaktas är:

- (1) Uppgiftens förväntade betydelse eller omfattning i relation till emittentens hela verksamhet,
- (2) uppgiftens betydelse i förhållande till de huvudsakliga faktorer som avgör prissättningen på finansiella instrument,
- (3) tillförlitligheten hos källan,
- (4) andra variabler som påverkar priset på det aktuella finansiella instrumentet såsom volatilitet, likviditet, relation till andra finansiella instrument, handelsvolym, med fler.¹²⁹

CESR framhåller ytterligare tre indikationer för när en väsentlig prisinverkan kan förväntas. Bland annat om liknande uppgifter historiskt visat sig ha en väsentlig prispåverkan, om befintliga analyser, rapporter och bedömningar indikerar att informationen är priskänslig eller om emittenten tidigare bedömt vissa omständigheter eller händelser som insiderinformation.¹³⁰

¹²⁷ CESR/06-562, p. 1.11-14.

¹²⁸ Svanberg och Westermarck (2019) 2.5.4.1.

¹²⁹ CESR/06-562, p. 1.13.

¹³⁰ CESR/06-562, p. 1.14.

4.6 Mellanliggande steg i en över tiden pågående process

I artikel 7.3 MAR förtydligas att även mellanliggande steg i en över tiden pågående process ska anses vara insiderinformation, om steget i sig uppfyller kriterierna för insiderinformation i artikel 7. Artikel 7.3 är en följd av att det i artikel 7.1 framgår att även mellanliggande steg i en över tiden pågående process kan uppnå kravet på specificitet.¹³¹ Ett mellanliggande steg kan alltså, om samtliga rekvisit är uppfyllda, utgöra insiderinformation.

4.7 Sammanfattning av insiderinformation

För att sammanfatta avsnittet och definitionen av insiderinformation kan det inledningsvis konstateras att informationen ska vara av specifik natur. Informationen är av specifik natur om den avser en händelse eller omständighet som antingen inträffat eller rimligtvis kan förväntas inträffa. För att bedöma rimligheten i att en potentiell händelse inträffar används rimlighetstestet vars syfte är att bedöma om det finns faktiska utsikter för att händelsen inträffar. För att information ska anses vara av specifik natur krävs även att det går att dra slutsatser om en potentiell effekt på det finansiella instrumentets pris. Det finns dock inget krav på att det ska gå att dra slutsatser om i vilken riktning priset kommer förändras.

Att information som redan är offentliggjord eller allmänt känd inte utgör insiderinformation är logiskt. För att komma fram till om informationen är offentliggjord av tredje man eller inte kan det i vissa

¹³¹ Svanberg och Westermarck (2019) 2.6

fall finnas anledning att bedöma informationen utifrån dess spridning och tillgänglighet för allmänheten.

Insiderinformation ska även beröra en emittent. Informationen kan beröra en emittent direkt eller indirekt. En emittent är endast skyldig att offentliggöra sådan information som den direkt berörs av.

Det sista kravet för insiderinformation är att informationen har en inverkan på priset på det finansiella instrumentet. Detta avgörs genom en hypotetisk prövning där målet är att avgöra om informationen sannolikt hade nyttjats av en förnuftig investerare i dennes investeringsbeslut. För att avgöra detta beaktas uppgiftens förväntade betydelse för emittentens verksamhet som helhet, uppgiftens betydelse i förhållande till andra viktiga faktorer för prisbildningen, tillförlitligheten hos källan, och övriga variabler såsom volatilitet, likviditet med fler.

Även information om mellanliggande steg i en över tiden pågående process kan utgöra insiderinformation. Ett mellanliggande steg kan utgöra insiderinformation om det enskilda steget anses uppnå samtliga rekvisit för insiderinformation. Det enskilda steget ska genomgå samma prövning av rekvisiten som annan information.

5 Avgöranden

5.1 Mål C-19/11 *Geltl mot Daimler*

Styrelseordföranden för det tyska bolaget Daimler AG (nedan Daimler) hade för avsikt att frångå sitt uppdrag i förtid. Notera att målet gäller emittentens styrelseordförandes avgång och inte dess VD.

Vad som sägs i detta avsnitt är dock tillämpligt även då en emittents VD ska avgå eller avsättas.

Den 17e maj 2005 diskuterade styrelseordföranden sin avsikt tillsammans med ordföranden för bolagets tillsynsstyrelse. Mellan den 1 juni och den 27 juli informerades både bolagets styrelse samt bolagets tillsynsstyrelse om att styrelseordförandens avsikt att avgå. Ett pressmeddelande började förberedas redan den 10 juli, och den 13 juli kallades ledningskommittén och tillsynsstyrelsen till möte den 27 respektive 28 juli. Därefter kom styrelseordföranden och ordföranden för bolagets tillsynsstyrelse den 18 juli överens om att man vid mötena den 27 och 28 juli skulle föreslå styrelseordförandens avgång, samt utnämna dennes efterträdare. Den 27 juli beslutade ledningskommittén att man nästa dag skulle föreslå tillsynsstyrelsens godkännande av avgången och efterträdaren. Den 28 juli godkände tillsynsstyrelsen ledningskommitténs förslag, och styrelseordföranden ersattes. Beslutet meddelades børsledningarna och den tyska Finansinspektionen. Vid offentliggörandet steg aktiekursen betydligt. Aktiekursen hade stigit tidigare samma dag, vilket var ett resultat av att bolaget publicerat sin kvartalsrapport för det andra kvartalet.

Investorare menade att informationen om styrelseordförandens avgång skulle ha meddelats tidigare än den 28 juli, och väckte talan mot emittenten. Första instans meddelade i ett pilotmål att det inte kunde styrkas att styrelseordföranden redan vid det initiala mötet med ordföranden för tillsynsstyrelsen den 17 maj bestämt sig för att avgå oavsett om tillsynsstyrelsen godkänt avgången eller ej. Sannolikheten för att avgången skulle godkännas blev tillräckligt stor vid ledningskommitténs beslut att föreslå avgångens godkännande, vilket skedde den 27 juli. Insiderinformation uppstod alltså den 27 juli. Domstolen Daimler inte fullgjort sin skyldighet att besluta om

uppskjutet offentliggörande efter mötet den 27 juli till efter mötet den 28 juli. Domstolen ansåg att den åberopade skadan skulle ha uppkommit även i det fall Daimler fullgjort sin skyldighet att besluta om uppskjutet offentliggörande.

Målet överklagades därefter med motivering att tidigare instans inte prövat om de enskilda stegen i processen fram till beslutet den 28 juli kunnat ha inverkan på Daimlers aktiekurs. Samma omständigheter hade prövats i ett sanktionsförfarande vid annan domstol som funnit att en sammanläggning av dessa steg som resulterat i ett beslut inte var förenligt med ordalydelsen i då gällande regler. Skyldigheten att offentliggöra informationen ansågs därmed ha uppstått först i samband med beslutet.¹³² Frågan hänsköts till EU-domstolen för att besvara fråga om även mellanliggande steg i en över tiden pågående process kan utgöra information av specifik natur i den mening som rekvisiten för insiderinformation kräver. Frågan besvarades jakande och de steg som lett fram till tillsynsstyrelsens godkännande av avgången kunde alltså enskilt utgöra insiderinformation.¹³³

Målet är vägledande framförallt för rimlighetstestets genomförande. EU-domstolen fastställde att man vid bedömningen av rimligheten i att en potentiell händelse inträffar inte ska ställa krav på stor sannolikhet. Istället ska vikt fästas vid om det finns faktiska utsikter för det specifika utfallet. Vad detta innebär är att det krävs övervägande sannolikhet, eller för den delen någon bestämd sannolikhet. Det räcker att det finns faktorer som talar för att den potentiella händelsen blir verklighet. Resonemanget diskuteras ytterligare i kapitel 5 och avsnitt 7.2.

¹³² C-19/11 *Geltl mot Daimler*, EU:C:2012:397, p. 12-22.

¹³³ C-19/11 *Geltl mot Daimler*, EU:C:2012:397, p. 27-40.

5.2 Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2017:6 ”SEB”

I Nasdaqs disciplinnämnd beslut 2017:6 ”SEB” diskuterade man vid vilken tidpunkt det uppstod faktiska utsikter för att det potentiella resultatet skulle uppnås.

Den 13 december 2016 påbörjade VD:n för SEB en diskussion med bolagets styrelseordförande om hennes eventuella avgång. Diskussionerna fortsatte sedan under mellandagarna och den 29 december informerades SEB:s Head of Group Communication tillika medlem av SEB:s insiderkommitté, och senior rådgivare till VD:n om händelsen rörande den eventuella avgången. Den 13 januari kallade VD:n styrelsen till ett extrainsatt styrelsemöte den 15 januari. Däremellan, den 14 januari, informerades ett större antal personer om händelsen. Vid det extrainsatta styrelsemötet den 15 januari lämnade VD:n in sin formella uppsägning, och en insiderförteckning upprättades efter mötet. Insiderförteckningen innehöll noteringar daterade från den 13 januari, men varken offentliggörande eller beslut om uppskjutet offentliggörandet fanns då. Först den 16 januari offentliggjordes ett pressmeddelande som innehöll information om VD:s avgång.

Händelseförloppet som beskrivits ovan utgör en över tiden pågående process med mellanliggande steg. Det första steget var mötet med styrelseordföranden den 13 december och det sista steget var det extrainsatta styrelsemötet den 15 januari. Frågan som skulle besvaras var om insiderinformation uppstått vid ett av dessa mellanliggande steg.

Disciplinnämnden ansåg att faktiska utsikter för VD:s avgång förelåg då man fattade beslut att kalla till extrainsatt styrelsemöte. Detta ansågs vara en åtgärd som visar på att VD:s vilja att avgå var så pass konkret att information om utgjorde insiderinformation.

Därefter diskuterade Disciplinnämnden om informationen kunde antas vara kurspåverkande. För att besvara denna fråga genomförde Disciplinnämnden det investerartest som redogjorts för i avsnitt 4.1.5.3. Ur Disciplinnämndens resonemang framgår att ett byte av VD inte alltid kan förväntas vara kurspåverkande, utan att en bedömning måste göras från fall till fall. I det aktuella fallet ansågs VD:n haft en så pass långvarig tjänst, där hon bland annat lett banken genom en finanskris, att informationen var av det slag som en förnuftig investerare skulle grunda sitt investeringsbeslut på. En kurspåverkan kunde därmed förväntas. Emittenten själv hade i anslutning till offentliggörandet kommit fram till samma slutsats.

Disciplinnämnden fann att SEB inte hanterat insiderinformationen i tid på grund man varken offentliggjort insiderinformationen eller beslutat om uppskjutet offentliggörande vid den tidpunkt som insiderinformationen uppstått.

5.3 Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2022:05 “Telia”

Telia mottog i september 2019 en lista över potentiella kandidater till rollen som VD. Listan var framtagen av en rekryteringsfirma efter särskilda instruktioner och kravspecifikationer från Telia. Från listan utsågs ett antal kandidater som gick vidare i rekryteringsprocessen, och en huvudkandidat, Allison Kirkby, utsågs av styrelsen den 5 oktober. Därefter diskuterades detaljer om anställningsvillkor med

Allison Kirkby. Vid denna tidpunkt fanns det fortfarande kvar andra kandidater. Den 20 oktober utbyttes för första gången avtalsförslag för slutliga förhandlingar. Den 23 oktober återkom Allison Kirkby med svar och kommentarer till avtalsförslaget. Senare samma dag accepterade hon avtalsförslaget under förutsättning att utomstående parter, alltså hennes befintliga arbetsgivare, accepterade hennes avgång.

Den 23 oktober, samtidigt som emittenten och Allison Kirkby förhandlade om avtalsvillkor, publicerade Svenska Dagbladet en artikel där källor med god insyn i processen påstod att Allison Kirkby var slutkandidat. Den 24 oktober vid klockan 19:30 rapporterade Dagens Industri att Allison Kirkby enligt uppgifter skulle komma att utses som Telias VD. Enligt Telia träffades bolaget och Allison Kirkby på kvällen den 24 oktober för att slutföra avtalet. Allison Kirkby ska ha fått bekräftat från sin dåvarande och tidigare arbetsgivare att de accepterade villkoren för hennes uppsägning och de konkurrensförbud som fanns i hennes anställningsavtal. Klockan 22 samma kväll offentliggjorde Telia ett pressmeddelande där det framgick att Allison Kirkby utsetts till bolagets VD.

Disciplinnämnden menar att det inte går att fastställa exakt vid vilken tidpunkt som informationen uppnått specificitetskravet. Istället resonerar Disciplinnämnden om specificitetskravet blivit uppnått före den 23 oktober eller först den 23 oktober. Resonemanget tar utgångspunkt i att enbart det faktum att emittenten utsett Allison Kirkby till huvudkandidat inte ensamt uppfyller kravet på specificitet. Detta på grund av att utfallet vid den tidpunkten förutsätter inte bara emittentens, utan även Allison Kirkbys och tredje mans godkännande. Disciplinnämnden säger däremot att specificitetstidpunkten i ett fall som det aktuella inte ska anses inträffa först när det står helt klart om

kandidaten accepterat anställningsvillkoren eller inte. Disciplinnämnden fortsätter resonemanget genom att beakta det faktum att emittenten före den 23 oktober erbjudit Allison Kirkby tjänsten, varpå hon kontaktat ombud för ändamålet. Därefter har avtal utbytts mellan parterna och diskussioner förts kring avtalsvillkoren och liknande. Dessa diskussioner ansågs som “relativt långt framskridna”, men att Allison Kirkby ännu inte lämnat ett slutligt godkännande. Dessa faktorer menade Disciplinnämnden talade för att det redan före den 23 oktober fanns faktiska utsikter för att Allison Kirkby skulle anställas som ny VD, och att informationen därmed var av specifik natur.

I och med detta fann Disciplinnämnden att bolaget varken offentliggjort eller fattat beslut om uppskjutet offentliggörande i tid. Disciplinnämndens syn på att nyhetsmedier publicerat information om anställningsprocessen framgår inte i avgörandet. Anledningen till detta diskuteras i avsnitt 6.4.3 nedan.

6 Hur insiderinformation ska hanteras

6.1 Artikel 17 MAR

Enligt art 17 MAR uppstår skyldigheten att offentliggöra informationen när samtliga rekvisit i artikel 7 MAR är uppfyllda. När insiderinformation offentliggörs förlorar personer med tillgång eller vetskap om informationen sin möjlighet att utnyttja denna. Offentliggörande är därmed ett mycket effektivt sätt att uppnå MAR:s ändamål.¹³⁴ Skyldigheten att offentliggöra insiderinformation gäller

¹³⁴ Svanberg och Westermarck (2020) 1.3.

för den emittent som informationen rör. Ansvaret för att göra denna bedömning bär emittenten. När en emittent anser att den besitter insiderinformation måste insiderinformationen hanteras genom att antingen offentliggöras eller genom att emittenten beslutar om ett uppskjutet offentliggörande.

I detta avsnitt utreds vilka alternativa tillvägagångssätt som en emittent har att välja mellan. För att en emittent ska vara skyldig att hantera insiderinformation måste emittenten känna till insiderinformationen. Avsnittet inleds därför med en utredning av när en emittent kan tillräknas insiderinformation.

6.2 Tillräknandet av insiderinformation

Insiderinformation som rör en emittent kan uppstå utan emittentens medverkan eller kännedom.¹³⁵ Till exempel uppstår insiderinformation då en budgivare har för avsikt att lämna ett bud på emittenten, men ännu inte har meddelat emittenten. Det går därför inte att kräva av emittenten att offentliggöra all insiderinformation som rör den. Skyldigheten är begränsad till att omfatta endast den insiderinformation som emittenten känner till.¹³⁶ Frågan som därmed ska besvaras är när en emittent anses känna till insiderinformation som den berörs av.

Broneus och Stattin menar att bedömningen av när en emittent anses känna till insiderinformation görs som annat tillräknande i aktiebolagsrätten.¹³⁷ Enligt aktiebolagsrätten tillräknas ett aktiebolag kunskap då en organledamot eller bolagets ombud får information.¹³⁸

¹³⁵ Broneus och Stattin (2022) s. 47

¹³⁶ Hansen (2017) s. 24.

¹³⁷ Broneus och Stattin (2022) s. 47

¹³⁸ Nial (1933) SvJT 1933 s. 61

Om övriga anställda vars uppdrag innebär hantering av insiderinformationsfrågor nås av information, så kan bolaget tillräknas informationen. Detta eftersom uppdraget då innebär att den anställda har en skyldighet att informera bolagets ledning.

Frågan om tillräknande uppställer inget problem vad gäller uppsatsens huvudfrågeställning. Detta eftersom VD tillsätts och avsätts av styrelsen enligt 8 kap. 27 § Aktiebolagslagen (“ABL”). Styrelsens ledamöter är organledamöter, och emittenten tillräknas alltså deras kännedom. Om emittentens VD självmant vill frånträda uppdraget tillräknas emittenten denna kunskap eftersom VD:n, precis som styrelseledamöter, är en organledamot.¹³⁹

6.3 Kompetens att besluta i frågor som rör insiderinformation

När en emittent fått vetskap om information har den att avgöra om informationen utgör insiderinformation, och hur insiderinformationen i så fall ska hanteras. Vem hos emittenten som har kompetens att avgöra detta besvaras på liknande sätt som för tillräknandet av informationen. Om informationen är hänförlig till emittentens förvaltning är det vanligtvis styrelsen som har kompetens att avgöra om det rör sig om insiderinformation eller ej. Är informationen istället hänförlig till den löpande verksamheten är det emittentens VD som fattar beslut.¹⁴⁰ Med tanke på att insiderinformation måste hanteras så snart som möjligt är det värt att nämna att VD enligt 8 kap. 29 § 2 st. får fatta beslut om inte styrelsens beslut kan inhämtas utan dröjsmål. Styrelsen ska då informeras om åtgärden så snart som möjligt.

¹³⁹ Eklund och Stattin (2016) s. 154.

¹⁴⁰ Broneus och Stattin (2022) s. 47.

6.4 Offentliggörande

Enligt artikel 17 MAR ska emittenter så snart som möjligt informera allmänheten om information som direkt berör emittenten.¹⁴¹ Offentliggörandet ska ge allmänheten snabb tillgång till informationen och möjlighet att göra en fullständig och korrekt bedömning. För att uppnå detta får offentliggörandet inte innehålla marknadsföring av emittentens verksamhet, och informationen ska läggas ut och finnas tillgänglig på emittentens webbplats i minst fem år.

Offentliggörandet ska innehålla information som är korrekt, relevant och tydlig för att motverka att allmänheten vilseleds. Informationen ska dessutom vara tillräckligt fullständig för att kunna nyttjas av en förnuftig investerare i dennes investeringsbeslut. Detta betyder att informationen måste vara tillräckligt utförlig och detaljrik för att en investerare ska kunna bedöma hur emittenten eller emittentens finansiella instrument påverkas. Vilken information som ska inkluderas för att offentliggörandet ska anses uppfylla detta måste avgöras i varje enskilt fall.¹⁴² Nasdaq framställer i ett handledningsdokument att utgångspunkt bör tas i informationens kärna, för att därefter avgöra vilka uppgifter som måste inkluderas för att möjliggöra en korrekt och fullständig bedömning. Nasdaq tillhandahåller därefter en lista över vilka uppgifter som kan förväntas i samband med olika typer av offentliggöranden, men påminner om att bedömningen måste göras i varje enskilt fall.¹⁴³

Vidare ska det ur offentliggörandets innehåll tydligt framgå att informationen är insiderinformation, emittentens identitet, identiteten

¹⁴¹ Vad som direkt respektive indirekt rör en emittent presenteras i avsnitt 4.1.4.

¹⁴² Handledning från börserna gällande offentliggörande av insiderinformation (2022) s. 3 f.

¹⁴³ Handledning från börserna gällande offentliggörande av insiderinformation (2022).

för den som anmält offentliggörandet och dennes ställning hos emittenten, ämnet för insiderinformationen, samt datum och tidpunkt då insiderinformationen lämnats för offentliggörande.¹⁴⁴ Offentliggörandet ska utöver detta förses med en MAR-stämpel för att klargöra att offentliggörandet sker i enlighet med MAR.¹⁴⁵

Insiderinformation ska dessutom offentliggöras på ett sätt som gör att hela marknaden har snabb tillgång till informationen, och därmed har möjlighet att göra en fullständig och korrekt bedömning av informationen i rätt tid. På så sätt får offentliggörandet den effekt som avses, eftersom informationen inte längre är exklusiv utan är tillgänglig för alla.¹⁴⁶ För att säkerställa detta och för att samtidigt uppnå enhetlig tillämpning av artikel 17 MAR har ESMA föreslagit vissa tekniska standarder för offentliggörandet av insiderinformation.¹⁴⁷ I artikel 2.1 i Genomförandeförordningen framgår att offentliggörandet ska ske genom tekniska hjälpmedel som garanterar att informationen sprids till en så stor allmänhet som möjligt på ett icke-diskriminerande sätt. Informationen ska dessutom spridas gratis och samtidigt, genom hela europeiska unionen.

I artikel 17.1 MAR framgår även att offentliggörandet, i förekommande fall, ska ske genom den officiellt utsedda mekanism som avses i artikel 21 i rådets direktiv. Den officiellt utsedda mekanismen i Sverige är Finansinspektionens Börsinformationsdatabas.¹⁴⁸

¹⁴⁴ Genomförandedirektivet artikel 2.1 b.

¹⁴⁵ Handledning från börserna gällande offentliggörandet av insiderinformation (2022) s. 7.

¹⁴⁶ Svanberg och Westermark (2020) 2.1.4.1.

¹⁴⁷ Artikel 17.10 MAR.

¹⁴⁸ Finansinspektionen, Börsinformation.

6.4.1 När insiderinformation ska offentliggöras

Insiderinformation som uppstått ska enligt huvudregeln offentliggöras så snart som möjligt, vilket framgår av artikel 17.1 MAR. Formuleringen *så snart som möjligt* har inte utvecklats i EU:s rättskällor.¹⁴⁹ Westermark och Svanberg menar att formuleringen så snart som möjligt valts för att tillåta en viss tid för emittenter att framställa och administrera ett offentliggörande.¹⁵⁰ Denna tid som bör tolereras skiljer sig från fall till fall, och det går inte att ge en allmängiltig tidsram inom vilken ett offentliggörande måste ske. I fall då en för emittenten väntad händelse inträffar ska offentliggörandet ske snabbare eftersom emittenten haft tid att förbereda sig.¹⁵¹ Vid oväntade händelser ges emittenten utrymme för analys och bedömning om huruvida informationen över huvud taget utgör insiderinformation.¹⁵² För detta kan en emittent behöva exempelvis juridisk rådgivning, och ges därför tid för att insamla extern rådgivning.¹⁵³ Emittenten får däremot inte använda denna tid för att ta fram strategier över hur emittenten själv ska använda informationen.¹⁵⁴

För att en emittent ska kunna offentliggöra insiderinformation så snart som möjligt finns det i Emittentregelverket krav på att emittenten har en ändamålsenlig organisation, rutiner och system.¹⁵⁵ Notera att något liknande krav inte finns i MAR, och att MAR i viss mån tar hänsyn till emittentens storlek, erfarenhet och liknande vid bedömning av om

¹⁴⁹ Svanberg och Westermark (2022) 2.1.3.1.

¹⁵⁰ Svanberg och Westermark (2022) 2.1.3.1.

¹⁵¹ Frågor och svar med anledning av implementeringen av MAR, svar 2.8.

¹⁵² ESMA/2016/1130 p. 64-69.

¹⁵³ Se skäl 55 MAR.

¹⁵⁴ Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2017:2 Hexagon.

¹⁵⁵ Nasdaq Stockholms regelverk p. 2.15.3.

offentliggörandet skett så snart som möjligt. Det råder viss osäkerhet kring hur pass omfattande denna hänsyn är. Utgångspunkten är därmed att emittenten alltid ska offentliggöra information så snart som möjligt.

I praktiken förväntas en emittent offentliggöra insiderinformation inom ett antal timmar. Det är endast i undantagsfall tillåtet att vänta över en natt eller till nästa handelsdag med offentliggörandet. Enligt tidigare reglering räckte det att offentliggörandet skedde i god tid före börsens öppning. Sedan MAR trätt i kraft är tidpunkten för offentliggörandet inte bundet av börsens öppettider.¹⁵⁶

6.5 Uppskjutet offentliggörande

I vissa fall kan ett omedelbart offentliggörande få icke önskvärda effekter. Till exempel information om pågående förhandlingar riskera att motparten drar sig ur och affärer går om intet. Regeln motverkar också att ofullständiga uppgifter offentliggörs.¹⁵⁷ Istället för att offentliggöra insiderinformation direkt har emittenten därför en möjlighet att besluta om uppskjutet offentliggörande. Denna möjlighet framgår av artikel 17.4 MAR och innebär att emittenten inte behöver offentliggöra insiderinformationen så snart som möjligt. Regeln är en av de viktigast i MAR och gör det möjligt för emittenter att tillgodose sitt intresse av att slutföra förhandlingar, affärer och liknande utan att uppgifter om dessa blir offentliga.¹⁵⁸

Det bör nämnas att en emittent inte är skyldig att fatta ett beslut om uppskjutet offentliggörande per se. Skyldigheten består i att en

¹⁵⁶ Broneus och Stattin (2022) s. 95 f.

¹⁵⁷ Se avsnitt 2.1. Ofullständig information anses inte utgöra insiderinformation, men om möjligheten till uppskjutet offentliggörande inte fanns skulle emittenter eventuellt offentliggöra även ofullständiga uppgifter för att vara på den säkra sidan.

¹⁵⁸ Broneus och Stattin (2022) s. 113.

emittent som inte offentliggör insiderinformation så snart som möjligt bryter mot reglerna i MAR om ett beslut att skjuta upp insiderinformationen inte fattas.¹⁵⁹

Det är inte helt klart om uppskjutet offentliggörande endast utgör ett undantag från huvudregeln att offentliggöra insiderinformation direkt. Svanberg och Westermark framför att så inte är fallet, och att möjligheten att besluta om uppskjutet offentliggörande ska tolkas extensivt.¹⁶⁰

För att uppskjutet offentliggörande ska vara tillåtet krävs att tre kumulativa rekvisit är uppfyllda från tidpunkten då insiderinformation uppstår, till dess att insiderinformationen offentliggörs. Så fort ett av rekvisiten inte längre är uppfyllda måste emittenten offentliggöra insiderinformationen. Detta innebär att emittenten under tiden för det uppskjutna offentliggörandet måste utvärdera om rekvisiten fortfarande är uppfyllda.¹⁶¹

Rekvisiten i artikel 17.4 är följande;

1. Ett omedelbart offentliggörande skulle sannolikt skada emittentens legitima intressen,
2. det är inte sannolikt att ett uppskjutet offentliggörande vilseleder allmänheten, och
3. Emittenten kan säkerställa att informationen förblir konfidentiell.

Nedan följer en genomgång av rekvisiten för att få skjuta upp offentliggörandet av insiderinformation.

¹⁵⁹ Svanberg och Westermark (2020) 2.1.7.1.

¹⁶⁰ Svanberg och Westermark (2020) 2.1.7.1.

¹⁶¹ ESMA/2015/1455 p. 247 b.

6.5.1 Sannolikt skada emittentens legitima intressen

Det första rekvisitet tar sikte på en central anledning till varför möjligheten till uppskjutet offentliggörande finns, nämligen emittentens möjlighet att tillgodose sina egna intressen. Rekvisitetet utgör således en huvudsaklig del av bedömningen.¹⁶²

Inledningsvis bör en distinktion mellan emittentens legitima och illegitima intressen göras. Vad som utgör legitima intressen framgår någorlunda i skäl 50 i MAR och i riktlinjer som publicerats av ESMA.¹⁶³ Där framgår situationer där en emittents legitima intresse riskerar att skadas av ett offentliggörande. Vid exempelvis avtalsförhandlingar kan emittenten hamna i ett sämre förhandlingsläge, eller till och med äventyra hela förhandlingen om information om förhandlingen offentliggörs. Detta kan vara förhandlingar vid till exempel företagsförvärv, stora orderavtal eller liknande. Även situationer då emittentens ekonomiska bärkraft är hotad, och ett offentliggörande av information om situationen skulle riskera slutförandet av förhandlingar vars syfte är att garantera emittentens ekonomiska fortlevnad är ett exempel på ett legitimt intresse. Ännu ett exempel är immateriella rättigheter som riskerar att gå förlorade om information om vissa produkter eller uppfinningar offentliggörs, vilket kan skada emittentens legitima intresse.¹⁶⁴

Insiderinformation som är negativ för emittenten kan naturligtvis skada emittentens intresse genom att förtroendet för emittenten minskar, vilket kan göra det svårare för emittenten att finansiera sin

¹⁶² Svanberg och Westermark (2020) 2.1.7.4.

¹⁶³ ESMA/2016/1478 s. 3.

¹⁶⁴ ESMA/2016/1478, s. 4 f; Svanberg och Westermark (2020) 2.1.7.4

verksamhet. Detta är däremot inte ett exempel på de legitima intressen som avses.¹⁶⁵

I Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2020:4 ”SAAB” hade SAAB:s VD sagt upp sig under ett möte med emittentens styrelseordförande. Mötet hölls fredag 9 augusti klockan 17:40, och emittenten beslutade direkt att skjuta upp offentliggörandet av informationen. Söndagen den 11 augusti offentliggjordes informationen i ett pressmeddelande, direkt efter att styrelsemöte hållits. Börsen menade att uppsägningen var en ensidig och klar rättshandling som emittenten inte kunde påverka, och att det därför inte fanns några legitima intressen för ett uppskjutet offentliggörande. SAAB besvarade detta och menade att insiderinformationen inte bara bestod av VD:s uppsägning, utan även skälen och omständigheterna kring uppsägningen samt ledningen av emittenten framöver. SAAB menade att man behövde fatta ett antal beslut för att kunna lämna korrekt, relevant och tydlig information.

Disciplinnämnden ansåg att det kan finnas en möjlighet för emittenten att skjuta upp offentliggörande under en begränsad tid. Detta för att emittenten ska ges möjlighet att fatta nödvändiga beslut i frågor som uppstår i samband med VD:s uppsägning. Genom denna möjlighet kan emittenten skydda legitima intressen. En emittent kan alltså skjuta upp offentliggörandet av insiderinformation om en redan inträffad händelse. Tidsrymden för detta är dock begränsad, och ställer krav på att emittenten skyndsamt fattar dessa nödvändiga beslut och därefter offentliggör insiderinformationen.¹⁶⁶ ESMA har uttalat viljan att hitta

¹⁶⁵ Svanberg och Westermark (2020) 2.1.7.4.

¹⁶⁶ Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2020:4 ”SAAB”; Svanberg och Westermark (2020) 2.1.7.4

en ersättare inte utgör ett legitimt intresse för att besluta om uppskjutet offentliggörande av insiderinformation om nuvarande VD:s avgång.¹⁶⁷

6.5.2 Sannolikt inte vilseleder allmänheten

Rekvisitet syftar till att ta allmänhetens förtroende i beaktning, vilket är ett av MAR:s huvudsakliga syften.¹⁶⁸

Eftersom insiderinformation är sådan information som en förnuftig investerare skulle nyttja vid ett investeringsbeslut, kan det hävdas att uppskjutet offentliggörande alltid vilseleder allmänheten.¹⁶⁹ Detta påstående är förvisso sant. Bestämmelsen i artikel 17.4 b tar däremot sikte på när vilseledandet uppstår på grund av att den nya informationen inte stämmer överens med tidigare förmedlad information som legat till grund för marknads uppfattning eller förväntningar.¹⁷⁰ I ESMA:s riktlinjer presenteras därför vissa situationer där ett uppskjutet offentliggörande sannolikt riskerar att vilseleda marknaden. Dessa situationer är då informationen avviker från tidigare offentliggjord information, och information om att vissa mål eller förväntningar inte kommer nås.¹⁷¹ När en emittent offentliggör så kallade vinstvarningar¹⁷² och omvända vinstvarningar¹⁷³ är ett tydligt exempel på hur en emittent kan korrigera allmänhetens uppfattning eller förväntningar för att inte vilseleda allmänheten.

¹⁶⁷ ESMA/2016/1130 p. 126.

¹⁶⁸ MAR skäl 2.

¹⁶⁹ Mock och Ventrizzo (2017) s. 376.

¹⁷⁰ Mock och Ventrizzo (2017) s. 376 f; Svanberg och Westermark 2.1.7.5.

¹⁷¹ ESMA/2016/1478, s. 5 f.

¹⁷² När emittentens resultat är sämre än väntat.

¹⁷³ När emittentens resultat är bättre än väntat.

Det är inte enbart tidigare offentliggöranden från emittenten som kan ligga till grund för marknads uppfattning eller förväntningar. ESMA har i sina riktlinjer framfört att marknads uppfattning eller förväntningar i vissa fall kan grunda sig på rådande konsensus bland finansiella analytiker.¹⁷⁴ Information som går eller motbevisar denna entydiga uppfattning riskerar att vilseleda allmänheten om den inte offentliggörs. Huruvida detta ska anses ingå i begreppet marknads förväntningar är oklart.¹⁷⁵

Sammanfattningsvis kan sägas att information som motbevisar allmänhetens uppfattning eller förväntningar av emittenten anses vilseleda allmänheten om den inte offentliggörs direkt. Detta förutsatt att allmänhetens uppfattning eller förväntningar grundar sig på information som emittenten tidigare offentliggjort. Det kan i vissa fall räcka att det finns en stark entydig uppfattning på marknaden, men regeln tar främst sikte på tidigare kommunikation från emittenten. Emittenten ska i dessa situationer korrigera allmänhetens uppfattning eller förväntningar utan dröjsmål.

6.5.3 Bevarad konfidentialitet

Slutligen måste emittenten kunna säkerställa att insiderinformationen förblir konfidentiell. För att se till att informationen förblir konfidentiell ska emittenter vid beslut om uppskjutet offentliggörande kontrollera tillgången till informationen och kunna bevara bevis om:

- 1) De interna informationshinder som upprättats för att förhindra tillgång till insiderinformationen för tredje part och för andra personer än de som har behov av det på grund av sin tjänst

¹⁷⁴ ESMA/2016/1130 p. 84

¹⁷⁵ Svanberg och Westermarck (2020) 2.1.7.5.

2) De system som upprättats för att offentliggöra insiderinformationen så fort konfidentialiteten inte längre är garanterad.

Detta framgår av kommissionens genomförandeförordning (EU) 2016/1055¹⁷⁶ ("Genomförandeförordningen") och även i artikel 18.2 MAR.

Om en emittent inte längre kan säkerställa informationens konfidentialitet är den skyldigt att så snart som möjligt offentliggöra informationen. Detta eftersom en emittents möjlighet att skjuta upp offentliggörandet upphör så fort ett eller flera av rekvisiten i artikel 17.4 MAR inte längre är uppfyllt. För att beskriva situationen då insiderinformation når marknaden utan ett offentliggörande används begreppet *läckage*. Läckage förutsätter att insiderinformationen härrör från emittentens kontrollsfär.¹⁷⁷ Enligt första stycket i artikel 17.7 MAR stadgas att informationen som skjutits upp i enlighet med artikel 17.4 ska offentliggöras om dess konfidentialitet inte längre kan säkerställas.¹⁷⁸ I artikelns andra stycke framgår att detta även gäller vid situationer då informationen blir föremål för ryktesspridning, och ryktet är tillräckligt tydligt för att informationens konfidentialitet inte längre kan säkerställas. Rykte beskriver den situation då insiderinformation florerar på marknaden, utan att det rör sig om ett läckage. Det är i verkligheten svårt att fastställa om ryktet grundats på ett läckage eller om det grundar sig på kvalificerade gissningar eller liknande.¹⁷⁹ Enligt ESMA spelar det inte någon roll var ryktet kommer ifrån, och ryktet behöver således inte bero på en läcka hos emittenten

¹⁷⁶ Kommissionens genomförandeförordning (EU) 2016/1055 av den 29 juni 2016 om fastställande av tekniska standarder vad gäller de tekniska villkoren för lämpligt offentliggörande av insiderinformation och för uppskjutande av offentliggörandet av insiderinformation i enlighet med Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014.

¹⁷⁷ Broneus och Stattin (2022) s. 132.

¹⁷⁸ Svanberg och Westermark (2020) 2.1.8.

¹⁷⁹ Broneus och Stattin (2022) s. 137 f.

för att skyldigheten för emittenten att offentliggöra insiderinformationen ska inträda.¹⁸⁰

Detaljnivån som krävs för att ryktet ska anses ha någon substans eller bäring är inte särskilt hög. Däremot är en emittent inte skyldig att agera på vilka rykten som helst.¹⁸¹ Ytterligare vägledning vad gäller ett ryktes tydlighet saknas. Svanberg och Westermark menar därför att en bedömning av ryktets tydlighet ska beakta relevanta omständigheterna i det enskilda fallet för att utreda om ryktet ger upphov till en tillräckligt stark presumtion för att informationen har läckt.¹⁸²

Artikel 17.7 MAR blir framförallt aktuell då läckage eller ryktesspridning är så pass omfattande att insiderinformationen tappar sin status som insiderinformation. Artikel 17.7 MAR innebär i det fallet en skyldighet att offentliggöra informationen, trots att informationen inte längre uppfyller rekvisiten i artikel 7 MAR. I de flesta fall grundar sig dock skyldigheten att offentliggöra insiderinformation efter läckage och ryktesspridning på artikel 17.4 och 17.1 MAR.¹⁸³

I Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2020:5 "Telia" hade information om rekryteringen av bolagets nya VD publicerats i media. Börsen menade att detta visade att insiderinformationens konfidentialitet inte längre var säkerställd. Disciplinnämnden kommenterade däremot inte det faktum att insiderinformationen florerade på marknaden, information som i efterhand visade sig stämma. Anledningen till detta bör vara att emittenten varken fattat beslut om uppskjutet offentliggörande eller offentliggjort

¹⁸⁰ ESMA/2015/1455 s. 53.

¹⁸¹ CESR/06-562b p. 1.5

¹⁸² Svanberg och Westermark (2020) 2.1.8.

¹⁸³ Westermark och Svanbrg (2020) 2.1.8.

insiderinformationen. Emittenten hade alltså agerat i strid med reglerna redan i ett tidigare led, varpå överträdelser av artikel 17.4 och artikel 17.7 lämnades utan kommentar.

6.5.4 Dokumentation

Uppskjutet offentliggörande ska dokumenteras och rapporteras till Finansinspektionen så fort informationen slutligen offentliggörs, vilket framgår av artikel 4.1 Genomförandeförordningen. Emittenten ska med hjälp av tekniska hjälpmedel dokumentera viktiga datum och tidpunkter, identiteten på personerna hos emittenten som ansvarar för hanterande av insiderinformationen, samt bevis om att rekvisiten i artikel 17.4 var uppfyllda både när beslut att skjuta upp offentliggörandet fattades samt under perioden fram till offentliggörandet.¹⁸⁴

6.6 Sammanfattning

För att summera kapitlet så är det tydligt att emittenten har en skyldighet att agera när insiderinformation uppstår. Denna skyldighet uppstår när emittenten får vetskap om insiderinformationen. Passivitet är inte ett alternativ, utan en emittent måste så snart som möjligt ta ställning till insiderinformationen genom att antingen offentliggöra den eller fatta ett beslut om att skjuta upp offentliggörandet. För att kunna besluta om uppskjutet offentliggörande krävs att ett omedelbart offentliggörande sannolikt skadar emittentens legitima intresse, att de inte vilseleder allmänheten, och att insiderinformationen förblir konfidentiell. Så fort ett av dessa krav inte längre är uppfyllt är emittenten skyldig att offentliggöra insiderinformationen.

¹⁸⁴ Svanberg och Westermarck (2020) 2.1.7.3

7 Slutsatser

7.1 Inledning

Följande avsnitt avser att besvara uppsatsens frågeställning och kommer därför att presentera och diskutera reglerna om insiderinformation och emittenters skyldighet att hantera insiderinformation i samband med byte av VD. Notera att diskussionen fokuserar på just posten VD, men att det som sägs i viss mån gäller även andra ledande befattningshavare.

Avsnittet inleds med en diskussion kring när under processen som insiderinformation uppstår. Diskussionen fokuserar därefter på hur informationen som uppstår i samband med ett byte av VD ska hanteras av en emittent.

7.2 När förändring av VD i ett börsbolag övergår från information till insiderinformation

Processen för att tillsätta eller avsätta en emittents VD består av flera steg, där slutresultatet är att befintlig VD ersätts med en ny. För att avgöra om ett av dessa mellanliggande steg i en över tiden pågående process utgör insiderinformation måste varje steg i processen enskilt genomgå en prövning av rekvisiten i artikel 7.1 MAR. Eftersom processen för att tillsätta en ny VD skiljer sig från den för avsättandet av den gamla VD förs en diskussion för respektive process. Eftersom insiderinformation ska meddelas så snart som möjligt finns det anledning att ta reda på när insiderinformation kan anses uppstå som

tidigast. Prövningen av de enskilda stegen görs därför i kronologisk ordning.¹⁸⁵

7.2.1 Specificitetskravet

Diskussionen om när insiderinformation anses uppstå i samband med byte av VD bör inledas med en diskussion kring informationens specificitet. Ur artikel 7.2 framgår att information är av specifik natur om den avser (1) omständighet eller händelse som har eller kan förväntas inträffa och (2) är tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om dess potentiella effekt på priset på det finansiella instrumentet. Först ska en prövning av det första rekvisitet genomföras. Efter genomförandet av rimlighetstestet diskuteras specificitetskravets andra underrekvisit.

Diskussionen avser en händelse som kan förväntas inträffa, och som alltså ännu inte inträffat. För att avgöra hur pass rimligt det är att den avsedda händelsen ska inträffa genomförs rimlighetstestet. Slutsatsen från avsnitt 4.2.4 är att det räcker att det finns faktiska utsikter för det specifika utfallet, vilket i detta fall är att VD avsätts eller tillsätts.

7.2.1.1 Rimlighetstestet vid avsättande av VD

För att avgöra om det finns faktiska utsikter för att VD ska avgå måste man beakta vad som krävs för att det ska ske. Att som VD säga upp sitt anställningsavtal eller uppdragsavtal är relativt lätt, och är ett ensidigt beslut.¹⁸⁶ Att det ska finnas faktisk utsikt för detta utfall är således enkelt, och det räcker med VD:s vilja. Uppmärksamhet bör

¹⁸⁵ Se avsnitt 5.2.1.

¹⁸⁶ I relation till reglerna om uppsägning i LAS.

därmed riktas mot tillfället då en VD bestämmer sig för att säga upp sitt anställningsavtal.

Denna vilja måste nå en viss nivå av verklighetsförankring för att kravet på rimlighet ska vara uppfyllt. Genom hänvisning till avsnittet om tillräknande av kunskap skulle man kunna hävda att en emittent har kunskap om att dess VD vill avgå så fort idén uppstår i dennes huvud. En sådan tolkning uppställer däremot en stor mängd problem avseende bevisföring och liknande, och det är troligtvis inte så regeln är avsedd att fungera. Enligt min uppfattning måste istället tanken att säga upp sitt anställningsavtal konkretiseras genom att den yttras till en annan person hos emittenten. Först då blir viljan konkret till den nivån att det finns faktiska utsikter för utfallet. Uttrycket av viljan måste dock formuleras och kommuniceras på ett tillräckligt specifikt sätt. Detta kan exempelvis ske genom ett möte med någon vars kännedom kan tillräknas emittenten, till exempel en styrelseledamot. Det räcker alltså inte att VD löst diskuterar en eventuell avgång i fikarummet med kollegor som inte har i uppgift att hantera insiderinformation.¹⁸⁷ Det är vid detta skede viktigt att avgöra om VD då bestämt sig för att avgå tjänsten, eller endast övervägt det. Först när det finns konkreta tecken för att det inte längre rör sig om överväganden kan insiderinformation uppstå, vilket i beslut 2017:06 "SEB" ansågs vara när det beslutades att kalla till ett extrainsatt styrelsemöte. Vid det extrainsatta styrelsemötet lämnade VD in sin formella uppsägning. Det avgörande är alltså när det konkret går att visa på att det finns faktiska utsikter för att VD avsätts. Det tydligaste och troligtvis även det vanligaste sättet detta påvisas är vid kontakt med styrelsen.

¹⁸⁷ Se avsnitt 6.2

Om det istället är emittenten som vill avsätta nuvarande VD är situationen något annorlunda. Beslut att avsätta en VD fattas av styrelsen. Emittenten har i denna situation full kontroll över processen och dess utfall. Villkoren för avsättandet regleras i anställningsavtalet och precis som när VD självmant vill avgå är beslutet ensidigt och kräver inte en överenskommelse. Att genomföra ett rimlighetsstest för att besvara om det finns faktiska utsikter för att styrelsen ska avsätta VD förefaller ologiskt. Av allt att döma så uppstår insiderinformationen när styrelsen fattar beslut om att säga upp VD. Självklart föregås detta beslut av diskussioner, men min bedömning är att dessa diskussioner inte utgör insiderinformation. Anledningen till detta är att diskussionerna troligtvis inte når den nivån av konkretisering som krävs. Troligtvis nås denna nivå av konkretisering först när styrelsen lägger fram förslaget att avsätta VD till votering.

När ett beslut väl fattats utgör information om beslutet insiderinformation om ett mellanliggande steg i en över tiden pågående process fram till att VD meddelas om beslutet. När VD väl informeras om beslutet utgörs insiderinformationen inte längre av ett mellanliggande steg i en process, eftersom processen är färdig och händelsen har inträffat.

Det saknas vägledande avgöranden för när insiderinformation anses uppstå i samband med att styrelsen avsätter bolagets VD. Det går därför inte lämna något definitivt svar. Diskussionen som förts ovan grundas på hur EU-domstolen och Disciplinnämnden resonerat i andra situationer.

7.2.1.2 Rimlighetstestet vid tillsättande av VD

Det är främst vid bedömningen av den faktiska utsikten för det specifika utfallet som processen för tillsättande skiljer sig från den för avsättande. Detta på grund av att processens utfall är beroende av även externa viljor, eftersom emittenten måste komma överens med andra parter.

Vid avsättande har emittenten full kontroll över hela förfarandet i den meningen att anställningsavtalet kan sägas upp ensidigt både från emittenten och från VD:s sida. Dessutom finns det betydligt färre alternativa utfall. Antingen avsätts VD, eller så stannar VD. Tillsättande av en ny VD skiljer sig därmed eftersom kandidater och deras nuvarande arbetsgivare är en extern kraft som har möjlighet att påverka utfallet. På så sätt är de faktiska utsikterna för utfallet inte lika klara. De alternativa utfallen är betydligt fler, exempelvis kan rekryteringsprocessen involvera flera kandidater. Dessutom föregås ett anställningsavtal alltid av förhandlingar mellan emittenten och kandidaten och även mellan kandidaten och dess befintliga arbetsgivare. Det är till exempel inte ovanligt med konkurrensklausuler i anställningsavtal för en VD.

Med andra ord kan processen, och även kontrollen över utfallet, vid avsättande beskrivas som intern, medan processen för tillsättande kan beskrivas som extern. Detta förklarar varför insiderinformation uppstår i ett senare skede vid tillsättande av VD än vid avsättande. Det borde därför inte räcka att det förs diskussioner om att eventuellt ersätta nuvarande VD under ett styrelsemöte för att insiderinformation ska uppstå.

Detta synsätt har stöd i Disciplinnämndens uttalande i beslut 2022:05 "Telia" där man menade att uppgifterna var av tillräckligt specifik natur som tidigast då avtalsförslag utbyttes, men att det inte säkert går att fastställa vid vilken tidpunkt insiderinformationen uppstår. Detta eftersom de faktiska utsikterna för utfallet är beroende av avtal mellan emittent och kandidaten, och även godkännande av tredje man i form av kandidatens nuvarande arbetsgivare. Trots att utfallet är beroende av yttre faktorer ska inte insiderinformation anses uppstå först när det står helt klart huruvida kandidaten och dennes arbetsgivare godkänner villkoren eller inte. För att avgöra när insiderinformationen uppstår ska en bedömning beakta vilka faktorer som talar för respektive emot att kandidaten faktiskt kommer acceptera villkoren. I målet hade kandidaten bland annat anlitat ett ombud, avtal hade utbytt och det fördes diskussioner som ansågs vara relativt långt framskridna. Det finns i sammanhanget anledning att påminna om att det inte krävs en viss sannolikhet för det potentiella utfallet, det räcker att det finns faktiska utsikter.

7.2.2 Specificitetskravets andra underrekvisit

Det andra underrekvisitet för specificitet är att informationen är tillräckligt specifik för att det ska vara möjligt att dra slutsatser om dess effekt på priset på det finansiella instrumentet. Det krävs inte att det ska vara möjligt att dra slutsatser om effektens riktning.¹⁸⁸ Informationen behöver inte heller leda till en faktisk kursrörelse.

¹⁸⁸ Se avsnitt 4.2.5.

7.3 Övriga rekvisit

Resterande rekvisit som ska vara uppfyllda för att information ska anses vara insiderinformation är att informationen inte ska vara offentliggjord och att uppgifterna ska vara hänförliga till en emittent.

Att avgöra om informationen offentliggjorts av emittenten är lätt. Det räcker att undersöka om emittenten genom de formkrav som uppställs offentliggjort informationen. Insiderinformation kan även offentliggöras av tredje man, vilket i detta fall kan vara exempelvis kandidaten eller kandidatens nuvarande arbetsgivare. Insiderinformationen tappar då sin karaktär av insiderinformation. För att avgöra om information om processen är offentliggjord av tredje man eller inte ska hänsyn tas till informationens tillgänglighet. Information som är allmänt tillgänglig ska anses vara offentliggjord. Det kan i vissa fall vara relevant att även beakta informationens spridning.

Att uppgifterna är hänförliga till en emittent är självklart eftersom det är en förändring i emittentens ledning. Förändringar i bolagsledning är sådan information som direkt berör en emittent enligt vägledning från CESR.¹⁸⁹

7.3 Hur insiderinformation som uppstår i samband med byte av VD ska hanteras

När en emittent anser att insiderinformation uppstått är den skyldig att agera. Emittentens alternativ är att offentliggöra insiderinformationen eller fatta beslut om uppskjutet offentliggörande. Hur en emittent bör

¹⁸⁹ Se avsnitt 4.4.

agera beror till viss del av om insiderinformationen avser en inträffad händelse eller ett mellanliggande steg i en över tiden pågående process.

För inträffade händelser tycks utgångspunkten vara att insiderinformationen ska offentliggöras så snart som möjligt. Anledningen till detta är att ett uppskjutet offentliggörande är svårmotiverat. För att ett uppskjutet offentliggörande ska vara tillåtet krävs det att ett för emittenten legitimt intresse riskerar att skadas av ett offentliggörande, att ett uppskjutet offentliggörande inte riskerar att vilseleda allmänheten och att informationens konfidentialitet kan säkerställas.

Det finns ett visst utrymme för att skjuta upp offentliggörandet vid redan inträffade händelser. I Disciplinnämndens beslut 2020:4 "SAAB" gavs emittenten utrymme för att fatta vissa nödvändiga beslut i frågor som uppstått i samband med händelsen, dock endast under begränsad tid.¹⁹⁰ Emittenten måste därför skyndsamt agera för att skydda det legitima intresse som motiverat det uppskjutna offentliggörandet. Naturligtvis ska de övriga rekvisiten vara uppfyllda. ESMA har uttalat att en emittent inte tillåts vänta med att offentliggöra insiderinformation rörande en VD:s avgång till dess att en ny VD utsetts. Att hitta en efterträdare är alltså inte ett sådant legitimt intresse som krävs för ett uppskjutet offentliggörande.

Om insiderinformationen som uppstått istället avser ett mellanliggande steg i en process bör utgångspunkten vara att fatta beslut om ett uppskjutet offentliggörande. Ett uppskjutet offentliggörande gynnar i det fallet både emittentens och allmänhetens intresse.

¹⁹⁰ Se avsnitt 6.4.1.

Emittentens intresse gynnas eftersom processen inte riskerar att gå om intet på grund av offentliggörande. Både emittenten och kandidaten kan påverkas negativt om processen blir offentlig. Till exempel så kan emittentens förhandlingsläge försämrats och kandidaten riskerar att framstå som illojal mot sin befintliga arbetsgivare. Emittenten har ett legitimt intresse av att slutföra förhandlingar, vilket är ett krav för att få skjuta upp offentliggörandet.

Information om potentiella händelser och information om mellanliggande steg kan i många fall vara föremål för betydande osäkerhet. Ett uppskjutet offentliggörande kan därför vara mer ändamålsenligt än ett direkt offentliggörande eftersom emittenten då ges möjlighet att i ett senare skede lämna korrekt, specifik och säker information till marknaden. Detta talar även för att allmänheten inte riskerar att vilseledas av ett uppskjutet offentliggörande, utan snarare riskerar att vilseledas av ett för tidigt offentliggörande.

Insiderinformation kan i ett senare skede av olika anledningar visa sig vara felaktigt. Detta gäller både när informationen offentliggörs direkt och när den är föremål för uppskjutet offentliggörande. Informationen kan brista i att uppfylla kraven för att karaktäriseras som insiderinformation på grund av att man överskattat dess betydelse eller omfattning. Informationen kan även brista om processen inte får det utfall emittenten önskat. Något som uppsatsen inte lyckats kartlägga är vilka negativa konsekvenser detta får för emittenten. Att som emittent tidigt i en process fatta beslut om uppskjutet offentliggörande framstår som relativt riskfritt. En konsekvens är att sådana beslut är resurskrävande och att emittenten förlorar tid och pengar på att ständigt helgardera sig. Det är oklart hur stort problem detta är i

verkligheten, och det vore intressant att se vad kostnaden för informationsgivning är.

7.4 Sammanfattning

För att återgå till uppsatsens frågeställning och lämna ett slutligt svar; Information om ett byte av en emittents VD utgör med största sannolikhet insiderinformation. Insiderinformationen uppstår så fort det finns faktiska utsikter för att bytet kommer ske. Det finns särskilda tidpunkter och händelser i processen för bytet som beaktas för att avgöra när faktiska utsikter uppstår. Min uppfattning är att mellanliggande steg i en över tiden pågående process utgör insiderinformation tidigare än vad många tror.

När insiderinformationen uppstått ska den hanteras genom aktivt handlande. Emittenten får inte vara passiv och måste antingen offentliggöra insiderinformationen så snart som möjligt eller fatta ett beslut om att skjuta upp offentliggörandet. När insiderinformationen avser en inträffad händelse är det bästa alternativet att offentliggöra insiderinformationen direkt. När insiderinformationen avser en potentiell händelse eller ett mellanliggande steg i en över tiden pågående process gör emittenten bäst i att fatta beslut om uppskjutet offentliggörande. På så sätt kan emittenten tillgodose sitt intresse av förverkliga händelsen eller processen, och därefter tillgodose marknadens intresse genom att offentliggöra insiderinformation på ett korrekt, specifikt och säkert sätt.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Sverige

Proposition 1990/91:42 Om insiderhandel.

Europeiska Unionen

Kommissionen

COM (1999) 232 Commission Communication, Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan [Cit. **FSAP (1999)**]

CESR

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

ESMA

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

ESMA/2016/1130, 2016-07-13, Final report – Guidelines on the Market Abuse Regulation – market surroundings and dealy of disclosure of inside information. [Cit. **ESMA/2016/1130**]

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

ESMA70-156-2391, 2020-09-24, MAR Review Report. [Cit. **ESMA70-156-2391**]

Elektroniska källor

Finansinspektionen, Börsinformation - Flaggingar, finansiella rapporter och annan information om emittenter. (Senast granskad 2021-01-27) < <https://www.fi.se/sv/vara-register/borsinformation/> > (hämtad 2023-04-18)

Nasdaq, 'European surveillance annual report 2022' < <https://www.nasdaq.com/solutions/annual-quarterly-surveillance-reports> > (hämtad 2023-05-20)

Telia Company, 'Annual and sustainability report 2022' < <https://www.teliacompany.com/sv/investerare/ars-och-hallbarhetsredovisning> > (hämtad 2023-05-20)

Litteratur

Afrell, Lars (2021), 'Regelstrukturen på värdepappersmarknaden', i: Sevenius, Robert, och Örtengren, Torsten (red.), *Börsrätt*. 5 uppl., Studentlitteratur, Lund, s. 73–90 [Cit. **Afrell (2021)**]

Anjou, Mattias (2021), 'Tillsynen över värdepappersmarknaden', i: Sevenius, Robert, och Örtengren, Torsten (red.), *Börsrätt*. 5 uppl., Studentlitteratur, Lund, s. 117–128 [Cit. **Anjou (2021)**]

Broneus, Sandra & Stattin, Daniel (2022). *Marknadsinformation och marknadsmissbruk*. Stockholm: Norstedts juridik. [Cit. **Broneus och Stattin (2022)**]

Eklund, Karin och Stattin, Daniel (2020), *Aktiebolagsrätt och Aktiemarknadsrätt*. 3 uppl., Iustus Förlag, Uppsala. [Cit. **Eklund och Stattin (2020)**]

Lau Hansen, Jesper (2017), *Issuers' duty to disclose inside information*, ERA Forum: Journal of the Academy of European Law. Volym 18, utgåva 1. Springer s. 21–39. [Cit. **Hansen (2017)**]

Hettne, Jörgen och Otken-Eriksson, Ida (red.), (2011). *EU-rättslig metod: teori och genomslag i svensk rättstillämpning*, 2 uppl., Nordstedts juridik, Stockholm. [Cit. **Hettne och Otken-Eriksson (2011)**]

Kleineman, Jan (2018), 'Rättsdogmatisk metod' i: Nääv, Maria & Zamboni, Mauro, 'Juridisk metodlära', 2 uppl., Studentlitteratur, Lund, s. 21–46 [Cit. **Kleineman (2018)**]

Lindskog, Stefan (2021), 'I gränslandet mellan aktiebolagsrätt och börsrätt', i: Sevenius, Robert, och Örtengren, Torsten (red.), *Börsrätt*. 5 uppl. Studentlitteratur, Lund, s. 45-59 [Cit. **Lindskog (2021)**]

Nial, Håkan *God tro hos aktiebolag, ond tro hos styrelseledamot*, SvJT 1933. s. 61. [Cit. **Nial (1933)**]

Schmauch, Magnus (2022), *EU:s marknadsmissbruksförordning m.m.: en kommentar*. Norstedts Juridik, Stockholm. [Cit. **Schmauch (2022)**]

Sevenius, Robert, och Örtengren, Torsten (2021), 'Introduktion', i: Sevenius, Robert, och Örtengren, Torsten (red.), *Börsrätt*. 5 uppl., Studentlitteratur, Lund, s. 27–44 [Cit. **Sevenius och Örtengren (2021)**]

Stattin, Daniel (2020). *Takeover: om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*. 3 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm [Cit. **Stattin (2020)**]

Veil, Rüdiger (red.) (2017), *European Capital Markets Law*. 2 uppl., Hart Publishing, London. [Cit. **Veil (2017)**]

Svanberg, Ola och Westermark, Dennis (2019), *Europaparlamentets och Rådets förordning (EU) nr 596/2014 Artikel 7 – Insiderinformation*. Lexino 2019-09-18 (JUNO). [Cit. **Svanberg och Westermark (2019)**]

Svanberg, Ola och Westermark, Dennis (2019), *Europaparlamentets och Rådets förordning (EU) nr 596/2014 Artikel 17 – Offentliggörande av insiderinformation*. Lexino 2020-10-05 (JUNO). [Cit. **Svanberg och Westermark (2020)**]

Söderström, Rebecca (2019). *Kapitalmarknadsrätt*. 2 uppl., Iustus förlag, Uppsala. [Cit. **Söderström (2019)**]

Ventoruzzo, Marco & Mock, Sebastian (2017), *Market abuse regulation: commentary and annotated guide*, Oxford University Press, Oxford, United Kingdom, [Cit. **Mock och Ventoruzzo (2017)**]

Örtengren, Torsten (2021), 'Noterade bolags informationsplikt', i: Sevenius, Robert och Örtengren, Torsten (red.), *Börsrätt*. 5 uppl., Studentlitteratur, Lund, s. 193–208. [Cit. **Örtengren (2021)**]

Rättsfallsförteckning

EU-domstolsavgöranden

C-628/13 *Jean-Bernard Lafonta mot Autorité des marchés financiers*,

EU:C:2015:162

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

Svenska domstolsavgöranden

NJA 2008 s. 292

Svea hovrätt, mål B 2436-17

Kammarrätten i Stockholm, mål nr. 4468–19

Kammarrätten i Stockholm, mål 315–16

Förvaltningsrätten i Stockholm, mål nr. 6092–21

Förvaltningsrätten i Stockholm, mål nr. 13650–18

Utländska domstolsavgöranden

Storbritannien

Upper Tribunal, 'Ian Charles Hannam v. The Financial Conduct Authority (FCA)', [2014] UKUT 0233 (TCC)

Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm

Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2016:2 PA Resources

Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2017:2 Hexagon

Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2017:04 GomSpace

Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2017:6 SEB

Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2018:7 Oscar Properties

Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2019:01 Cyxone

Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2019:3 Precise
Biometrics

Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2020:4 SAAB

Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2022:6 Telia