



JURIDISKA FAKULTETEN

vid Lunds universitet

Melina Trydegård

# Insiderinformation och nyhetskanalers rapportering om emittenter

*En utredning av definitionen och hanteringen av insiderinformation i MAR*

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet  
30 högskolepoäng

Handledare: Katarina Olsson

Termin för examen: Period 1 VT2021

# Innehåll

<b>SUMMARY</b>	<b>1</b>
<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>2</b>
<b>FÖRORD</b>	<b>3</b>
<b>FÖRKORTNINGAR</b>	<b>4</b>
<b>1 INLEDNING</b>	<b>6</b>
1.1 Bakgrund	6
1.2 Syfte och frågeställningar	8
1.3 Avgränsningar	9
1.4 Metod och perspektiv	10
1.5 Material	11
1.6 Disposition	13
<b>2 REGELVERKET PÅ OMRÅDET</b>	<b>14</b>
2.1 Inledning	14
2.2 Regelverkets framväxt	14
2.3 Gällande regelverk	16
2.4 MAR:s bakomliggande ändamål	18
<b>3 DEFINITIONEN AV INSIDERINFORMATION I MAR</b>	<b>19</b>
3.1 Inledning	19
3.2 Rekvisit 1 – Informationen är av specifik natur	20
3.2.1 Inledning	20
3.2.2 Skillnaden mellan begreppen <i>omständigheter</i> och <i>en händelse</i>	20
3.2.3 Beviskrav och förväntans-/rimlighetstestet	22
3.2.4 Potentiell effekt på priserna	25
3.2.5 Mellanliggande steg i en över tiden pågående process	28
3.3 Rekvisit 2 – Informationen är ej offentliggjord	29
3.4 Rekvisit 3 – Informationen hänför sig till en eller flera emittenter eller ett eller flera finansiella instrument	30
3.5 Rekvisit 4 – Informationen skulle sannolikt ha en väsentlig inverkan på priset	31

3.5.1	Inledning	31
3.5.2	Vem är den förnuftiga investeraren?	32
3.5.3	Vilken information skulle en förnuftig investerare beakta?	32
<b>3.6</b>	<b>ESMA:s utvärdering av MAR</b>	<b>37</b>
<b>4</b>	<b>SKYLDIGHETER OCH FÖRBUD I MAR</b>	<b>40</b>
<b>4.1</b>	<b>Inledning</b>	<b>40</b>
<b>4.2</b>	<b>Offentliggörande av insiderinformation</b>	<b>41</b>
4.2.1	Inledning	41
4.2.2	När ska offentliggörandet genomföras?	42
4.2.3	Vad ska offentliggöras?	43
4.2.4	Hur och var ska offentliggörandet genomföras?	44
4.2.5	Möjligheten att skjuta upp ett offentliggörande	46
<b>4.3</b>	<b>Förbudet mot insiderhandel</b>	<b>49</b>
4.3.1	Allmänna definitionen av förbudet	49
4.3.2	Att rekommendera eller förmå någon	50
4.3.3	Vem omfattas av förbudet?	51
4.3.4	Legitima beteenden	51
<b>4.4</b>	<b>Förbudet mot olagligt röjande av insiderinformation</b>	<b>53</b>
4.4.1	Definitionen av förbudet	53
4.4.2	Journalistiska ändamål eller andra uttrycksformer i medierna	54
<b>4.5</b>	<b>Skyldighet att föra insiderförteckning</b>	<b>55</b>
<b>5</b>	<b>INFORMATION I NYHETSKANALER SOM BERÖR EMITTENTER</b>	<b>56</b>
<b>5.1</b>	<b>Inledning</b>	<b>56</b>
<b>5.2</b>	<b>Swedbank-fallet</b>	<b>56</b>
5.2.1	Bakgrund	56
5.2.2	Beslut 2021:03 av disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm	58
<b>5.3</b>	<b>Begäran av förhandsavgörande i mål C-302/20</b>	<b>59</b>
5.3.1	Bakgrund	59
5.3.2	Tolkningsfrågorna	60
<b>6</b>	<b>ANALYS</b>	<b>64</b>
<b>6.1</b>	<b>Vad innebär definitionen av insiderinformation i MAR?</b>	<b>64</b>
<b>6.2</b>	<b>Kan information om en kommande publicering eller sändning i en nyhetskanal, som berör en emittent, utgöra insiderinformation?</b>	<b>71</b>
<b>6.3</b>	<b>Vilka bestämmelser i MAR kan aktualiseras?</b>	<b>75</b>
<b>7</b>	<b>AVSLUTANDE KOMMENTARER</b>	<b>79</b>

<b>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</b>	<b>80</b>
<b>RÄTTSFALLSFÖRTECKNING</b>	<b>84</b>

# Summary

The EU Market Abuse Regulation, MAR, entered into force in July 2016 and is a central framework in the field of stock-market law. The regulation provides a uniform definition of the concept of inside information that has a significant role in both the application and understanding of several provisions in the regulation. These aim to create transparency in the market, as well as to combat various types of market abuse.

Available information on issuers is closely linked to the pricing of financial instruments in securities markets. When news media publish or broadcast information regarding issuers, the consequence may be that the share values of the concerned issuers are being significantly affected. The purpose of this master thesis has been to investigate the definition of inside information in MAR and whether information about an upcoming publication or broadcast in news media, concerning an issuer, can be inside information. Furthermore, the purpose has been to investigate which possible provisions in MAR that can be actualized. A legal analytical method and an EU legal perspective have been used.

The definition of inside information consists of four independent and cumulative conditions that must be assessed in the light of the circumstances of the individual case. MAR stipulates an obligation for issuers to disclose inside information and to draw up an insider list. Furthermore, there is a prohibition of unlawful disclosure of inside information and on insider dealing. It is not entirely clear whether information about an upcoming publication or broadcast in a news channel can be inside information – at least not when the content of it itself is not considered to be inside information. As ESMA states in the report from 2020 about MAR, it would be appropriate to clarify certain parts of the current definition in order to have a consistent interpretation established at an EU-level and to increase the predictability in the application of the law.

# Sammanfattning

EU:s marknadsmissbruksförordning, MAR, är ett centralt regelverk på aktiemarknadsrättens område och har varit gällande sedan juli 2016. I förordningen stadgas en enhetlig definition av begreppet insiderinformation som har en betydande roll för tillämpningen av, och förståelsen för, flera bestämmelser i förordningen. Dessa syftar till att skapa transparens på marknaden, såväl som att stävja olika typer av marknadsmissbruk.

Tillgänglig information om emittenter har en nära koppling till prisbildningen av finansiella instrument på värdepappersmarknader. När nyhetskanaler publicerar eller sänder information om emittenter kan konsekvensen bli att de berörda emittenternas aktievärden påverkas väsentligt. Syftet med detta examensarbete har varit att utreda definitionen av insiderinformation i MAR och om information om en kommande publicering eller sändning i en nyhetskanal, som berör en emittent, kan utgöra insiderinformation. Vidare har syftet varit att utreda vilka eventuella bestämmelser i form av förbud och skyldigheter i MAR som kan aktualiseras. En rättsanalytisk metod och ett EU-rättsligt perspektiv har använts vid utredningen.

Definitionen av insiderinformation består av fyra oberoende och kumulativa villkor som måste bedömas med hänsyn till omständigheterna i det enskilda fallet. Förordningen stadgar en skyldighet för emittenter att offentliggöra insiderinformation och föra en insiderförteckning. Vidare stadgas ett förbud mot att olagligen röja insiderinformation och ett förbud mot insiderhandel. Det är inte helt klart om information om en kommande publicering eller sändning i en nyhetskanal kan vara insiderinformation – i vart fall inte när innehållet i den i sig inte anses vara insiderinformation. Precis som ESMA framfört i sin rapport från 2020 om MAR, vore det lämpligt att vissa delar av den nuvarande definitionen klargörs för att få en konsekvent tolkning fastslagen på EU-nivå och ge en ökad förutsägbarhet vid rättstillämpningen.

# Förord

Det är med en överklig känsla som jag nu kan säga att mina fem år som juriststudent i Lund börjar lida mot sitt slut och att jag har gått i mål. Åren har varit intensiva och tuffa men även otroligt roliga och lärorika. Jag kommer tänka tillbaka på min studietid med stor värme och glädje.

Främst vill jag tacka min fantastiska *familj*. Tack för att ni alltid har ställt upp för mig. Tack för att ni har stöttat, lyssnat och trott på mig – särskilt när jag haft mina tvivel. Tack för alla kloka samtal om prestationsångest, om framgång, om livet och om vikten av att sätta saker i perspektiv. Jag är evigt tacksam för er. Tack till alla mina *vänner* för de fina och oförglömliga minnen vi skapat och för att vi har gjort det här tillsammans. Tack till min handledare *Katarina Olsson* för din värdefulla handledning, och för den uppmuntran jag fick av dig under fördjupningskursen i företagsförvärv. Det betydde mycket för mig. Tack till *Erik Sjöman* för att du tände mitt intresse för aktiemarknadsrätten och introducerade mig till uppsatsens intressanta ämne. Slutligen, tack till *Advokatfirman Lindahl* i Helsingborg för att ni tog emot mig med öppna armar, gav mig en givande uppsatspraktik och en första inblick i det affärsjuridiska arbetslivet.

Jag är förväntansfull och redo inför att få påbörja ett nytt kapitel i livet.

Helsingborg, maj 2021

*Melina*

# Förkortningar

CESR	Committee of European Securities Regulators
Disciplinnämnden	Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm
DN	Dagens Nyheter
Emittentregelverket	Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europeiska unionen
FFFS	Finansinspektionens författningssamling
Genomförandeförordningen	Kommissionens genomförandeförordning (EU) 2016/1055 av den 29 juni 2016 om fastställande av tekniska standarder vad gäller de tekniska villkoren för lämpligt offentliggörande av insiderinformation och för uppskjutande av offentliggörandet av insiderinformation i enlighet med Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014
Insiderdirektivet	Rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter om insiderhandel
KompL	Lag (2016:1306) med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmissbruksförordning



LSMV	Lag (2016:1207) om straff för marknadsmisbruk på värdepappersmarknaden
MAD	Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk)
MAD II	Europaparlamentets och rådets direktiv nr 2014/57/EU av den 16 april 2014 om straffrättsliga påföljder för marknadsmisbruk (marknadsmisbruksdirektiv)
MAR	Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmisbruk (marknadsmisbruksförordning) och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG
Prop.	Proposition
SvJT	Svensk Juristtidning
SVT	Sveriges Television
VpmL	Lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden
Öppenhetsdirektivet	Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG

# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund

Aktiemarknaden i Sverige fyller viktiga funktioner både för den enskilde investeraren, för emittenter<sup>1</sup> och för samhället i stort. För att kunna upprätthålla en välfungerande marknad som bidrar till ekonomisk tillväxt och välstånd, har ett omfattande regelverk på området vuxit fram. EU:s marknadsmissbruksförordning<sup>2</sup>, MAR, är det centrala regelverket som genom sin förordningsform varit direkt gällande i Sverige sedan 2016. I förordningens inledande skäl belyses vikten av marknadsintegritet och allmänhetens förtroende.<sup>3</sup> Att investera på aktiemarknaden innebär inte bara en möjlighet till avkastning, utan även ett risktagande. Kursen kan både gå upp och gå ner och prissättningen på marknadens tillgängliga värdepapper påverkas och bedöms av en mängd olika faktorer. Tillgänglig information om emittenter har en nära koppling till prisbildningen och en grundpelare för förtroendeskapandet på marknaden är således hanteringen av kurspåverkande information, så kallad insiderinformation.<sup>4</sup>

En enhetlig definitionen av begreppet insiderinformation stadgas i MAR och är betydelsefull för flera av förordningens bestämmelser med syftet att skapa transparens, respektive stävja olika typer av missbruk på marknaden.<sup>5</sup> Emittenter är exempelvis skyldiga att offentliggöra insiderinformation som berör emittenten, och innehavare av insiderinformation får inte utnyttja informationen för att handla med finansiella instrument eller röja den för andra utan att det är berättigat.<sup>6</sup>

---

<sup>1</sup> Med *emittent* avses en privaträttslig eller offentligrättslig juridisk person som emitterar eller föreslår emission av finansiella instrument (se definitionen i 3.2.21 MAR). I dagligt tal används begreppen *börsbolag* eller *noterat bolag*.

<sup>2</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordning) och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG.

<sup>3</sup> Se ingressen till MAR, skäl 2.

<sup>4</sup> Sevenius och Örtengren (2012) s. 30 ff.

<sup>5</sup> Se artikel 7 MAR.

<sup>6</sup> Se artiklarna 8, 10 och 17 MAR.

Information om emittenter förmedlas kontinuerligt i olika typer av nyhetskanaler både i Sverige och internationellt. I februari 2019 släppte Sveriges Television, SVT, ett avsnitt i programmet Uppdrag granskning om misstänkt penningtvätt i det börsnoterade Swedbank.<sup>7</sup> Avsnittet ledde till ett kraftigt kursras av bankens noterade aktievärde. Efter avslöjandet gick Dagens Nyheter, DN, även ut med att bankens storägare selektivt fått information om det kommande programmet två dagar innan det sändes. Småägarna och den övriga marknaden fick inte någon information och fick således inte samma möjlighet att förbereda sig på kursförändringar som storägarna fått.<sup>8</sup>

Ännu närmre i tiden är det i juli 2020 begärda förhandsavgörandet av den franska domstolen Cour d'appel de Paris, som i skrivande stund är pågående i EU-domstolen.<sup>9</sup> Kortfattat handlar målet om publicerade nyhetsartiklar som vidarebefordrade marknadsrykten om offentliga bud på aktier i de börsnoterade bolagen Hermés respektive Maurel & Prom. Innan publiceringarna hade den ansvariga journalisten röjt information om de kommande tidningsartiklarna till några av dennes sedvanliga informationskällor. Dessa källor hade sedan fördelaktigt använt informationen vid sina investeringsbeslut. Efter att tidningsartiklarna publicerats steg de berörda emittenternas aktievärden.<sup>10</sup>

De nyss beskrivna fallen har inspirerat ämnet för det förevarande examensarbetet. Båda fallen illustrerar situationer där information om emittenter offentliggjorts i nyhetskanaler vilket fått en betydande påverkan på de berörda emittenternas kursvärden. Swedbank-fallet har initierat utredningar av både Finansinspektionen och Ekobrottsmyndigheten som just nu är pågående, samt av Nasdaq Stockholms disciplinnämnd som i maj 2021

---

<sup>7</sup> Johansson, Ulf m.fl., 'SVT avslöjar: Misstänkt penningtvätt i Swedbank', SVT Nyheter, publicerad 2019-02-20.

<sup>8</sup> Söderlund, Andreas, 'Swedbank varnade storägare före UG-avslöjandet – men inte småspararna', SVT Nyheter, publicerad 2019-02-26.

<sup>9</sup> Begäran om förhandsavgörande framställd av Cour d'appel de Paris (Frankrike) den 9 juli 2020 – A – Övrig part: Autorité des marchés financiers, EUT C 313, 21.9.2020, s. 14–15.

<sup>10</sup> EU-domstolen, 'Sammanfattning i begäran om förhandsavgörande – MÅL C-302/20'.

beslutade att utdöma vite till Swedbank för överträdelse av börsens regelverk.<sup>11</sup> Mer om detta beslut framförs i kapitel fem. Likaså har EU-domstolen i det begärda förhandsavgörandet tagit ställning till om överträdelse av MAR:s bestämmelser har begåtts.<sup>12</sup> Centralt för båda fallen är tolkningen av begreppet insiderinformation och om information om en kommande publicering eller sändning i en nyhetskanal kan utgöra sådan information, som i sin tur aktualiserar eventuella skyldigheter och förbud i MAR. När samtliga utredningar avslutas kommer förhoppningsvis mycket att klargöras, men det blir först efter att tidsfristen för detta examensarbete löpt ut. Syfte och frågeställningar, som preciseras i nästkommande underkapitel, är därför delvist av hypotetisk karaktär.

## 1.2 Syfte och frågeställningar

Syftet med detta examensarbete är att utreda definitionen av insiderinformation i MAR och om information om en kommande publicering eller sändning i en nyhetskanal<sup>13</sup>, som berör en emittent, kan utgöra insiderinformation. Huruvida vissa omständigheter får en särskild betydelse vid en sådan bedömning, exempelvis om själva innehållet i sändningen eller publiceringen i sig måste utgöra insiderinformation, kommer att analyseras. Utifrån ett hypotetiskt antagande om att nämnda information i vissa situationer kan utgöra insiderinformation, är syftet vidare att utreda vilka eventuella bestämmelser i form av förbud och skyldigheter i MAR som aktualiseras. För att uppnå syftet med examensarbetet kommer följande preciserade frågeställningar att vara utgångspunkt:

---

<sup>11</sup> Swedbank, 'Swedbank har tagit emot underrättelse från Finansinspektionen', publicerad 2020-09-18; Swedbank, 'Kommentar till dagens händelseutveckling', publicerad 2019-03-27; Finansinspektionen, 'FI bekräftar undersökning av Swedbank', publicerad 2020-09-18; Ekobrottsmyndigheten, 'Ekobrottsmyndigheten inleder förundersökning mot Swedbank', publicerad 2019-02-27; disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2021:03 *Swedbank*.

<sup>12</sup> EU-domstolen, 'Sammanfattning i begäran om förhandsavgörande – MÅL C-302/20'.

<sup>13</sup> I detta examensarbete syftar begreppet *nyhetskanal* på press och annan media så som tv och radio.

- Vad innebär definitionen av insiderinformation i MAR?
- Kan information om en kommande publicering eller sändning i en nyhetskanal, som berör en emittent, utgöra insiderinformation?
- Vid ett hypotetiskt antagande om att sådan information kan utgöra insiderinformation, vilka bestämmelser i MAR aktualiseras?

### 1.3 Avgränsningar

Definitionen av insiderinformation i artikel 7 MAR är indelad i fyra underpunkter där mindre definitionsskillnader föreligger beroende på om det rör sig om finansiella instrument, råvaruderivat, utsläppsrätter eller i förhållande till personer som har i uppgift att genomföra handelsordrar avseende finansiella instrument. För det förevarande examensarbetet är den förstnämnda definitionen, som berör finansiella instrument, av relevans och den som kommer att utredas. Marknadsmisbruk i MAR:s mening omfattar både insiderhandel, olagligt röjande av insiderinformation och marknadsmanipulation.<sup>14</sup> Marknadsmanipulation har ingen koppling till begreppet insiderinformation, eller förutsätter att sådan information föreligger, och kommer därför inte att utredas närmre. På samma sätt avgränsas reglerna om marknadssonderingar i artikel 11 MAR bort, liksom bestämmelserna om transaktioner utförda av personer i ledande ställning i artikel 19 MAR.

Examensarbetet har en aktiemarknadsrättslig inriktning och således kommer straffrättsliga regleringar, inbegripet straffrättsliga bedömningar och sanktioner, inte att utredas eller analyseras. Detsamma gäller för de administrativa och civilrättsliga sanktioner som Finansinspektionen och börserna kan besluta om. Ekonomiska perspektiv och teorier om exempelvis värdepappersmarknaders effektivitet kommer av utrymmesskäl inte att beröras.

---

<sup>14</sup> Se ingressen till MAR, skäl 7.

I Sverige finns två reglerade marknader: Nasdaq Stockholms huvudmarknad<sup>15</sup>, som drivs av börsen Nasdaq Stockholm, och Main Regulated Equity som drivs av börsen Nordic Growth Market, NGM. Vidare finns handelsplattformar, så som Nasdaq First North Growth Market, Spotlight och Nordic SME. Regelverken som tagits fram av börserna är i linje med MAR:s bestämmelser och hänvisar återkommande till förordningen, exempelvis vad gäller definitionen av insiderinformation.<sup>16</sup> För enkelhetens skull kommer Nasdaq Stockholms huvudmarknad, som är Sveriges främsta reglerade marknad, att vara huvudfokus. Därmed kommer hänvisning att ske till Nasdaqs emittentregelverk, och även till den vägledning som Nasdaq Stockholm publicerat.

## 1.4 Metod och perspektiv

En rättsdogmatisk metod innebär att tolka och fastställa gällande rätt med ledning av de vedertagna rättskällorna vilket traditionellt sett inbegriper lag, förarbeten, prejudikat och doktrin. Huruvida argument *de lege ferenda*<sup>17</sup> kan användas vid en rättsdogmatisk metod är omstritt, då det ofta kan få drag av rättspolitisk argumentation som faller utanför dogmatiken.<sup>18</sup> En närliggande metod är den så kallade rättsanalytiska metoden som också syftar till att fastställa gällande rätt, men även till att analysera rätten. Den är betydligt mer öppen till sin form och har ett synsätt som tar sin grund i rättsrealismen med innebörden att rättstillämpningen har flera legitima alternativ att välja mellan när den ställs inför svåra rättsliga frågor. Vidare tillåts en allt större variation av material där exempelvis underrätts- och myndighetspraxis, statistik, föreskrifter och icke bindande ”soft law”, kan användas. Uppsatsen håller en

---

<sup>15</sup> *Stockholmsbörsen i dagligt tal.*

<sup>16</sup> Se t.ex. Nasdaq Stockholm, 'Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares – 1 February 2021'; Nordic Growth Market, 'Börsregler – Regler för bolag vars aktier är upptagna till handel på Main Regulated gällande från och med den 4 maj 2020'; Nasdaq Stockholm, 'Nasdaq First North Growth Market – Rulebook, 1 september 2019'; Nordic Growth Market, 'Regler Nordic SME – Regler för bolag vars aktier är noterade på Nordic SME – Gällande från och med den 3 februari 2020'.

<sup>17</sup> Uttrycket *de lege ferenda* används för att beteckna ett resonemang, en regel eller en rättslig lösning som inte kan stödjas på gällande rätt (*lex lata*) men som föreslås eller anses böra gälla i ett reformerat, bättre rättstillstånd.

<sup>18</sup> Sandgren (2018) s. 48 ff.

öppen och kritisk analys med de lege ferenda argument utifrån ett varierat material. Således har en rättsanalytisk metod använts för uppsatsen.<sup>19</sup> Uppsatsen innebär till stor del att unionsrättsliga källor utreds, där den EU-rättsliga förordningen MAR varit den främsta rättskällan. Utöver förordningen används en rad andra EU-rättsliga källor. Uppsatsen har således ett naturligt EU-rättsligt perspektiv där framförallt MAR:s bakomliggande ändamål om allmänhetens förtroende och marknadsintegritet stått i fokus i de analyserande delarna.<sup>20</sup>

## 1.5 Material

Förutom MAR har avgöranden från EU-domstolen och riktlinjer från European Securities and Markets Authority, ESMA, och dess föregångare Committee of European Securities Regulators, CESR, använts vid utredningen av definitionen av insiderinformation och andra tillhörande bestämmelser i MAR. ESMA är en oberoende EU-myndighet som bidrar till att säkerställa stabiliteten i EU:s finansiella system och tar bland annat fram icke-bindande riktlinjer och rekommendationer som använts i detta examensarbete.<sup>21</sup>

Med anledning av att MAR är ett förhållandevis nytt regelverk har de avgöranden från EU-domstolen, samt den vägledning som publicerats av ESMA:s föregångare CESR, varit i förhållande till definitionen av insiderinformation som stadgades i det tidigare gällande marknadsmissbruksdirektivet<sup>22</sup>, MAD. Definitionen som var stadgad i MAD ändrades inte när MAR infördes, utan en viss komplettering genomfördes av den rättsutveckling som skett från det att MAD infördes till införandet av MAR. Denna rättsutveckling kommer att återges i uppsatsen. Med detta sagt

---

<sup>19</sup> Sandgren (2018) s. 50 ff.

<sup>20</sup> Se ingressen till MAR, skäl 2.

<sup>21</sup> Finansinspektionen, 'Regler'; Finansinspektionen, 'Om Finansinspektionen'; ESMA, 'ESMA IN BRIEF'.

<sup>22</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk).

får EU-domstolens avgöranden och CESR:s vägledning i förhållande till definitionen av insiderinformation i MAD, fortfarande antas vara av relevans.

Doktrin har även utgjort en central del av det använda materialet, särskilt i form av lagkommentarer till förordningens bestämmelser. Advokaten Ola Svanberg, tillsammans med advokaten Dennis Westermark, har författat djupa lagkommentarer i JUNO till definitionen av insiderinformation i MAR, publicerade 2019. Vidare har Magnus Schmauch, rådgivare på Finansinspektionen, författat något mer översiktliga kommentarer till definitionen av insiderinformation i boken *EU:s marknadsmissbruksförordning m.m. En kommentar* från 2018. Boken behandlar däremot inte enbart definitionen av insiderinformation i artikel 7 MAR, utan innehåller kommentarer till samtliga artiklar i förordningen.

Förutom svensk doktrin har en del utländsk doktrin använts. Boken *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide* av den italienske professorn Marco Ventoruzzo och den tyska docenten Sebastian Mock, har varit ytterst central för examensarbetet. Även denna ger kommentarer till samtliga bestämmelser i förordningen, med djupgående analyser. Det är främst kapitlet om definitionen av insiderinformation som använts och som författats av Ventoruzzo, tillsammans med italienska Dr Chiara Picciau. Slutligen kan den danske professorn Jesper Lau Hansen nämnas, som författat mycket inom aktiemarknadsrätt, däribland om offentliggörande av insiderinformation och förbuden mot marknadsmissbruk. I detta examensarbete har hans artikel *Issuers' duty to disclose inside information* använts.

Slutligen har material från Nasdaq Stockholm använts. Självregleringen är en central del av regelverket på aktiemarknadsrättens område. Förutom det nordiska gemensamma emittentregelverk som Nasdaq Stockholm omfattas av, har börsens egen kompletterande handledning avseende offentliggörande av insiderinformation och andra vägledande *frågor och svar* publicerade på Nasdaq Stockholms hemsida, använts för att tolka bestämmelser i



förordningen. En börs är vidare skyldig att ha en disciplinnämnd för att handlägga ärenden om deltagares och emittenters överträdelser av emittentreglerna.<sup>23</sup> Flera avgöranden från Nasdaqs disciplinnämnd har använts för att tolka hur begreppet insiderinformation och tillhörande skyldigheter, respektive förbud, tolkas i praktiken.

## 1.6 Disposition

Uppsatsen är indelad i totalt sju olika kapitel. Efter detta inledande kapitel, kommer regelverket på området i *kapitel två* att presenteras för att ge en grundläggande förståelse för dess framväxt, systematik och bakomliggande ändamål. I *kapitel 3* kommer rekvisiten i definitionen av insiderinformation att utredas på detaljnivå. Vidare kommer de reflektioner och synpunkter om definitionens utformning, som ESMA publicerade i en rapport i september 2020, att framföras. Begreppet kommer sedan i *kapitel 4* att sättas i kontext där skyldigheter och förbud stadgade i MAR kommer att utredas. I *kapitel 5* kommer de två aktuella fallen som kort nämndes i bakgrundsavsnittet, och som båda handlar om information som sänts eller publicerats i nyhetskanaler och som berör emittenter, att beskrivas närmre. Fallen är relevanta att belysa med anledning av uppsatsens syfte och som en grund till analysen. I de avslutande kapitlen, *kapitel sex* och *kapitel sju*, analyseras det tidigare framförda materialet och frågeställningarna kommer att besvaras utifrån det angivna syftet. Slutsatser kommer att dras och egna resonemang kommer att föras.

---

<sup>23</sup> Se 13 kap. 14 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden, VpmL.

## 2 Regelverket på området

### 2.1 Inledning

Värdepappersmarknaden, inbegripet aktiemarknaden, styrs av ett relativt omfattande regelverk bestående av både lagstiftning och självreglering. Relevant för detta examensarbete är regleringarna avseende insiderinformation som genom åren har varierat både i den svenska nationella rätten och i EU-rätten. En heltäckande redogörelse för framväxten och utvecklingen kommer inte att ges. Intentionen är att redogöra för rättsutvecklingen i stora drag med förhoppningen om att ge en större förståelse för dagens gällande regelverk.

### 2.2 Regelverkets framväxt

Den första EU-rättsliga definitionen av insiderinformation infördes i 1989 års insiderdirektiv<sup>24</sup> innehållande minimiregler om insiderhandel.

Definitionen kom sedan att utvidgas till att även gälla i förhållande till emittenters skyldighet att offentliggöra insiderinformation genom 2003 års marknadsmissbruksdirektiv<sup>25</sup>, MAD.<sup>26</sup>

I den svenska rätten förekom den första lagstadgade definitionen av insiderinformation i förhållande till förbud mot insiderhandel i lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden. Denna lag kom att ersättas med den så kallade insiderlagen (1990:1342), som bland annat införlivade de minimikrav uppställda i EU:s insiderdirektiv. Insiderlagen kom att ersättas av 2001 års insiderstrafflag (2000:1086), som i sin tur ersattes av 2005 års marknadsmissbrukslag (2005:377). Trots införandet av nya lagar förändrades inte definitionen av insiderinformation i förhållande till insiderhandel i någon

---

<sup>24</sup> Rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter om insiderhandel.

<sup>25</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk).

<sup>26</sup> Svanberg och Westermarck (2019) avsnitt 1.4.1.

större mån. Vad gäller definition av insiderinformation i förhållande till emittenters skyldighet att offentliggöra insiderinformation i den svenska rätten, förekom den inledningsvis i 1992 års börs och clearinglag (1992:543). Lagen ersattes år 2007 av lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden, VpmL, som i skrivande stund fortfarande är gällande med anpassningar som står i linje med EU-rätten.<sup>27</sup>

I den svenska rätten kunde länge utrönas något skilda definitioner av begreppet insiderinformation, dels i förhållande till insiderhandelsförbudet, dels i förhållande till emittenters skyldighet att offentliggöra insiderinformation. MAD gjorde det nämligen möjligt att en viss sådan skillnad kunde göras. I praktiken innebar definitionsskillnaderna kortfattat att tidpunkten för insiderhandelsförbudet i pågående processer inträdde tidigare än när ett offentliggörande skulle genomföras. Anledningen till det var att det fanns en uppfattning om att en omständighet eller händelse enbart behövde offentliggöras när den var en realitet, enligt den så kallade realitetsgrundsatsen.<sup>28</sup>

Innan MAR antogs var definitionen av insiderinformation föremål för omfattande förhandlingar mellan medlemsstaterna, däribland hur definitionen skulle förhålla sig till förbudet mot insiderhandel respektive emittenters skyldighet att offentliggöra sådan information. Ett ursprungligt förslag som lades fram av Europeiska kommissionen hade det brittiska så kallade RINGA<sup>29</sup>-konceptet som förebild, där definitionen av insiderinformation i förhållande till insiderhandelsförbudet var vidare i sin utformning än den som tillämpades i förhållande till emittenters skyldighet att offentliggöra insiderinformation. Argumentet för denna lösning var att viss information ansågs kunna utnyttjas av en investerare innan den bedömdes vara så precis att den skulle offentliggöras till marknaden. Emellertid kom förhandlingarna att mynna ut i lösningen att använda en enhetlig definition av

---

<sup>27</sup> Svanberg och Westermarck (2019) avsnitt 1.4.1.

<sup>28</sup> Ibid.

<sup>29</sup> Förkortning för *relevant information not generally available*.

insiderinformation, troligtvis med anledning av den praxis som utarbetats av EU-domstolen i förhållande till MAD. Definitionen som funnits i MAD kom således att bestå, med viss komplettering av den rättsutveckling som skett under perioden från det att MAD infördes till införandet av MAR. Med anledning av MAR:s införande togs den något tvetydiga dubbeltolkning av definitionen bort.<sup>30</sup>

## 2.3 Gällande regelverk

MAR antogs av Europaparlamentet och rådet i april 2014 och ersatte då det tidigare gällande marknadsmissbruksdirektivet, MAD. Förordningen började tillämpas den 3 juli 2016. Utöver MAR antogs även ett nytt marknadsmissbruksdirektiv<sup>31</sup>, med förkortningen MAD II, som kompletterar MAR och syftar till att säkerställa ett effektivt genomförande av förordningens bestämmelser.<sup>32</sup> MAD II fastställer minimiregler för straffrättsliga påföljder för insiderhandel, olagligt röjande av insiderinformation och marknadsmanipulation som medlemsstaterna åläggs att införa i den nationella rätten.<sup>33</sup> I den svenska rätten har direktivet implementerats genom lagen (2016:1307) om straff för marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden, som ersatte den tidigare gällande marknadsmissbrukslagen.

MAR har kompletterats med viss nationell lagstiftning och även med en rad efterföljande direktiv och förordningar. Exempelvis föreskriver MAR att medlemsstaterna ska införa bestämmelser om utredningsbefogenheter och administrativa sanktioner vilket har genomförts genom lagen (2016:1306) med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmissbruksförordning, den så kallade kompletteringslagen, KompL.<sup>34</sup> Det kan även nämnas att

---

<sup>30</sup> Svanberg och Westermarck (2019) avsnitt 1.4.2.

<sup>31</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/57/EU av den 16 april 2014 om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk.

<sup>32</sup> Prop. 2016/17:22 s. 54.

<sup>33</sup> Se artikel 1.1 MAD II.

<sup>34</sup> Prop. 2016/17:22 s. 1.

ändringar i den svenska nationella lagstiftningen har genomförts med anledning av MAR. I VpmL har en rad hänvisningar till MAR:s bestämmelser införts, exempelvis till definitionen av insiderinformation i artikel 7 MAR och till emittenters skyldighet att offentliggöra insiderinformation i artikel 17 MAR.<sup>35</sup> En kompletterande förordning till MAR, som är av relevans för detta examensarbete, är den så kallade genomförandeförordningen<sup>36</sup> som fastställer tekniska villkor för lämpligt offentliggörande av insiderinformation och för uppskjutande av sådant offentliggörande.

Vad gäller självregleringen på området kan belysas att det i 13 kap. 1 § VpmL stadgas att en börs ska driva sin verksamhet hederligt, rättvist och professionellt och på ett sätt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls. Vidare stadgas i 13 kap. 6 § VpmL att en börs ska ha ändamålsenliga regler för handeln på en reglerad marknad som drivs av börsen. Nasdaq Stockholm omfattas numera av det nordiska gemensamma regelverket *Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares*.<sup>37</sup> Tidigare hade Nasdaqs nordiska reglerade marknader egna regelverk. Det nu gällande gemensamma regelverket innehåller dels en gemensam del för alla de berörda marknaderna, dels specifika regleringar för varje enskild marknad. I grunden är regelverket detsamma som MAR, med vissa ytterligare transparensregler som gäller oavsett om det rör sig om insiderinformation eller inte. Genom dubbleringen i emittentregelverket blir emittenter även avtalsrättsligt bundna. Nasdaq Stockholm har även som ett komplement givit ut en kortare handledning vad gäller offentliggörande av insiderinformation.<sup>38</sup>

---

<sup>35</sup> Schmauch (2018) s. 192.

<sup>36</sup> 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.

<sup>37</sup> Nasdaq Stockholm, 'Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares – 1 February 2021'.

<sup>38</sup> Nasdaq Stockholm, 'Handledningstext, Nasdaq Stockholm, punkt 3.1 regelverk för emittenter – 1 maj 2020'.

Vidare kan framhållas att Finansinspektionen, som är en svensk statlig myndighet med uppgift att övervaka finansmarknaden, har utformat författningssamlingar med både föreskrifter och allmänna råd som kompletterar och preciserar regleringarna i lagar och förordningar. Föreskrifterna är bindande, medan de allmänna råden ska ses som rekommendationer avseende hur bolag kan gå tillväga för att uppfylla de bindande reglerna.<sup>39</sup>

## **2.4 MAR:s bakomliggande ändamål**

Förordningen fastställer ett enhetligt och ett gemensamt regelverk om marknadsmissbruk samt åtgärder för att förhindra marknadsmissbruk. I förordningens inledande artikel framhålls att åtgärderna är nödvändiga för att säkerställa de finansiella marknadernas integritet och förbättra investerares skydd, respektive deras förtroende för marknaderna.<sup>40</sup> I skälen till förordningen beskrivs att marknadsintegritet är en förutsättning för en integrerad, effektiv och öppen finansmarknad. Välfungerande värdepappersmarknader som har allmänhetens förtroende skapar ekonomisk tillväxt och välstånd. Vidare belyses att förekomsten av marknadsmissbruk är en faktor som skadar finansmarknadernas integritet och allmänhetens förtroende för värdepapper.<sup>41</sup>

---

<sup>39</sup> Finansinspektionen, 'Regler'; Finansinspektionen, 'Om Finansinspektionen'.

<sup>40</sup> Se artikel 1 MAR.

<sup>41</sup> Se ingressen till MAR, skäl 2.

# 3 Definitionen av insiderinformation i MAR

## 3.1 Inledning

Definitionen av insiderinformation stadgas i artikel 7.1 MAR. Bestämmelsen är central för tillämpningen av förordningen, men även för tillämpningen av MAD II och flera svenska regelverk på aktiemarknadsrättens område som hänvisar till artikeln.<sup>42</sup> Med insiderinformation avses följande typ av information:

”Information av specifik natur som inte har offentliggjorts, som direkt eller indirekt rör en eller flera emittenter eller ett eller flera finansiella instrument och som, om den offentliggjordes, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade finansiella derivatinstrument.”<sup>43</sup>

Bestämmelsen är uppbyggd på fyra kumulativa minimivillkor som är oberoende av varandra, vilket har fastslagits av EU-domstolen.<sup>44</sup> Villkoren som ska vara uppfyllda för att det ska röra sig om insiderinformation, och som kommer att utredas separat i kommande underrubriker, är:

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

---

<sup>42</sup> Vantoruzzo och Picciau (2017) s. 180.

<sup>43</sup> Se artikel 7.1 a MAR.

<sup>44</sup> C-19/11 *Markus Geltl mot Daimler AG*, EU:C:2012:397 punkt 25, 52 och 53.

## 3.2 Rekvisit 1 – Informationen är av specifik natur

### 3.2.1 Inledning

Det första uppställda rekvisitet, att informationen ska vara av specifik natur, preciseras närmre i 7.2 MAR. Där fastslås att:

”Vid tillämpningen av punkt 1 ska information anses vara av specifik natur om den anger omständigheter som föreligger eller rimligtvis kan komma att föreligga eller en händelse som har inträffat eller som rimligtvis kan förväntas inträffa och om denna information är tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på priserna på finansiella instrument.”<sup>45</sup>

Av detta stycke kan flera begrepp och delar utläsas. Dessa kommer att utredas närmre i det följande och för tydlighetens skull kommer även detta att ske i underrubriker. Utredning härnäst är alltså fortfarande av det första kumulativa rekvisitet, att informationen ska vara av specifik natur.

### 3.2.2 Skillnaden mellan begreppen *omständigheter* och *en händelse*

Begreppen *omständigheter* respektive *händelse* definieras inte närmre i förordningen. EU-domstolen har uttalat sig om att begreppen ska förstås utifrån sina vedertagna betydelser.<sup>46</sup> Deras faktiska innebörd och skillnaden mellan de två har diskuterats i doktrinen. Där beskrivs en händelse som någonting som ofta är en kombination av flera faktorer, handlingar, fakta och situationer som i sig kan påverkas av en eller flera omständigheter. En händelse är någonting iakttagbart, något som faktiskt händer, medan en omständighet kan påverka eller vara en förutsättning för att någonting ska hända. Det kan även antas att händelser är mer komplexa i form av att de innehåller mer information, i jämförelse med enskilda omständigheter som i många fall behöver kombineras för att få en betydelse. Ett exempel på detta

---

<sup>45</sup> Se artikel 7.2 MAR.

<sup>46</sup> C-19/11 *Markus Gelll mot Daimler AG*, EU:C:2012:397 punkt 30.



kan vara händelsen att ägarna på en bolagsstämma möts för att besluta om en eventuell höjning av aktiekapitalet. Ändrade kapitalkrav tillsammans med bankens senaste bokslut och andra rapporter om bolagets strategier för den framtida verksamheten, kan vara omständigheter som leder till att ett beslut om en ökning av aktiekapitalet inom kort kan behöva tas av stämman.<sup>47</sup> En ytterligare uppfattning i doktrinen är att begreppet omständigheter torde omfatta allt som kan beskrivas som en händelse. Med andra ord, att något kan hända eller har hänt utgör alltid en omständighet.<sup>48</sup>

Anmärkningsvärt är att begreppet *omständigheter* är skrivet i plural och begreppet *händelse* är skrivet i singular. Ventrizzo och Picciau framhåller särskilt att, precis som bestämmelsen lyder, räcker det inte med en enskild omständighet för att rekvisitet ska vara uppfyllt. Svanberg och Westermark har också gjort denna iakttagelse, men ifrågasätter den faktiska betydelse som det får i praktiken. De har svårt att se att en viss typ av information som uppfyller samtliga övriga rekvisit för att utgöra insiderinformation, enbart kan bestå av en enda omständighet. Sådan information förekommer alltid i en kontext och utgörs då av flera omständigheter. Ponera en situation där en emittents verkställande direktör i början av sin karriär felaktigt påstått sig ha en doktorstitel. Frågan kan ställas om sådan information, det vill säga lögn om doktorstitel, enbart kan anses utgöras av en omständighet som i sin tur leder till att informationen inte kan utgöra insiderinformation. Svanberg och Westermark menar att ett jakande svar i den frågan skulle innebära en lek med ord. I det beskrivna exemplet skulle flera omständigheter likväl kunna nämnas, exempelvis omständigheterna: en lögn, för länge sedan, av en person anställd av en emittent, som har en hög position som VD, om att personen har en doktorstitel.<sup>49</sup>

---

<sup>47</sup> Ventrizzo och Picciau (2017) s. 190.

<sup>48</sup> Svanberg och Westermark (2019) avsnitt 2.2.2.1.

<sup>49</sup> Ventrizzo och Picciau (2017) s. 190; Svanberg och Westermark (2019) avsnitt 2.2.2.1.

### 3.2.3 Beviskrav och förväntans- /rimlighetstestet

Förutom begreppsskillnaden i första meningen artikel 7.2 MAR, stadgas en skillnad mellan omständigheter som föreligger och en händelse som har inträffat, samt omständigheter som rimligtvis kan komma att föreligga och en händelse som rimligtvis kan förväntas inträffa.

En uppfattning i doktrinen är att bedömningen för om omständigheter föreligger eller om en händelse har inträffat, oftast inte skapar några större tvivel i praktiken. Det som bestämmelsen torde syfta till att sortera bort är sådan information som är osäker eller felaktig och därmed inte kan uppfylla kravet på specifik natur och i sin tur på att vara insiderinformation. MAR innehåller inte några riktlinjer för hur säkert det måste vara att omständigheter föreligger eller att en händelse har inträffat.<sup>50</sup> Däremot har CESR, som är föregångare till ESMA, gett vägledning i saken. CESR menar att nyckelfrågan vid bedömningen för om omständigheter föreligger eller om en händelse har inträffat, är om det finns fasta och objektiva bevis för det. Rykten och spekulationer kan inte uppfylla detta ställda krav, utan det ska vara faktiskt bevisat att en omständighet föreligger eller att en händelse har inträffat.<sup>51</sup> Svanberg och Westermark framhåller att detta relativt höga beviskrav även stöds av MAR:s bakomliggande syften. Om allt för löslig information skulle kunna utgöra insiderinformation och då aktualisera emittenters skyldighet att offentliggöra informationen, skulle marknaden riskeras att vilseledas.<sup>52</sup>

Bestämmelsen tar vidare upp omständigheter som rimligtvis kan komma att föreligga och en händelse som rimligtvis kan förväntas inträffa. Här är bedömningen annorlunda än den ovan beskrivna. Ett så kallade förväntans- eller rimlighetstest behöver utföras, som ska besvara frågan om det är

---

<sup>50</sup> Svanberg och Westermark (2019) avsnitt 2.2.2.2.

<sup>51</sup> CESR/06-562b, July 2007, punkt. 1.5; Svanberg och Westermark (2019) avsnitt 2.2.2.2.

<sup>52</sup> Svanberg och Westermark (2019) avsnitt 2.2.2.2.

tillräckligt sannolikt att en möjlig framtida händelse eller omständigheter kommer att inträffa respektive föreligga.<sup>53</sup>

Hur detta rimlighetstest ska utföras har berörts av EU-domstolen i målet C-19/11 *Markus Geltl mot Daimler AG*. En helhetsbedömning ska vidtas för att avgöra huruvida det är rimligt att förvänta sig att omständigheterna kan komma att föreligga eller att en händelse kan komma att inträffa. Helhetsbedömningen ska ske mot bakgrund av de faktorer som redan finns tillgängliga i varje enskilt fall, och det föreligger inget krav på att kunna bevisa att sannolikheten för omständigheterna eller händelserna i fråga är stor. Å andra sidan bör information om omständigheter eller händelser inte anses vara av specifik natur om det är osannolikt att de kommer att uppstå. Efter en helhetsbedömning ska det vara tillräckligt att det finns *faktiska utsikter* för att de framtida omständigheterna eller händelsen kommer att inträffa.<sup>54</sup>

Resonemangen i domskälen för en sådan mellanlösning, är att det dels är problematiskt med ett för högt ställt krav, dels problematiskt med ett allt för lågt ställt krav. EU-domstolen menar att ett för högt ställt krav inte skulle stå i linje med direktivets målsättningar om att garantera finansmarknadens integritet och höja investerarnas förtroende. Mer specifikt skulle en sådan restriktiv tolkning öka risken för att personer med information otillbörligen skulle utnyttja och dra fördel av den, till nackdel för de som inte besitter samma information. Emellertid skulle ett allt för lågt ställt krav riskera att emittenter får uppfattningen om att de är skyldiga att offentliggöra information som inte är relevant, och i själva verket inte kan anses ha någon inverkan på priset på finansiella instrument.<sup>55</sup> I målet förs även intressanta resonemang kring huruvida storleken på den potentiella effekten som omständigheterna eller händelsen kan få på priset på de finansiella instrumenten, ska kunna påverka bedömningen. Exempelvis om en större möjlig inverkan på priset på de berörda finansiella instrumenten skulle kräva

---

<sup>53</sup> Svanberg och Westermarck (2019) avsnitt 2.2.2.3; Ventrizzo och Picciau (2017) s. 190.

<sup>54</sup> C-19/11 *Markus Geltl mot Daimler AG*, EU:C:2012:397 punkt 45–49.

<sup>55</sup> Ibid.

en lägre sannolikhetsgrad och tvärtom. Slutsatsen som EU-domstolen kom fram till var att det inte ska tas i beaktande vid bedömningen. En sådan bedömning skulle innebära att det första rekvisitet i artikel 7.1 MAR skulle bero på det fjärde rekvisitet, vilket inte är tanken med definitionen.<sup>56</sup>

Av ovan kan konstateras att EU-domstolen tog fasta på begreppet *faktiska utsikter* och inte på någon faktisk sannolikhetsgrad som ska vara uppfylld. Hur uttrycket *faktiska utsikter* ska tolkas är inte helt klart. Det förekommer delade uppfattningar i doktrinen om förväntans-/rimlighetstestet och huruvida det ska krävas att en viss sannolikhetsgrad är uppnådd. Doktoranden Karin Eklund och professorn Daniel Stattin är av uppfattningen att det rimliga är att förvänta sig ett krav på en relativt hög grad av sannolikhet, utan att vidare motivera denna uppfattning.<sup>57</sup>

Ventoruzzo och Picciau menar att den generella uppfattningen är att det måste vara mer sannolikt att en händelse eller omständigheter kommer att inträffa vilket kräver en övervägande sannolikhet på mer än 50 procent, än att de inte kommer att inträffa.<sup>58</sup> Denna tolkning delas inte av Svanberg och Westermark, som menar att så fort det inte är osannolikt att omständigheter eller händelser kan komma att uppstå, föreligger det faktiska utsikter. En sådan osannolikhet betyder i allmänhet en betydligt lägre sannolikhetsgrad än 50 procent, och belyser vidare att MAR:s bakomliggande syften inte stödjer ett krav på en övervägande sannolikhet. Svanberg och Westermark hänvisar bland annat till två beslut av disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm som stöd för sin tolkning.<sup>59</sup> Även Hansen har uttryckt att det inte är helt klart vad EU-domstolen menar med faktiska utsikter, men att det troligtvis vore fel att anta ett krav på mer än 50 procent chans för att någonting kommer att inträffa. En sådan statistisk beräkning av sannolikhet är svårbedömt och förutsätter en

---

<sup>56</sup> C-19/11 *Markus Geltl mot Daimler AG*, EU:C:2012:397 punkt 55–56; ingressen till MAR, skäl 16.

<sup>57</sup> Eklund och Stattin (2016) s. 414.

<sup>58</sup> Ventoruzzo och Picciau (2017) s. 190.

<sup>59</sup> Svanberg och Westermark (2019) avsnitt 2.2.2.3; jfr. disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2017-04 *GomSpace Group* och beslut 2017-06 *Skandinaviska Enskilda Banken*.

vetskap om alla potentiella utfall. Bedömningen ska snarare ta sikte på om det, med hänsyn till tidigare fall under liknande omständigheter, är rimligt eller realistiskt att en händelse eller omständigheter kommer att inträffa eller föreligga.<sup>60</sup>

### 3.2.4 Potentiell effekt på priserna

För att en viss information ska anses vara av specifik natur krävs, förutom det ovan beskrivna, att den är tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på priserna på finansiella instrument.<sup>61</sup> En inledande kommentar till detta rekvisit är att en effekt på priset inte är detsamma som en prisförändring. Information kan exempelvis bekräfta marknadens förväntningar vilket innebär att informationen får en effekt på priset utan att skapa en prisrörelse. Emellertid är viss information typiskt sett insiderinformation eftersom den står i kontrast mot marknadens förväntningar och skapar då en prisrörelse när den offentliggörs. Med detta i åtanke är det centrala vid bedömningen att avgöra om informationen potentiellt skapar en prisnivå som väsentligt avviker från vad som skulle vara situationen om informationen inte offentliggjorts, och om denna effekt skulle kunna identifieras i förväg.<sup>62</sup>

EU-domstolen har i målet C-628/13 *Jean-Bernard Lafonta mot Autorité des marchés financiers*, Lafonta mot AMF, uttalat sig om det likalydande rekvisit som var stadgat i det tidigare gällande MAD. Målet rörde frågan om huruvida det skulle tolkas att information, för att kunna betraktas som specifik, med tillräckligt hög grad av sannolikhet ska kunna antas ha en potentiell inverkan i en *viss riktning* på priset på berörda finansiella instrument när den offentliggjorts.<sup>63</sup>

---

<sup>60</sup> Lau Hansen (2017) s. 27.

<sup>61</sup> Se artikel 7.2 MAR.

<sup>62</sup> Ventrizzo och Picciau (2017) s. 193.

<sup>63</sup> C-628/13 *Jean-Bernard Lafonta mot Autorité des marchés financiers*, EU:C:2015:162 punkt 20.

Inledningsvis konstaterar EU-domstolen att för att rekvisitet ska vara uppfyllt räcker det att informationen är tillräckligt konkret eller specifik för att kunna utgöra en grund för att avgöra huruvida samtliga omständigheter, eller den ifrågavarande händelsen, skulle kunna påverka priset på de finansiella instrument som den hänför sig till. Information som är diffus eller allmän, och således inte möjliggör någon slutsats avseende dess potentiella effekt på priset på de aktuella finansiella instrumenten, utesluts från att kunna klassificeras som insiderinformation.<sup>64</sup>

Vidare framhåller EU-domstolen att det inte föreligger något krav på att det ska vara möjligt att förutse i vilken riktning som priset på de berörda finansiella instrumenten kommer att påverkas, när informationen väl har offentliggjorts. En förnuftig investerare förväntas nämligen kunna utnyttja viss information vid sitt investeringsbeslut, även om denna information inte gör det möjligt att förutse i vilken bestämd riktning som priset kommer att påverkas. Att begränsa tillämpningen skulle riskera att motverka syftena med marknadsmissbruksreglerna och finansmarknadens ökade komplexitet gör det svårt att förutse i vilken riktning som priset kan påverkas då flera olika faktorer kan få betydelse och då investerare generellt sett gör skilda bedömningar. Det skulle vidare uppkomma en risk för att innehavare av information kunnat invända med att det förelegat en osäkerhet avseende riktningen och därmed undgå skyldigheten att offentliggöra informationen på bekostnad av andra marknadsaktörer.<sup>65</sup> Vad som kan konstateras av EU-domstolens slutsatser är att de inte direkt har varit möjliga att utläsa utifrån legaldefinitionen av insiderinformation, utan har istället tolkats och lästs i ljuset av ändamålen med marknadsmissbrukslagstiftningen och EU-domstolens praxis.<sup>66</sup>

Slutsatsen om att information ska kunna vara av specifik natur om det går att förutse en viss potentiell effekt på priserna, oberoende vilken riktning,

---

<sup>64</sup> Ibid. punkt 31.

<sup>65</sup> C-628/13 *Jean-Bernard Lafonta mot Autorité des marchés financiers*, EU:C:2015:162 punkt 34–36.

<sup>66</sup> Ventoruzzo och Picciau (2017) s. 193.

har mött viss kritik i doktrinen. Ventoruzzo och Picciau framhåller, i förhållande till förbudet mot insiderhandel, att om en innehavare av information inte kan förutse i vilken riktning som informationen kan få på priset på de berörda finansiella instrument när den offentliggörs, föreligger heller ingen orättvis fördel för innehavaren av informationen. En sådan fördel föreligger först när det går att förutse riktningen för prisrörelsen och innehavaren således kan använda informationen för att fatta ett investeringsbeslut till en lägre risk i jämförelse med andra marknadsaktörer som inte innehar samma information.<sup>67</sup> Till stöd för sin argumentation hänvisar Ventoruzzo och Picciau till EU-domstolens uttalande i målet C-45/08 *Spector Photo Group NV mot Chris Van Raemdonck*. I domen framhåller domstolen att insiderinformation ger insidern en fördel i förhållande till andra aktörer på marknaden som inte förfogar över samma information. När insidern agerar i enlighet med informationen vid ett investeringsbeslut, kan denne därigenom räkna med att dra en ekonomisk fördel av beslutet utan att utsätta sig för de risker som andra marknadsaktörer utsätts för. Att otillbörligen dra fördel av en viss information till nackdel för andra aktörer på marknaden som inte besitter samma information, är således det som väsentligen karaktäriserar insiderhandel.<sup>68</sup>

Ventoruzzo och Picciau framhåller även problematiken med den vida tolkning av insiderinformation som EU-domstolen gjort i *Lafonta mot AMF*, i förhållande till emittenters skyldighet att offentliggöra insiderinformation. Emittenter riskerar att bli skyldiga att offentliggöra en mängd irrelevant information som i sin tur gör det svårt för investerare att navigera sig i. Finansmarknadens informationseffektivitet riskerar också att minska. Sammanfattningsvis förespråkar de således att insiderinformation enbart torde utgöra sådan information som gör det möjligt för innehavaren att förutse i vilken riktning som priset på de berörda finansiella instrumenten kommer

---

<sup>67</sup> Ibid. s. 193 f.

<sup>68</sup> C-45/08 *Spector Photo Group NV mot Chris Van Raemdonck*, EU:C:2009:806 punkt 52.

att påverkas, och därmed om innehavaren i en viss situation ska sälja, köpa eller hålla kvar sina värdepapper.<sup>69</sup>

### **3.2.5 Mellanliggande steg i en över tiden pågående process**

I en över tiden pågående process som syftar till att förverkliga eller som resulterar i, vissa omständigheter eller en händelse, kan även de mellanliggande stegen i processen som är knutna till förverkligandet av de framtida omständigheterna eller den framtida händelsen anses vara specifik information.<sup>70</sup> Ett mellanliggande steg i en sådan pågående process ska anses vara insiderinformation om den i sig uppfyller de kriterier för insiderinformation som anges i artikel 7 MAR.<sup>71</sup>

För att kunna avgöra vad ett mellanliggande steg i en pågående process innebär ter det sig naturligt att först utreda vad en pågående process är. En stor del av det som i allmänhet betraktas som insiderinformation är i själva verket en pågående process som föregåtts av mellanliggande steg. Det kan exempelvis vara order och investeringsbeslut, väsentliga avtal, företagsförvärv, legala tvister, myndighetsbeslut m.m.<sup>72</sup> I skälen till MAR anges specifika exempel på mellanliggande steg i en över tiden pågående process. Det kan handla om läget i avtalsförhandlingar, villkor som provisoriskt godkänts i avtalsförhandlingar, möjligheten för placering av finansiella instrument och villkor för marknadsföring av finansiella instrument.<sup>73</sup>

---

<sup>69</sup> Ventoruzzo och Picciau (2017) s. 194.

<sup>70</sup> Se artikel 7.2 MAR.

<sup>71</sup> Se artikel 7.3 MAR.

<sup>72</sup> Svanberg och Westermarck (2019) avsnitt 2.2.4.2.

<sup>73</sup> Se ingressen till MAR, skäl 17.



### 3.3 Rekvisit 2 – Informationen är ej offentliggjord

Det andra rekvisitet i 7.1 MAR som ska vara uppfyllt för att viss information ska utgöra insiderinformation, är att informationen inte ska ha offentliggjorts. I bestämmelsen ges ingen vidare vägledning för hur begreppet ska tolkas avseende vem som ska ha offentliggjort informationen eller hur det ska ha gått till. I artikel 17 MAR, som kommer att utredas närmre i nästkommande kapitel, stadgas en skyldighet för emittenter att offentliggöra insiderinformation. Information som offentliggörs i enlighet med artikel 17 MAR kommer också att ses som offentliggjord information i förhållande till artikel 7 MAR, och då heller inte längre utgöra insiderinformation. Däremot finns det en uppfattning i doktrinen att utformningen av artikel 7 MAR torde inkludera fler situationer för när information kan ha blivit offentliggjord än enbart situationen att en emittent offentliggör informationen. Exempelvis kan det ha skett genom ett inkorrekt offentliggörande av en emittent, eller genom att en tredje part så som en nyhetskanal offentliggör informationen.<sup>74</sup>

Hansen menar att det väsentliga att utreda är om informationen finns tillgänglig för konkurrens på marknaden, oavsett hur det har gått till. Föreligger en sådan tillgänglighet ska informationen tolkas som offentliggjord och därmed inte falla in i kategorin insiderinformation. Hansen belyser detta med följande exempel. En man sitter på ett tåg och tittar ut genom fönstret. Av ren tillfällighet ser han att det brinner på en anläggning som ägs av en emittent och förstår då att branden kommer att påverka kursvärdet på den berörda emittentens finansiella instrument. Han ringer omedelbart sin aktiemäklare för att profitera på informationen. Det beskrivna beteendet är accepterat, menar Hansen. Branden är publik och informationen om den är sådan som vem som helst kan agera på om denne är tillräckligt snabb. Med andra ord behöver mannen, som av en ren slump såg branden, inte behöva vänta på att emittenten går ut med informationen och det har

---

<sup>74</sup> Svanberg och Westermarck (2019) avsnitt 2.3.2; Lau Hansen (2017) s. 25.

heller ingen betydelse att andra marknadsaktörer troligtvis ännu är ovetandes om den kurspåverkande informationen.<sup>75</sup>

Ventoruzzo och Picciau menar att avgörandet för huruvida information är offentlig eller inte måste göras från fall till fall med hänsyn till de potentiella mottagarna av informationen och vilken spridningskanal som har använts i det enskilda fallet. Med hänsyn till att vägledning om tolkningen av detta saknas i MAR, bör emellertid en viss restriktivitet hållas. Exempelvis vore det orimligt att se information om ett tyskt läkemedelsbolag noterat på den franska aktiemarknaden, som publicerats i en schweizisk medicinsk tidskrift, som offentliggjord information.<sup>76</sup> Vid bedömningen kan kriterier så som hur stor spridning en informationskanal har, hur intensiv spridningen varit och under hur lång tid som spridningarna har pågått, beaktas.<sup>77</sup>

Värt att belysa är att CESR, föregångaren till ESMA, uttalat sig om det motsvarande rekvisitet som gällde i MAD. Uttalandet skedde i förhållande till insiderhandelsförbudet där CESR framhävde att offentliggjord information även kan avse sådan information som inte offentliggjorts av en emittent i enlighet med artikel 17 MAR. Med andra ord kan information även anses vara offentliggjord om det exempelvis skett genom en tredje man, eller genom en emittent på ett sätt som inte är korrekt enligt artikel 17 MAR.<sup>78</sup>

### **3.4 Rekvisit 3 – Informationen hänför sig till en eller flera emittenter eller ett eller flera finansiella instrument**

Det tredje rekvisitet som ska vara uppfyllt för att viss information ska utgöra insiderinformation är att den direkt eller indirekt rör en eller flera emittenter eller ett eller flera finansiella instrument.<sup>79</sup> Precis som ordalydelsen i

---

<sup>75</sup> Lau Hansen (2017) s. 25.

<sup>76</sup> Ventoruzzo och Picciau (2017) s. 194.

<sup>77</sup> Staikouras, K. Panagiotis (2008), s. 783.

<sup>78</sup> CESR/06-562b, July 2007, punkt. 1.9.

<sup>79</sup> Se artikel 7.1 MAR.

definitionen framhåller, är såväl direkt som indirekt information av relevans. Information som härstammar från en emittents verksamhetsfär anses vara information som direkt berör den. Det kan exempelvis vara affärsresultat, företagsförvärv där emittenten har en inblandning, legala tvister, skador på bolagets egendom, byte av revisionsbolag, och så vidare. Däremot kan även information som inte härstammar från emittentens verksamhetsfär anses vara information som direkt berör emittenten, exempelvis information om uppköpserbjudanden och tvångsinlösenprocesser.<sup>80</sup>

Information som indirekt berör emittenten kan dels röra sig om information som ligger utanför emittentens verksamhetsfär, dels som inte påverkar kontrollen över emittenten men kan påverka prestationen eller resultatet. Nya lagar eller föreskrifter som påverkar emittentens verksamhet, beslut om ändrade räntekurser från centralbanker, finanspublikationer som rangordnar olika bolags ställningar på marknaden, är några exempel.<sup>81</sup>

## **3.5 Rekvisit 4 – Informationen skulle sannolikt ha en väsentlig inverkan på priset**

### **3.5.1 Inledning**

Det fjärde och sista rekvisitet som ska vara uppfyllt för att viss information ska anses vara insiderinformation är att informationen, om den offentliggjorts, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på de berörda finansiella instrumenten.<sup>82</sup>

Rekvisitet preciseras närmre i artikel 7.4 första stycket MAR enligt följande:

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

---

<sup>80</sup> Svanberg och Westermarck (2019) avsnitt 2.4.

<sup>81</sup> Ibid.

<sup>82</sup> Se artikel 7.1 MAR.

investeringsbeslut.”

### **3.5.2 Vem är den förnuftiga investeraren?**

Bedömningen av rekvisitet benämns vanligtvis som ”det förnuftiga investerare-testet” i doktrinen. MAR ger ingen vägledning rörande vem den förnuftiga investeraren kan vara eller vilken kunskap eller branschkunskap en sådan person ska anses ha. Det torde kunna antas att begreppet är menat att syfta på personer som tänker och betar sig på ett rationellt sätt.<sup>83</sup> Viss praxis har gett sken om att den förnuftiga investeraren inte nödvändigtvis syftar på en professionellt kunnig person inom investeringar, utan att bedömningen även beaktar hur helt vanliga köpare skulle agera.<sup>84</sup>

### **3.5.3 Vilken information skulle en förnuftig investerare beakta?**

I skälen till MAR stadgas att förnuftiga investerare baserar sina investeringsbeslut på information som de redan har tillgång till, det vill säga tillgänglig förhandsinformation. Vad en förnuftig investerare rimligtvis skulle beakta i samband med ett investeringsbeslut bör således utvärderas med utgångspunkt av den tillgängliga förhandsinformation som finns. En sådan bedömning måste ta hänsyn till de förväntade effekterna av dessa uppgifter i ljuset av den berörda emittentens verksamhet som helhet, informationskällans tillförlitlighet och alla andra marknadsvariabler som kan förväntas påverka de finansiella instrumenten. Vidare stadgas att efterhandsinformation kan användas som en kontroll för antagandet att förhandsinformationen var priskänslig, men däremot inte för att vidta åtgärder mot personer som drog rimliga slutsatser av den förhandsinformation de hade tillgång till.<sup>85</sup> I exempelvis Nasdaq Stockholms disciplinnämnds beslut ses

---

<sup>83</sup> Ventrizzo och Picciau (2017) s. 202.

<sup>84</sup> Se t.ex. Kammarrätten i Stockholm, dom 2016-11-09 i mål 315-16 och disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2019:01 *Cyxone*.

<sup>85</sup> Se ingressen till MAR, skäl 14 och 15.

en återkommande argumentation som stödjer sig på sådan efterhandsbedömning.<sup>86</sup>

En frågeställning som kan uppkomma avseende rekvisitet är huruvida det uppställer ett krav på att informationen sannolikt ska leda till en faktisk väsentlig prisförändring, eller om det är tillräckligt att en förnuftig investerare enbart beaktar informationen vid investeringsbeslutet. EU-domstolen uttalade sig i C-45/08 *Spector Photo Group NV mot Chris Van Raemdonck*, att informationens förmåga att väsentligt inverka på priset måste bedömas mot bakgrund av dess innehåll och av sammanhanget. Det är inte nödvändigt att pröva om offentliggörandet av information faktiskt haft en väsentlig inverkan på priset på det finansiella instrument som informationen avser.<sup>87</sup> Svanberg och Westermark menar att artikel 7.1 MAR måste tolkas mot bakgrund av ordalydelsen i artikel 7.4 MAR. Ordalydelsen i den förstnämnda artikeln ger inte uttryck för ett krav på att det ska ske en faktisk prisuppgång eller prisnedgång, och preciseringen i den sistnämnda artikeln fastslår att rekvisitet avser information som en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja som grund för sitt investeringsbeslut. Utifrån detta torde rekvisitet vara uppfyllt oavsett om en väsentlig prisförändring i form av en prisuppgång alternativt en prisnedgång sker.<sup>88</sup> Sammantaget får hänvisningen till prispåverkan förstås som att en förnuftig investerare skulle vilja ha informationen och att den typiskt sett påverkar priset på finansiella instrument av olika slag.<sup>89</sup>

Den nyss beskrivna tolkningen stöds även av disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2017-06 *Skandinaviska Enskilda Banken, SEB*. I fallet hade SEB:s VD beslutat sig för att avgå och börsen gjorde gällande att denna information var insiderinformation som bolaget inte offentliggjort vid rätt tidpunkt, alternativt inte beslutat att skjuta upp offentliggörandet av. En central frågeställning som disciplinnämnden hade att besvara var om

---

<sup>86</sup> Se t.ex. disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2019:01 *Cyxone* och beslut 2016:2 *PA Resources*.

<sup>87</sup> C-45/08 *Spector Photo Group NV mot Chris Van Raemdonck*, EU:C:2009:806 punkt 69.

<sup>88</sup> Svanberg och Westermark (2019) avsnitt 2.5.2.

<sup>89</sup> Eklund och Stattin (2016) s. 414; Nasdaq Stockholm, 'Handledningstext, Nasdaq Stockholm, punkt 3.1 regelverk för emittenter – 1 maj 2020' s. 2.

informationen i fråga överhuvudtaget kunde klassificeras som insiderinformation. Nämnden framhöll att ett VD-byte inte som regel kan förväntas vara kurspåverkande, utan att en bedömning ska göras från fall till fall. I det förevarande fallet hade VD:n i fråga haft anställningen hos SEB i tolv år och lett banken genom finanskrisen år 2008. Nämnden framhävde att faktumet att informationen inte kom att leda till någon faktisk kursrörelse saknade betydelse för bedömningen om informationen kunde förväntas vara kurspåverkande i det avseende att en förnuftig investerare skulle utnyttja den som en del i ett investeringsbeslut. Nämndens slutsats var att SEB inte fullföljt förpliktelserna enligt MAR och börsens emittentregelverk. Redan vid tidpunkten då styrelseordförande i SEB beslutat att sammankalla till styrelsemöte i anledning av den förda diskussionen med VD:n och dennes avgång, förelåg insiderinformation. Bolaget skulle således ha fattat ett beslut om ett uppskjutet offentliggörande och upprätta en insiderförteckning vid denna tidpunkt.<sup>90</sup>

Av ovan framförda kan en distinktion göras mellan dels kursförändrande insiderinformation, dels kursneutral insiderinformation. Båda varianterna är sådan information som en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut. Däremot är det endast den förstnämnda som i realiteten skulle innebära en faktisk prisuppgång eller prisnedgång.<sup>91</sup> Andra aspekter att ta i beaktande vid bedömningen för huruvida viss information skulle beaktas av en förnuftig investerare, är vilken situation som en emittent befinner sig i och vilken typ av emittent det rör sig om. Bedömningen kan exempelvis skilja sig åt beroende på om det rör sig om en mindre emittent i en utvecklingsfas alternativt en större etablerad emittent med en stabil verksamhet och med en stabil ekonomi. Även branschtillhörighet och marknadsutveckling kan få betydelse.<sup>92</sup>

---

<sup>90</sup> Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2017-06 *Skandinaviska Enskilda Banken*, s. 7 f.

<sup>91</sup> Svanberg och Westermarck (2019) avsnitt 2.5.2.

<sup>92</sup> Svanberg och Westermarck (2019) avsnitt 2.5.2; CESR/06-562b, July 2007, punkt. 1.14.

CESR, föregångaren till ESMA, har även gett viss vägledning kring tolkningen av det likalydande rekvisitet som fanns i MAD. I vägledningen framhåller CESR att det inte är lämpligt att fastställa en viss nivå i procent för när en väsentlig prisinverkan ska anses föreligga. Istället ska en rad olika omständigheter och faktorer beaktas, exempelvis beslutets eller händelsens förväntade omfattning eller betydelse i relation till hela emittentens verksamhet, betydelsen av den nya informationen i förhållande till de faktorer som avgör prissättningen på de finansiella instrumenten och tillförlitligheten hos källan. Även andra variabler som påverkar priset på de aktuella finansiella instrumenten ska beaktas, så som t.ex. avkastning, volatilitet, volym, efterfrågan m.m.<sup>93</sup> Vidare staplar CESR upp tre användbara indikationer på att information sannolikt kommer att ha en väsentlig prisseffekt och som bör beaktas vid bedömningen. En indikation kan exempelvis vara om liknande information tidigare har haft en väsentlig påverkan på priset på de finansiella instrumenten, eller om befintliga analyser, forskningsrapporter och bedömningar indikerar på att den aktuella informationen är priskänslig. En annan indikation är om emittenten vid tidigare tillfällen bedömt vissa omständigheter eller händelser som insiderinformation.<sup>94</sup>

I CESR:s vägledning förs även en kort diskussion om kravet på sannolikhet i det förevarande rekvisitet. CESR framhäver att om det enbart finns en möjlighet för en prispåverkan så är det inte tillräckligt för att utlösa exempelvis kravet på offentliggörande för emittenten. Det är å andra sidan inte ett krav att det ska vara helt säkert att priset kommer att påverkas.<sup>95</sup>

En annan frågeställning som diskuterats i doktrinen är huruvida den förnuftiga investeraren förväntas beakta eventuellt irrationellt beteende på marknaden, och inte bara sådan information som i regel bör påverka priset på finansiella instrument. Ventoruzzo och Picciau menar att om utgångspunkten är att det rent faktiskt förekommer irrationellt beteende på marknaden, kan

---

<sup>93</sup> CESR/06-562b, July 2007, punkt. 1.13.

<sup>94</sup> Ibid. punkt. 1.14.

<sup>95</sup> Ibid. punkt. 1.12.

det å ena sidan argumenteras för att även sådan information beaktas av en förnuftig investerare och således får betydelse för det förnuftiga investerartestet. Det vore i en sådan situation oförnuftigt av en investerare att inte beakta information som rent faktiskt kommer att påverka priset på ett finansiellt instrument, trots att det objektivt sett är fråga om ett irrationellt agerande av marknaden. Dessutom skulle det vara ett för lättvindigt motargument för en aktör som utnyttjat och handlat med insiderinformation att kunna hävda att marknaden reagerat irrationellt på den berörda informationen och att en förnuftig investerare rent faktiskt inte tillmätt den någon betydelse.<sup>96</sup>

De menar å andra sidan att rekvisitets hänvisning till en ”förnuftig investerare” skulle förlora sin betydelse, eller åtminstone ge ytterst lite vägledning, om även irrationellt agerande från marknaden förväntas beaktas av en förnuftig investerare. Det kan dessutom förekomma att marknaden inte är tillräckligt informationseffektiv i alla lägen, det vill säga att offentliggjord och tillgänglig information inte omedelbart och effektivt återspeglas i marknadspriset. En förenklad bedömningsmodell är därför nödvändig för att inte riskera att tillämpa en allt för inkonsekvent bedömning i förhållande till verkligheten. Potentiellt irrationellt agerande bör därmed falla utanför bedömningen och nyckelfrågan vid bedömningen bör istället vara vilken information som rent teoretiskt är relevant för fristående förnuftiga investeringsbeslut.<sup>97</sup>

Avslutningsvis kan belysas att vad som menas med insiderinformation kan variera från emittent till emittent och bero på en rad olika omständigheter. Det är därför nödvändigt att göra en bedömning i varje enskilt fall för att på ett korrekt sätt kunna avgöra om det rör sig om insiderinformation eller inte. Särskilt vid komplicerade fall är den centrala utmaningen vid tillämpningen av förordningen att fastställa vad som utgör, respektive inte utgör, insiderinformation och i så fall när.<sup>98</sup> Nasdaq Stockholm har i sin handledning

---

<sup>96</sup> Ventrizzo och Picciau (2017) s. 201; Svanberg och Westermark (2019) avsnitt 2.5.5; jfr disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2013:8 *Medivir*.

<sup>97</sup> Ventrizzo och Picciau (2017) s. 201; Svanberg och Westermark (2019) avsnitt 2.5.5.

<sup>98</sup> Sjöman, Erik (2019), s. 883.



om offentliggörande av insiderinformation angett exempel på information som ofta utgör insiderinformation. Några av de exemplen som ställs upp är: investeringsbeslut, order, samarbetsavtal eller andra väsentliga avtal, köp och försäljning av bolag eller verksamhet, pris- eller valutaförändringar, kredit- och kundförluster, legala tvister och myndighets- och domstolsbeslut, finansiella svårigheter, revisionsberättelse, genomgripande förändringar av emittentens verksamhet med mera.<sup>99</sup>

### 3.6 ESMA:s utvärdering av MAR

I september 2020 utgav ESMA en så kallad *MAR Review report*<sup>100</sup> som är den första djupgående granskningen av regelverket sedan dess genomförande år 2016. ESMA inhämtade 97 stycken svar från olika aktörer inom EU, exempelvis kreditinstitut, emittenter, och handelsplatser.<sup>101</sup> Intentionen är att de rekommendationer som ESMA lämnat i rapporten i ett senare led kommer att ingå i Europeiska kommissionens granskning av MAR. Rapporten har sammantaget visat att MAR i sin helhet har fungerat väl i praktiken och i enlighet med dess syfte. En av punkterna som granskats i rapporten, och som är av relevans att framhålla, är definitionen av insiderinformation i artikel 7 MAR. ESMA ville särskilt få marknadsaktörers synpunkter kring huruvida den nuvarande utformningen av definitionen är lämplig för att effektivt förhindra marknadsmissbruk, om det uppstått någon problematik avseende att identifiera vilken typ av information som ska anses vara insiderinformation, och om det uppkommit någon information som borde utgöra insiderinformation men som nu inte täcks av definitionen.<sup>102</sup>

Huvudsakligen var marknadsaktörerna av uppfattningen att definitionen av insiderinformation är tillräckligt bred i sin utformning för att bekämpa olika typer av marknadsmissbruk. ESMA delar denna uppfattning och menar att

---

<sup>99</sup> Nasdaq Stockholm, 'Handledningstext, Nasdaq Stockholm, punkt 3.1 regelverk för emittenter – 1 maj 2020' s. 3.

<sup>100</sup> ESMA70-156-2391, 2020-09-23.

<sup>101</sup> ESMA70-156-2391, 2020-09-23, s. 13.

<sup>102</sup> ESMA70-156-1459, 2019-10-03, s. 30 f.; jfr artikel 38 MAR.

den nuvarande utformningen av definitionen balanserar bekämpandet av olika typer av marknadsmissbruk, samtidigt som den gör det möjligt för marknadsaktörer att identifiera vilken typ av information som utgör insiderinformation.<sup>103</sup> Emellertid menade en minoritet av de marknadsaktörer som lämnat sina synpunkter att vissa ändringar av definitionen är nödvändiga, vilket ESMA menar kan riskera rättslig osäkerhet. Definitionen är så nära sammankopplad med andra bestämmelser i MAR och en ändring av definitionen skulle kunna leda till oönskade konsekvenser, varför alla typer av ändringar måste övervägas med försiktighet. Marknadsaktörernas förslag på ändringar syftade sammantaget till att göra definitionen mer snäv, för att minska tolkningsosäkerhet. ESMA menar å sin sida att en sådana ändringar kan resultera i ett minskat skydd för investerare och även minska deras förtroende för marknaden. Med beaktande av både de förslag på ändringar som lagts fram, och de eventuella risker som ändringarna kan innebära, rekommenderar ESMA att kommissionen behåller definitionens nuvarande lydelse.<sup>104</sup>

Flera av de svarande marknadsaktörerna belyste att definitionen av insiderinformation är svår att tolka och att det i många fall är svårt att dra en gräns för vilken information som ska, respektive inte ska, anses vara insiderinformation. Detta kan exempelvis resultera i förhöjda kostnader för att se till att efterleva regelverket, och även riskera att information felaktigt bedöms vara insiderinformation för att det finns tvivel, eller tvärtom, att en sådan bedömning skjuts upp eller undvikts för att det finns ett tvivel. Marknadsaktörerna begärde således vägledning avseende vissa delar av definitionen, samt för vissa specifika situationer. Vad gäller definitionen önskades exempelvis vägledning rörande hur ”det förnuftiga investerartestet” förhåller sig till, och samverkar med, att informationen ska ha en väsentlig inverkan på priset. De efterfrågade även hur sannolikt det ska vara i en procentsats, som omständigheter rimligtvis kan komma ett föreliggande eller en händelse kan förväntas inträffa, för att vara av specifik natur. Även när

---

<sup>103</sup> ESMA70-156-2391, 2020-09-23, s. 55.

<sup>104</sup> ESMA70-156-2391, 2020-09-23, s. 56 f.

information ska anses vara offentliggjord, och om detta exempelvis är fallet när någonting publiceras i sociala medier. ESMA konstaterar att många av de delar som marknadsaktörerna belyst behöver klargöras och ges vägledning kring. Sådan vägledning skulle vara positivt både för emittenter och marknadsaktörer, såväl som att det försäkrar en konsekvent tolkning av särskilda krav som ges på EU-nivå.<sup>105</sup>

---

<sup>105</sup> ESMA70-156-2391, 2020-09-23, s. 55 f.

# 4 Skyldigheter och förbud i MAR

## 4.1 Inledning

I förordningen uppställs en skyldighet för emittenter att offentliggöra insiderinformation, närmare bestämt i artikel 17 MAR, med en viss möjlighet att skjuta upp ett sådant offentliggörande. Det finns även en skyldighet att föra en insiderförteckning som stadgas i artikel 18 MAR. Vidare reglerar förordningen förbud mot tre typer av marknadsmissbruk: insiderhandelsförbudet i artikel 8 och 14 MAR, förbudet mot olagligt röjande av insiderinformation i artikel 10 och 14 MAR, och slutligen förbudet mot marknadsmanipulation i artikel 12 och 15 MAR. Samtliga nämnda regleringar samverkar med varandra och syftar gemensamt till att skapa en effektiv och rättvis marknad som allmänheten har förtroende för. De har däremot delvist separata syften som kan vara viktiga att förstå och urskilja.<sup>106</sup>

Förbudet med insiderhandel är centralt för att upprätthålla allmänhetens förtroende då det förhindrar utnyttjanden av informationsövertag på marknaden. Förbudet mot att olagligen röja insiderinformation har en nära koppling till insiderhandelsförbudet i den mening att det minimerar spridningen av insiderinformation och således möjligheten för personer att utnyttja och handla med den. Skyldigheten för emittenter att offentliggöra insiderinformation syftar, förutom att motverka insiderhandel, att säkerställa att investerare inte vilseleds. Den fungerar som en prissättningsmekanism som ser till att marknaden informeras korrekt och att priserna på bästa möjliga sätt speglar denna information. Detta bidrar i sin tur till att allmänhetens förtroende för marknaden upprätthålls. Regleringen om förbudet mot marknadsmanipulation hindrar att prissättningsmekanismen på värdepappersmarknaderna sätts ur spel genom att allmänheten får felaktig

---

<sup>106</sup> Lau Hansen (2017) s. 24 f.; Svanberg och Westermark (2019) avsnitt 1.3.

information.<sup>107</sup> Med anledning av att förbudet mot marknadsmanipulation saknar koppling till definitionen av insiderinformation kommer det, precis som ovan framhållits, inte vara föremål för utredning i detta examensarbete.

## **4.2 Offentliggörande av insiderinformation**

### **4.2.1 Inledning**

En emittent är skyldig att så snart som möjligt informera allmänheten om insiderinformation som direkt berör den emittenten. Offentliggörandet ska ske på ett sätt som ger allmänheten en snabb tillgång till informationen och möjlighet till en fullständig och korrekt bedömning i rätt tid genom den officiellt valda mekanism som stadgas i det så kallade öppenhetsdirektivet<sup>108</sup>. Emittenten ska inte kombinera offentliggörande av insiderinformation för allmänheten med marknadsföring av sin verksamhet och informationen ska läggas ut och finnas tillgänglig på emittentens webbplats under en period om minst fem år.<sup>109</sup>

Skyldigheten avser alla emittenter som ansökt om upptagande till handel, eller godkänt att deras finansiella instrument upptas till handel på en reglerad marknad i en medlemsstat. Den gäller även för emittenter som har godkänt att deras finansiella instrument handlas på en MTF- eller OTF-plattform eller som ansökt om upptagande till handel av deras finansiella instrument på en MTF-plattform i en medlemsstat.<sup>110</sup>

---

<sup>107</sup> Lau Hansen (2017) s. 24 f.; Svanberg och Westermark (2019) avsnitt 1.3.

<sup>108</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG.

<sup>109</sup> Se artikel 17.1 första och andra stycket MAR.

<sup>110</sup> Se artikel 17.1 tredje stycket MAR.

## 4.2.2 När ska offentliggörandet genomföras?

Som ordalydelsen i artikel 17.1 MAR uttrycker ska offentliggörandet ske så snart som möjligt. MAR stadgar inte någon närmre precisering avseende hur detta uttryck ska tolkas. I doktrinen har Schmauch kommenterat uttrycket och menar att det inte längre är tillåtet att invänta nästa handelsdag innan informationen offentliggörs, så som det tidigare funnits en viss möjlighet till. Uppstår exempelvis insiderinformation på en fredagseftermiddag, är det allt för lång tid att invänta handelns återupptagande efter helgen eller ens att invänta nästa dag innan ett offentliggörande genomförs.<sup>111</sup>

Nasdaq Stockholm har även kommenterat begreppet, både i sin handledning om offentliggörande av insiderinformation, och i sina publicerade ”frågor och svar” på börsens hemsida. Börsen framhåller att begreppet ”så snart som möjligt” inte på förhand kan bestämmas till en allmängiltig nivå. Begreppet ska ses som en skyndsamhetprincip med en utgångspunkt om att enbart en kort tid från det att informationsskyldigheten uppstår, tills det att offentliggörandet fullgjorts, är acceptabelt. Tidsspannet däremellan ska inte vara längre än vad som krävs för att fullgöra offentliggörandet, och ska även kunna motiveras på goda grunder. Det finns emellertid en förståelse för att ett offentliggörande kräver viss administreringstid. Hur långt det acceptabla tidsspannet får vara ska bedömas utifrån den aktuella informationens karaktär och betydelse för emittenten, samt de nödvändiga administrativa procedurerna. Det är exempelvis skillnad på om ett offentliggörande kunnat förberedas i jämförelse med om insiderinformation uppstått plötsligt och oförutsett. I det sistnämnda fallet krävs naturligen ofta mer tid för att kunna hantera ett offentliggörande.<sup>112</sup>

---

<sup>111</sup> Schmauch (2018) s. 198.

<sup>112</sup> Nasdaq Stockholm, 'Handledningstext, Nasdaq Stockholm, punkt 3.1 regelverk för emittenter – 1 maj 2020' s. 3 f.; Nasdaq Stockholm, 'Offentliggörande av information: fråga & svar', punkt 1.21.

### 4.2.3 Vad ska offentliggöras?

Förutom det tidsmässiga kravet för när insiderinformation måste offentliggöras, uppställer artikel 17.1 MAR även krav på själva innehållet i offentliggörandet. Informationen ska offentliggöras på ett sätt som ger allmänheten möjlighet till en fullständig och korrekt bedömning av informationen. I Nasdaq Stockholms handledning framhålls att bedömningen i detta avseende måste avgöras i det enskilda fallet, beroende på vilken typ av insiderinformation det rör sig om och således vilka typer av uppgifter som måste inkluderas i offentliggörandet. Bestämmelsen om offentliggörande av insiderinformation är tvingande och en emittent kan således inte undgå det, eller utesluta relevanta detaljer, genom att hävda att denne ingått ett sekretessavtal med annan part. Således har informationsplikten till marknaden företräde framför civilrättsliga avtalsklausuler.<sup>113</sup> Har ett sekretessavtal däremot tecknats mot bakgrund av lag eller annan reglering kan det i vissa situationer vara legitimt att avstå eller skjuta upp offentliggörandet av insiderinformationen i fråga.<sup>114</sup>

Det kan poängteras att skyldigheten att offentliggöra insiderinformation enbart avser information som direkt berör emittenten, till skillnad från definitionen av insiderinformation där både indirekt och direkt kopplad information till en emittent kan bli relevant och falla in under definitionen. Vidare behöver informationen i fråga rent faktiskt innehas av emittenten för att denne ska bli skyldig att offentliggöra informationen.<sup>115</sup>

---

<sup>113</sup> Nasdaq Stockholm, 'Handledningstext, Nasdaq Stockholm, punkt 3.1 regelverk för emittenter – 1 maj 2020' s. 3 f.; Nasdaq Stockholm, 'Offentliggörande av information: fråga & svar', punkt 1.25.

<sup>114</sup> Örtengren (2017) s. 195.

<sup>115</sup> Svanberg och Westermarck (2019) avsnitt 2.4; Lau Hansen (2017) s. 24.

## 4.2.4 Hur och var ska offentliggörandet genomföras?

I genomförandeförordningen<sup>116</sup>, framgår att emittenten ska offentliggöra insiderinformation med tekniska medel på ett icke-diskriminerande och kostnadsfritt sätt, med en spridning till en så stor allmänhet som möjligt och samtidigt i hela unionen.<sup>117</sup> Innebörden av det i praktiken är att emittenten ska offentliggöra insiderinformation genom ett pressmeddelande som distribueras genom en väletablerad nyhetsdistributör, vilken kan tillse att informationen förmedlas till medier som anses ha en rimlig nivå av förtroende från allmänheten för att garantera dess effektiva spridning. Nyhetsdistributörer i Sverige är inte föremål för något godkännande av myndighet eller marknadsplatserna, men det finns ett antal som är väletablerade och som får antas kunna säkerställa erforderlig spridning.<sup>118</sup>

Förmedlingen till media ska ske via elektroniska medel som garanterar att informationens fullständighet, tillförlitlighet och sekretess upprätthålls under överföringen. Det ska tydligt gå att utläsa att den förmedlade informationen är insiderinformation, ämnet för insiderinformationen, emittentens fullständiga officiella namn, vilken fysisk person som lämnat informationen samt tid och datum för när den lämnats för offentliggörande.<sup>119</sup> Värt att uppmärksamma i detta avseende är att det inte är tillåtet att offentliggöra insiderinformation i ett pressmeddelande med en etikett som refererar till MAR, om pressmeddelandet de facto inte innehåller insiderinformation.<sup>120</sup>

Vidare ska insiderinformationen som offentliggörs samtidigt tillhandahållas den aktuella börsen och publiceras på emittentens webbplats, där den ska

---

<sup>116</sup> 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.

<sup>117</sup> Se artikel 2.1 genomförandeförordningen.

<sup>118</sup> Nasdaq Stockholm, 'Handledningstext, Nasdaq Stockholm, punkt 3.1 regelverk för emittenter – 1 maj 2020' s. 7.

<sup>119</sup> Artikel. 2.1 b genomförandeförordningen.

<sup>120</sup> Örtengren (2017) s. 195.



finnas tillgänglig i minst fem år. Genomförandeförordningen stadgar vissa krav på offentliggörandet av informationen på emittentens webbplats, exempelvis att informationen måste vara kostnadsfri, att användare ska kunna lokalisera insiderinformationen i en lätt identifierbar del av webbplatsen, att informationen är daterad m.m.<sup>121</sup> Dessutom ska insiderinformationen rapporteras till Finansinspektionens börsdatabas, som är den svenska officiella utsedda mekanism som avses i artikel 21 i öppenhetsdirektivet.<sup>122</sup>

När en emittent offentliggör insiderinformation upphör informationen att utgöra insiderinformation enligt definitionen i artikel 7 MAR. Likväl blir insiderhandelsförbudet och olagligt röjande av insiderinformation inte längre gällande avseende informationen. I doktrinen menar Hansen att denna korrelation går åt ena hållet, men nödvändigtvis inte åt andra hållet. Om exempelvis en nyhetskanal publicerar insiderinformation om en emittent, som emittenten är skyldig att offentliggöra, upphör informationen i sig att utgöra insiderinformation enligt definitionen men inte nödvändigtvis emittentens skyldighet att offentliggöra informationen. Detta beror på att syftet med artikel 17 MAR inte enbart är att insiderinformation ska offentliggöras, utan även att offentliggörandet av informationen sker på ett fullständigt och korrekt sätt. Skyldigheten att offentliggöra innefattar således insiderinformation som emittenten innehar och som inte är tillgänglig för marknaden på ett sätt som förordningen föreskriver.<sup>123</sup> I detta avseende har Schamuch hänvisat till artikel 17.7 och 17.8 i MAR som behandlar ryktesspridning och informationsläckage och att det inte kan ersätta ett korrekt offentliggörande enligt förordningen.<sup>124</sup>

---

<sup>121</sup> Se artikel 3 genomförandeförordningen.

<sup>122</sup> Nasdaq Stockholm, 'Handledningstext, Nasdaq Stockholm, punkt 3.1 regelverk för emittenter – 1 maj 2020' s. 7.

<sup>123</sup> Lau Hansen (2017) s. 26.

<sup>124</sup> Schmauch (2018) s. 201.

## 4.2.5 Möjligheten att skjuta upp ett offentliggörande

Emittenter har en viss möjlighet att på eget ansvar skjuta upp ett offentliggörande av insiderinformation, förutsatt att emittenten kan visa att följande tre kumulativa villkor är uppfyllda:

- Omedelbart offentliggörande skadar sannolikt legitima intressen för emittenten eller deltagaren på marknaden.
- Det är inte sannolikt att ett uppskjutet offentliggörande vilseleder allmänheten.
- Emittenten kan säkerställa att informationen förblir konfidentiell.<sup>125</sup>

Vid offentliggörande av insiderinformation som uppkommer under pågående processer gäller även det ovan framförda, att samtliga tre villkor ska vara uppfyllda.<sup>126</sup>

ESMA ska utfärda riktlinjer om sådana legitima intressen hos emittenter som avses i första punkten, samt i vilka typer av situationer som ett uppskjutet offentliggörande sannolikt kan vilseleda allmänheten som avses i andra punkten ovan.<sup>127</sup> Vad gäller legitima intressen har ESMA exempelvis uppställt situationen då en emittent deltar i förhandlingar vilka resultat sannolikt skulle äventyras av ett omedelbart offentliggörande, eller då en emittent har utvecklat en produkt eller uppfinning och ett omedelbart offentliggörande av sådan information sannolikt skulle äventyra emittentens immateriella rättigheter. Vidare har ESMA tagit upp situationen då en emittent planerar att köpa eller sälja ett större innehav i ett företag och offentliggörandet av sådan information sannolikt skulle äventyra genomförandet av planen, eller då emittentens ekonomiska bärkraft är i allvarlig och överhängande fara och ett omedelbart offentliggörande av insiderinformationen allvarligt skulle skada intressena hos befintliga och

---

<sup>125</sup> Se artikel 17.4 MAR.

<sup>126</sup> Se artikel 17.4 andra stycket MAR.

<sup>127</sup> Se artikel 17.11 MAR.

potentiella aktieägare genom att äventyra slutförandet av förhandlingar med syftet att säkerställa emittentens ekonomiska återhämtning.<sup>128</sup>

Vad gäller tillämpningen av den andra punkten, har ESMA belyst omständigheter som inkluderas i de situationer där ett uppskjutet offentliggörande av insiderinformation sannolikt vilseleder allmänheten. En sådan omständighet är om insiderinformation som en emittent avser att skjuta upp offentliggörandet av, väsentligt avviker från emittentens tidigare offentliggjorda meddelanden om den fråga som insiderinformationen avser. En annan omständighet är om informationen gäller det faktum att emittentens finansiella mål troligtvis inte kommer att uppnås, om dessa mål tidigare har meddelats offentligt. Slutligen belyser ESMA omständigheten att informationen står i strid med marknadens förväntningar, om sådana förväntningar baseras på signaler som emittenten tidigare har skickat till marknaden genom exempelvis intervjuer, vid presentationsmöten med investerare eller i annan typ av kommunikation som härrör från, eller har godkänts av, emittenten.<sup>129</sup>

Kan informationen som varit föremål för ett uppskjutet offentliggörande inte längre förbli konfidentiell, ska emittenten så snart som möjligt offentliggöra den. Detta innefattar även sådana situationer då ett rykte uttryckligen hänför sig till insiderinformation vars offentliggörande skjutits upp, när detta rykte är tillräckligt tydligt för att påvisa att det inte längre kan säkerställas att informationen förblir konfidentiell.<sup>130</sup> Det bakomliggande syftet här är att säkerställa en likabehandling av investerare och det är således inte möjligt att invända att hemlig information enbart sprids, eller riskerar att spridas, till en begränsad krets av mottagare.<sup>131</sup> Tydlighetskravet ska ses i ljuset av definitionen av insiderinformation där informationen ska vara av specifik natur. Med andra ord, om ryktet börjar bli så pass tydligt att det i närmaste är

---

<sup>128</sup> ESMA/2016/1478, 2016-10-20, s. 4 f.; jfr ingressen till MAR, skäl 50.

<sup>129</sup> ESMA/2016/1478, 2016-10-20, 5 f.

<sup>130</sup> Se artikel 17.7 MAR.

<sup>131</sup> Schmauch (2018) s. 213.

lika specifikt som insiderinformationen och denna insiderinformation inte längre kan hållas hemlig, ska ett offentliggörande ske.<sup>132</sup>

Om en emittent, eller en person som handlar på emittentes vägnar eller för emittentens räkning, röjer insiderinformation till en utomstående som ett normalt led i fullgörande av tjänst, verksamhet eller åligganden, ska denna information offentliggöras fullständigt och effektivt. Om det rör sig om avsiktligt offentliggörande ska det ske samtidigt, och om det rör sig om ett oavsiktligt ska det ske så snart som möjligt. Emellertid gäller detta inte om personen som mottar informationen är skyldig att inte röja denna, oberoende av om denna skyldighet grundar sig på lagar och andra förordningar, bolagsordningar eller ett avtal.<sup>133</sup>

Beslutar emittenten att skjuta upp ett offentliggörande av insiderinformationen, och informationen sedan upphör att utgöra insiderinformation, upphör även skyldigheten att offentliggöra den i enlighet med artikel 17.1 MAR. Således är emittenten inte längre skyldig att vare sig offentliggöra eller att informera Finansinspektionen om att informationen varit föremål för ett uppskjutet offentliggörande.<sup>134</sup>

Ett beslut om att skjuta upp ett offentliggörande av insiderinformation i enlighet med 17.4 MAR ska dokumenteras med tekniska medel som garanterar att den angivna informationen är tillgänglig, läsbar och går att bevara i ett varaktigt medium. Vad gäller innehållet i denna dokumentation uppställs vissa krav. Dokumentationen ska i vart fall innehålla datum och tidpunkterna för när insiderinformationen för första gången fanns hos emittenten, när beslutet om att skjuta upp offentliggörandet av insiderinformationen fattades och när emittenten troligtvis kommer att offentliggöra insiderinformationen. Vidare ska dokumentationen innehålla identiteten på de personer hos emittenten som är ansvariga för att ha fattat beslutet om att skjuta upp offentliggörandet och beslutet om början på

---

<sup>132</sup> Schmauch (2018) s. 214.

<sup>133</sup> Se artikel 17.8 MAR.

<sup>134</sup> ESMA70-145-111, 2019-03-29, fråga 5.2.

uppskjutandet och dess troliga slut, ansvariga för att garantera den pågående kontrollen av villkoren för uppskjutandet, ansvariga för att fatta beslut om att offentliggöra insiderinformationen och ansvariga för att tillhandahålla den begärda informationen om uppskjutandet och den skriftliga förklaringen till den behöriga myndigheten. Även bevis om den ursprungliga uppfyllelse av de villkor som krävs för att få skjuta upp ett offentliggörande, samt förändringar beträffande denna uppfyllelse under perioden för uppskjutandet, ska finnas dokumenterat.<sup>135</sup>

När informationen i fråga sedan offentliggörs för allmänheten ska emittenten omedelbart informera Finansinspektionen om att informationen varit föremål för ett uppskjutet offentliggörande. Anmälan ska ske via mejl och exempelvis innehålla uppgifter om datum och tid för offentliggörandet, datum och tid för beslutet att skjuta upp offentliggörandet, identiteten på de personer som var ansvariga för beslutet att skjuta upp offentliggörandet m.m. Därefter kan Finansinspektionen begära in en skriftlig förklaring av emittenten om hur denne uppfyllt villkoren i artikel 17.4 MAR som stöd för det uppskjutna offentliggörandet.<sup>136</sup>

## **4.3 Förbudet mot insiderhandel**

### **4.3.1 Allmänna definitionen av förbudet**

Det är enligt artikel 14 MAR förbjudet att ägna sig åt, eller försöka ägna sig åt, insiderhandel.<sup>137</sup> Insiderhandel anses föreligga när en person förfogar över insiderinformation och utnyttjar denna genom att för egen eller annans räkning, direkt eller indirekt, förvärva eller avyttra finansiella instrument som informationen rör. Insiderhandel anses också förekomma när en person utnyttjar insiderinformation genom att återkalla eller ändra en handelsorder

---

<sup>135</sup> Se artikel 4.1 genomförandeförordningen; Nasdaq Stockholm, 'Handledningstext, Nasdaq Stockholm, punkt 3.1 regelverk för emittenter – 1 maj 2020' s. 7 f.

<sup>136</sup> Se artikel 17.4 tredje stycket MAR; artikel 4.2 och 4.3 genomförandeförordningen; Finansinspektionen, 'Frågor och svar om insiderinformation', uppdaterad 2019-05-16, punkt 3.1 och 3.4; Jfr prop. 2016/17:22 s. 186.

<sup>137</sup> Se artikel 14 a MAR.

som avser ett finansiellt instrument som informationen rör, om handelsordern lades innan personen fick tillgång till insiderinformationen.<sup>138</sup>

Av skälen till MAR framgår att när en juridisk eller fysisk person förfogar över insiderinformation och vidtar någon av de förfaranden som framkommer i definitionen, exempelvis förvärvar finansiella instrument som omfattas av informationen, bör det underförstås att personen har utnyttjat informationen. Det föreligger alltså en typ av presumtion i detta hänseende, som går att försvara. Bedömningen för om en person har överträtt förbudet mot insiderhandel eller har försökt utöva insiderhandel bör bedömas mot bakgrund av syftet med MAR, innefattande att skydda finansmarknadernas integritet och höja investerarnas förtroende för dem. Detta förtroende bygger i sin tur på att investerarna har tillförsäkrats likabehandling och skydd mot otillbörligt utnyttjande av insiderinformation.<sup>139</sup>

### **4.3.2 Att rekommendera eller förmå någon**

Det är vidare förbjudet att rekommendera att någon annan person ägnar sig åt insiderhandel eller att förmå någon annan person att ägna sig åt insiderhandel.<sup>140</sup> En sådan situation uppstår om en person förfogar över insiderinformation och rekommenderar, på grundval av den informationen, att en annan person förvärvar eller avyttrar finansiella instrument som den informationen rör eller förmår denna person att göra ett sådant förvärv eller avyttring. Likadant gäller om personen rekommenderar, på grundval av den informationen, att en annan person återkallar eller ändrar en handelsorder avseende ett finansiellt instrument som den informationen rör, eller förmår denna person att göra en sådan återkallelse eller en sådan ändring.<sup>141</sup> En person som utnyttjar en sådan rekommendation eller uppmaning ägnar sig också åt insiderhandel om personen i fråga inser eller borde inse att den

---

<sup>138</sup> Se artikel 8.1 MAR.

<sup>139</sup> Se ingressen till MAR, skäl 24; Schmauch (2018) s. 98.

<sup>140</sup> Se artikel 14 b MAR.

<sup>141</sup> Se artikel 8.2 MAR.

bygger på insiderinformation.<sup>142</sup> Vid denna bedömning ska hänsyn tas till vad en normal och förnuftig person inser eller borde ha insett med hänsyn till omständigheterna i det aktuella fallet.<sup>143</sup>

### 4.3.3 Vem omfattas av förbudet?

Förbudet mot insiderhandel är enligt artikel 8.4 MAR tillämpligt på varje person som förfogar över insiderinformation till följd av att den har aktieinnehav i emittenten, har tillgång till informationen genom fullgörande av tjänst, verksamhet eller åligganden, eller ägnar sig åt kriminell verksamhet. Även på en person som är medlem i emittentens administrations-, lednings eller kontrollorgan. Slutligen är förbudet tillämpligt på alla övriga personer som förfogar över insiderinformation under andra omständigheter än de nyss angivna, förutsatt att personen eller personerna i fråga inser eller borde ha insett att det rör sig om insiderinformation.<sup>144</sup> Även vid denna bedömning gäller att hänsyn tas till vad en normal och förnuftig person inser eller borde ha insett med hänsyn till omständigheterna i det aktuella fallet.<sup>145</sup>

Vad gäller juridiska personer är förbudet tillämpligt på de fysiska personer som deltar i beslutet att genomföra förvärvet, avyttringen, återkallelsen eller ändringen av en handelsorder för den juridiska personens räkning.<sup>146</sup>

### 4.3.4 Legitima beteenden

Till det ovan framförda finns en rad olika undantag i form av så kallade legitima beteenden stadgade i artikel 9 MAR. Listan på undantag i artikeln får anses vara uttömmande och bevisbördan för att ett legitimt intresse föreligger ligger på den berörda fysiska eller juridiska person i fråga.<sup>147</sup>

---

<sup>142</sup> Se artikel 8.3 MAR.

<sup>143</sup> Schmauch (2018) s. 101; se ingressen till MAR, skäl 24 MAR.

<sup>144</sup> Se artikel 8.4 MAR.

<sup>145</sup> Schmauch (2018) s. 98; Se ingressen till MAR, skäl 24 MAR.

<sup>146</sup> Se artikel 8.5 MAR; 2 kap. 1 § KompL.

<sup>147</sup> Schmauch (2018) s. 107.

Exempelvis kan det faktum att en juridisk person förfogar eller har förfogat över insiderinformation inte anses innebära att denne har utnyttjat informationen, och därmed ägnat sig åt insiderhandel på grundval av ett förvärv eller avyttring, förutsatt att två villkor är uppfyllda. Det första är att den juridiska personen har infört, tillämpat och upprätthållit adekvata och effektiva interna system och förfaranden som säkerställer att varken den fysiska person som på den juridiska personens vägnar fattade beslutet att förvärva och avyttra finansiella instrument som informationen rör, eller någon annan fysisk person som kan ha haft möjlighet att påverka detta beslut, förfogade över insiderinformationen. Dessutom ska den juridiska personen inte ha uppmuntrat, förmått eller på annat sätt påverkat den fysiska personen, som på den juridiska personens vägnar fattade beslutet att förvärva eller avyttra finansiella instrument som informationen rör.<sup>148</sup>

Vidare undantas personer som utfört en transaktion för att i god tro uppfylla ett åtagande som förfallit och inte för att kringgå förbudet mot insiderhandel. För att detta undantag ska tillämpas ska åtagandet följa av en handelsorder som lagts eller avtal som ingåtts innan personen i fråga förfogade över insiderinformationen, eller att åtagandet görs för att uppfylla skyldigheter i lagstiftning.<sup>149</sup> Det finns även ett visst undantag för offentliga uppköpserbjudanden och fusioner, särskilt med syftet att beakta den information som ges vid due diligence-undersökningar som görs i samband med sådana förfaranden.<sup>150</sup> Faktumet att en person enbart utnyttjar sin vetskap om att han eller hon har beslutat att förvärva eller avyttra finansiella instrument i samband med förvärv eller avyttring av de finansiella instrumenten, ska inte heller utgöra ett utnyttjande av insiderinformation.<sup>151</sup> Slutligen kan nämnas att marknadsgaranter och personer som är auktoriserade att agera som en motpart, samt personer med auktorisation att utföra handelsordrar på tredje parts vägnar, undantas i artikel 9.2 MAR förutsatt att villkoren i bestämmelsen är uppfyllda.

---

<sup>148</sup> Se artikel 9.1 MAR.

<sup>149</sup> Se artikel 9.3 MAR.

<sup>150</sup> Se artikel 9.4 MAR.

<sup>151</sup> Se artikel 9.5 MAR.



Oavsett ovan framförda, är undantaget inte gällande om Finansinspektionen kan visa att det trots allt är fråga om ett illegitimt beteende.<sup>152</sup>

## 4.4 Förbudet mot olagligt röjande av insiderinformation

### 4.4.1 Definitionen av förbudet

Det är förbjudet att olagligen röja insiderinformation.<sup>153</sup> Ett sådant röjande anses föreligga när en person förfogar över insiderinformation och röjer informationen till en annan person, utom i fall då röjandet sker som ett normalt led i fullgörande av tjänst, verksamhet eller åligganden. Förbudet gäller för alla de fysiska och juridiska personer i de situationer och under de omständigheter som har redogjorts för i förhållande till insiderhandelsförbudet i artikel 8.4 MAR.<sup>154</sup> Att vidarebefordra rekommendationer eller uppmaningar, som stadgas i artikel 8.2 och som även har redogjorts för ovan, utgör också ett röjande av insiderinformation förutsatt att personen som röjer informationen inser eller borde ha insett att informationen bygger på insiderinformation.<sup>155</sup>

EU-domstolen har i målet C-384/02 *Knud Grøngaard mot Allan Bang*, bland annat behandlat frågan om huruvida en arbetstagarledamots röjande av insiderinformation till ordföranden i en fackförening utgjorde ett normalt led i fullgörande av tjänst, verksamhet eller åligganden. Bedömningen skedde i förhållande till det då gällande insiderdirektivet, men domstolens uttalanden får fortfarande antas vara av relevans. Domstolen kom fram till att ett sådant röjande som förekommit i den aktuella situationen som utgångspunkt är förbjudet. Undantaget från förbudet mot att röja insiderinformation ska tolkas restriktivt och att kunna tillämpa undantaget förutsätter ett nära samband

---

<sup>152</sup> Se artikel 9.6 MAR.

<sup>153</sup> Se artikel 14 MAR.

<sup>154</sup> Se artikel 10.1 MAR.

<sup>155</sup> Se artikel 10.2 MAR.

mellan å ena sidan själva röjandet och å andra sidan fullgörandet av tjänsten, verksamheten eller åliggandena. Det är enbart berättigat om det är absolut nödvändigt för att fullgöra tjänsten, verksamheten eller åliggandena samt överensstämmer med proportionalitetsprincipen. Faktumet att varje extra röjande kan öka risken för att informationen används för ändamål som står i strid med direktivet, ska beaktas. Hänsyn ska även tas till hur känslig den aktuella insiderinformationen är. Slutligen framhåller domstolen att undantaget ska bedömas med beaktande av den tillämpliga nationella rättens särdrag. Det saknas harmonisering kring vad som är ett normalt led i fullgörande av en persons tjänst, verksamhet eller åligganden, och detta blir i stor utsträckning beroende av vad som gäller i den nationella rättsordningen. Däremot ska de ovan angivna villkoren om nödvändighet m.m. vara uppfyllda.<sup>156</sup>

#### **4.4.2 Journalistiska ändamål eller andra uttrycksformer i medierna**

I artikel 21 MAR stadgas att om information offentliggörs eller sprids och om rekommendationer tas fram eller sprids för journalistiska ändamål eller andra uttrycksformer i medierna, ska sådant offentliggörande eller sådan spridning av information, bedömas med beaktande av bestämmelserna om tryckfrihet och yttrandefrihet i andra medier. Även de regler och normer som är tillämpliga på journalistyrket ska beaktas. Detta gäller emellertid inte om de berörda personerna eller personer nära knutna till dessa, direkt eller indirekt får fördel eller vinst från offentliggörandet eller spridandet av den aktuella informationen. Inte heller om informationen offentliggörs eller sprids med avsikt att vilseleda marknaden när det gäller utbud och efterfrågan av, och pris på, ett finansiellt instrument.<sup>157</sup> Om bestämmelsen i artikel 21 MAR ska ses som en ansvarsfrihetsbestämmelse eller om den är ett undantag från vad som ska anses vara en överträdelse är inte helt klart.<sup>158</sup>

---

<sup>156</sup> C-384/02 *Knud Grøngaard mot Allan Bang*, EU:C:2005:708 punkt 31–40.

<sup>157</sup> Se artikel 21 MAR.

<sup>158</sup> Schmauch (2018) s. 271.

## 4.5 Skyldighet att föra insiderförteckning

I artikel 18 MAR stadgas en skyldighet för emittenter, eller personer som handlar på deras vägnar eller för deras räkning, att upprätta en så kallad insiderförteckning. Denna förteckning ska innehålla alla personer som har tillgång till insiderinformation, och som arbetar för dem, genom anställningskontrakt eller på annat vis utför uppgifter genom vilka de har tillgång till insiderinformation.<sup>159</sup> Förteckningen syftar till att öka spårbarheten och transparensen när det kommer till emittentens hantering av insiderinformation. I praktiken fungerar den som ett viktigt verktyg när tillsynsmyndigheterna utreder eventuellt marknadsmissbruk.<sup>160</sup>

I insiderförteckningen ska särskild angiven information finnas med, vilket preciseras i artikel 18.3 MAR. Exempelvis ska identiteten på de personer som har tillgång till informationen och skälen till att en person förts upp på insiderförteckningen, finnas med. Rimliga åtgärder ska vidtas för att se till att personerna som förekommer i insiderförteckningen skriftligen bekräftar att de är medvetna om de rättsliga skyldigheter som detta för med sig och de sanktioner som är tillämpliga för insiderhandel och olagligt röjande av insiderinformation.<sup>161</sup> Förteckningen ska uppdateras utan dröjsmål i de situationer som anges i artikel 18.4 MAR, exempelvis om en person inte längre har tillgång till insiderinformation.<sup>162</sup> Insiderförteckningen ska bevaras under en period om minst fem år efter det att den upprättats eller uppdateras och på begäran överlämnas till Finansinspektionen så snart som möjligt.<sup>163</sup>

---

<sup>159</sup> Se artikel 18.1 MAR.

<sup>160</sup> Schmauch (2018) s. 223 f.; ingressen till MAR, skäl 56.

<sup>161</sup> Se artikel 18.2 MAR.

<sup>162</sup> Se artikel 18.3 och 18.4 MAR.

<sup>163</sup> Se artikel 18.1 och art 18.5 MAR.

# 5 Information i nyhetskanaler som berör emittenter

## 5.1 Inledning

I inledningen berördes två pågående fall som båda inneburit att nyhetskanaler publicerat eller sänt information om emittenter, vilket har resulterat i att de berörda emittenternas kursvärden förändrats väsentligt. I detta avsnitt kommer respektive fall att utredas utförligare, först Swedbank-fallet och sedan det begärda förhandsavgörandet om finansjournalisten. Dessa fall kommer sedan att analyseras i nästkommande kapital för att besvara en av uppsatsens preciserade frågeställningar och därmed också uppfylla syftet med uppsatsen.

## 5.2 Swedbank-fallet

### 5.2.1 Bakgrund

Sedan i slutet av 2016 har brister i Swedbanks så kallade Anti-Money Laundering-processer ("AML-processer") i Bankens baltiska dotterbolag påvisats, både av interna granskningar av banken, men också av granskningar genomförda av anlita advokatfirma. Den 13 februari 2019 kontaktades banken av SVT via mejl, där SVT:s program Uppdrag Granskning efterfrågade en intervju med Swedbanks VD. SVT hade genom ett internationellt samarbete tagit del av transaktionsdata gällande penningtvätt som bland annat rörde Swedbank och utifrån denna data dragit flera slutsatser som presenterades i mejlet. Det var med anledning av dessa slutsatser som en intervju efterfrågades. Intervjun kom att genomföras den 15 februari 2019 varvid Swedbank svarade på frågor om bankens verksamhet i Baltikum.<sup>164</sup>

---

<sup>164</sup> Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2021:03 *Swedbank*, s. 2 f.

Den 18 februari 2019 tog SVT återigen kontakt med Swedbank och informerade om att en andra del i Uppdrag Granskning serie om penningtvätt i Baltikum skulle sändas i februari 2019, samt att ytterligare delar av SVT:s granskning då skulle publiceras. En vecka innan avsnittet sändes diskuterade Swedbanks kommitté för hantering av insiderinformation om huruvida det som SVT meddelat Swedbank, eller faktumet att Uppdrag Granskning undersökt Swedbanks verksamhet i Estland, utgjorde insiderinformation. Banken bedömde att det inte utgjorde insiderinformation. Efter att SVT sände programmet den 20 februari 2019 rasade Swedbanks kursvärde. Swedbank hade varken offentliggjort information rörande de problem som uppmärksammats i reportaget om dess efterlevnad av AML-regleringen eller fattat ett beslut om ett uppskjutet offentliggörande. Banken hade enbart den 20 februari 2019 publicerat ett pressmeddelande där det redogjordes för den dialog som Swedbank och Uppdrag Granskning haft, samt vilka skäl som låg bakom att Swedbank inte vidare kunde kommentera alla uppgifter i programmet.<sup>165</sup>

Det kom sedan att avslöjas att storägarna i Swedbank, under ett möte två dagar innan sändningen, informerats om det kommande programmet i Uppdrag Granskning och vad det skulle innehålla. Detta bekräftade en av storägarna själv och Swedbanks kommunikationschef till Dagens Nyheter. Småägarna och den övriga marknaden fick, till skillnad från storägarna, ingen information.<sup>166</sup>

Det ovan beskrivna har initierat utredningar av både Finansinspektionen, Nasdaq Stockholms disciplinnämnd och Ekobrottsmyndigheten, om eventuella överträdelser av MAR och Nasdaqs emittentregelverk.<sup>167</sup>

---

<sup>165</sup> Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2021:03 *Swedbank*, s. 3.

<sup>166</sup> Söderlund, Andreas, 'Swedbank varnade storägare före UG-avslöjandet – men inte småspararna', SVT Nyheter, publicerad 2019-02-26.

<sup>167</sup> Finansinspektionen, 'FI bekräftar undersökning av Swedbank', publicerad 2020-09-18; Ekobrottsmyndigheten, 'Ekobrottsmyndigheten inleder förundersökning mot Swedbank', publicerad 2019-02-27.

Disciplinnämnden kom nyligen med sitt beslut, närmare bestämt i maj 2021. Beslutet presenteras nedan.

### **5.2.2 Beslut 2021:03 av disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm**

Disciplinnämnden kom i sitt beslut fram till att Swedbank brustit mot punkt 3.1 i Emittentregelverket som stadgar emittenters skyldighet att offentliggöra insiderinformation i enlighet med artikel 17 MAR. Överträdelsen grundar sig på flera omständigheter och händelser. Det hade länge varit känt för Swedbanks högsta ledning att det förekom brister i Bankens processer och rutiner för att motverka penningtvätt. Information om bristerna hade inte i rätt tid bedömts som insiderinformation och därmed hade hantering av sådan informationen inte följts. Vidare hade Swedbank inte i rätt tid bedömt och hanterat de mejl från SVT från den 13 respektive den 18 februari 2019, som insiderinformation. Swedbank borde ha bedömt att den negativa information i fråga, som skulle komma att publiceras av SVT, utgjorde insiderinformation. De borde även ha bedömt och hanterat informationen av SVT med beaktande av den information om samma och relaterade omständigheter som Swedbank redan hade tillgång till.

Slutligen hade Swedbank överträtt punkten 3.1 i Emittentregelverket genom att inte i rätt tid ha offentliggjort sina kommentarer och förtydliganden kring innehållet i Uppdrag Granskningens program som sändes den 20 februari 2019. Påföljden bestämdes till vite.<sup>168</sup>

---

<sup>168</sup> Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2021:03 *Swedbank*, s. 4.

## 5.3 Begäran av förhandsavgörande i mål C-302/20

### 5.3.1 Bakgrund

Fallet handlar om en finansjournalist som under många år var verksam vid brittiska dagstidningar. Under sitt arbete för tidskriften Daily Mail publicerade journalisten regelbundet artiklar med rubriken ”Marknadsrapport” som innebar att vidarebefordra marknadsrykten. I juni 2011, respektive i juni 2012, hade journalisten publicerat sådana artiklar på Daily Mails webbsida ”Mail Online”. Den första artikeln tog upp ett möjligt bud från bolaget LVMH på aktierna i det noterade bolaget Hermès till ett pris om 350 euro per aktie, en premie på 86 % i förhållande till slutkursen den dagen. Rubriken löd ”Marknadsrapport: Aktierna i Hermès kommer åter på modet”. Dagen efter att artikeln publicerats steg priset på aktien redan vid öppnandet och därefter vidare under handelsdagen. Den andra artikeln förmedlade att aktierna i det noterade Maurel & Prom snart skulle kunna bli föremål för ett bud till ett pris om cirka 19 euro per aktie, det vill säga en premie på 80 % i förhållande till det senaste priset. Rubriken på denna artikel löd ”Marknadsrapport: Ryktena om oljan underblåser marknaden”. Även vid denna händelse steg priset på aktien redan vid öppnande dagen efter artikeln publicerats, och därefter under handelsdagen. Två dagar efter publiceringen dementerade Maurel & Prom ryktet.<sup>169</sup>

Den franska finansmarknadsinspektionen<sup>170</sup>, i fortsättningen kallad AMF, kunde konstatera att köpordrar hade lagts på aktier i Hermès respektive Maurel & Prom kort före publiceringarna av de nämnda tidningsartiklarna. Av utredningen som sedan vidtogs kunde det konstateras att journalisten som publicerat artiklarna dessförinnan röjt information om de förestående publiceringarna till personer som utnyttjat den vid sina investeringsbeslut. Slutligen kom AMF fram till att information om förestående publiceringar av

---

<sup>169</sup> EU-domstolen, ’Sammanfattning i begäran om förhandsavgörande – MÅL C-302/20’, punkt 9–11.

<sup>170</sup> Autorité des marchés financiers.

tidningsartiklar som vidarebefordrar marknadsrykten kunde utgöra insiderinformation, och att den berörda informationen i fråga de facto uppfyllde villkoren för att klassificeras som insiderinformation. Journalisten hade således brutit mot förbudet mot att olagligen röja insiderinformation och AMF beslutade om att ålägga journalisten att betala ett bötesbelopp om 40 000 euro. Journalisten överklagade beslutet till fransk domstol och yrkade att beslutet skulle ogillas. Den franska domstolen, Cour d'appel de Paris, begärde i juli 2020 ett förhandsavgörande av EU-domstolen. Målet är just nu pågående.<sup>171</sup>

### 5.3.2 Tolkningsfrågorna

I begäran om förhandsavgörandet har den franska domstolen ställt en rad olika frågor till EU-domstolen som berör definitionen av insiderinformation, röjandeförbudet och den särskilda bestämmelsen om journalistiska ändamål i artikel 21 MAR. De frågor som är kopplade till definitionen av insiderinformation är följande:

- Ska definitionen av insiderinformation tolkas så att information om den förestående publiceringen av en tidningsartikel, som vidarebefordrar ett marknadsrykte angående en emittent av finansiella instrument, kan vara så specifik som krävs för att kunna klassificeras som insiderinformation?
- Inverkar det förhållandet att det i den tidningsartikel vars förestående publicering utgör den berörda informationen, i form av marknadsrykte, anges det pris som skulle tillämpas vid ett offentligt uppköpserbjudande på bedömningen av den berörda informationens specifika natur?
- Ska det renommé som den journalist som undertecknat artikeln åtnjuter, anseendet hos det pressorgan som låtit publicera den och den inverkan (i efterhand) denna publicering fick på priset på de aktier

---

<sup>171</sup> EU-domstolen, 'Sammanfattning i begäran om förhandsavgörande – MÅL C-302/20', punkt 12–24.



som berörs, anses vara faktorer som faktiskt är relevanta för att bedöma den berörda informationens specifika natur?<sup>172</sup>

Det kan konstateras att tolkningsfrågorna avseende definitionen av insiderinformation riktar in sig på rekvisitet av *specifik natur*, med anledning av att de resterande rekvisiten anses vara uppfyllda för den aktuella informationen. Informationen om de förestående artiklarna, inbegripet dess innehåll, hade inte tillkännagetts till marknaden i förväg varpå rekvisitet om att informationen inte får vara offentliggjord är uppfyllt. Informationen gäller förestående publiceringar av tidningsartiklar som vidarebefordrar marknadsrykten om transaktioner rörande bolagen Hermès och Maurel & Prom, vilket innebär att rekvisitet om att informationen direkt eller indirekt ska hänföra sig till ett eller flera finansiella instrument eller dess emittenter, bedöms vara uppfyllt. Vad gäller rekvisitet att informationen kan förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på de berörda finansiella instrumenten om den offentliggjordes, framhåller domstolen att artiklarna vidarebefordrade rykten om bud till ett pris som betydligt översteg priset på aktierna vid publiceringen. Aktierna hade dessutom, efter att artiklarna publicerats, varit föremål för betydande kursförändringar. Sammantaget bedömdes informationen vara sådan att en förnuftig investerare använt den som del i grunden för sitt investeringsbeslut.<sup>173</sup>

Slutligen måste rekvisitet att informationen ska vara av *specifik natur*, vara uppfyllt. Detta rekvisit kan i sig delas in i olika delar, vilket har redogjorts för ovan. Det som domstolen i detta avseende anser vara den svåra avvägningen är om själva innehållet i en tidningsartikel måste vara tillräckligt specifikt för att informationen om den kommande publiceringen av artikeln ska kunna anses vara tillräckligt specifik, i den mening som rekvisitet uppställer. Av EU-domstolens tidigare uttalanden i exempelvis målet C-628/13 *Jean-Bernard Lafonta mot Autorité des marchés financiers* (se ovan), följer att

---

<sup>172</sup> EU-domstolen, 'Sammanfattning i begäran om förhandsavgörande – MÅL C-302/20', punkt 2.

<sup>173</sup> Ibid. punkt 48–53.

information som är diffus, eller allmän information som inte möjliggör någon slutsats avseende dess potentiella effekt på priset på de aktuella finansiella instrumenten, utesluts från att anses vara insiderinformation. Ett rykte tycks till sin natur anses tillhöra denna beskrivna kategori. Sammanfattningsvis är således den centrala frågan om det mot bakgrund av det sagda är naturligt uteslutet att information om en förestående publicering som vidarebefordrar ett marknadsrykte kan vara insiderinformation, eller om det är möjligt att sådan information kan utgöra insiderinformation beroende på omständigheterna i det enskilda fallet. Precis som tolkningsfrågorna lyder vill domstolen särskilt veta om exempelvis det renommé som journalister har, eller den effekt på priserna som kunnat konstaterats i efterhand, kan påverka bedömningen.<sup>174</sup>

Om den aktuella informationen, utifrån en bedömning av ovan tolkningsfrågor, anses vara av specifik natur har domstolen vidare ställt frågor som berör tolkning av röjandeförbudet av insiderinformation i artikel 10 MAR, och den särskilda bestämmelsen om journalistiska ändamål i artikel 21 MAR. Frågorna är följande:

- Ska artikel 21 i MAR tolkas så att en journalists röjande för en av dennes sedvanliga informationskällor av den förestående publiceringen av en av honom undertecknad artikel som vidarebefordrar ett marknadsrykte, har skett för ”journalistiska ändamål”?
- Är svaret avhängigt av bland annat huruvida journalisten blivit informerad om marknadsryktet av denna källa eller ej, eller om röjandet av informationen om den förestående publiceringen av artikeln var till gagn för att från denna källa erhålla klagöranden angående ryktets trovärdighet?
- Ska röjandeförbudet och artikel 21 MAR tolkas så att det för att avgöra lagligheten eller olagligheten av ett offentliggörande är nödvändigt att bedöma om detta skett ”*som ett normalt led i*

---

<sup>174</sup> EU-domstolen, ’Sammanfattning i begäran om förhandsavgörande – MÅL C-302/20’, punkt 55–68.

*fullgörande av tjänst som journalist*” i den mening som avses i bestämmelsen om röjandeförbudet, även om insiderinformation offentliggörs av en journalist ”för journalistiska ändamål” i den mening som avses i artikel 21?

- Ska röjandeförbudet tolkas så att offentliggörandet av insiderinformationen måste vara strikt nödvändig för journalistyrkets utövande och iaktta proportionalitetsprincipen för att anses ha skett som ett normalt led i fullgörandet av tjänst som journalist?<sup>175</sup>

Domstolen konstaterar att artikel 21 MAR införts som en särskild ordning med syftet att balansera å ena sidan ett allmänt intresse om att bekämpa marknadsmissbruk för att stärka investerarnas förtroende för dessa marknader, mot å andra sidan den grundläggande yttrandefriheten där pressfriheten ingår. EU-domstolen har däremot aldrig haft tillfälle att uttala sig om hur begreppet ”för journalistiska ändamål” i artikel 21 ska tolkas, varför en sådan tolkning efterfrågas.<sup>176</sup> Detsamma gäller tolkningen av förhållandet mellan artikel 21 och röjandeförbudet i artikel 10. Domstolen är av uppfattningen att artikel 21 inte syftar till att ange undantag utan snarare vara en del av bedömningen inom ramen för artikel 10 avseende huruvida ett offentliggörande av insiderinformation för journalistiska ändamål är tillåtet eller inte. Emellertid framhäver domstolen att dennes uppfattning inte är helt säker, och vill således få klarhet på denna punkt.<sup>177</sup> Slutligen vill domstolen i sin sista fråga få klarhet kring den bedömning som EU-domstolen gjorde i C-384/02 *Knud Grøngaard mot Allan Bang*, avseende undantaget för röjandeförbudet med anledning av normalt fullgörande av verksamhet eller åligganden, och huruvida den gäller för den förevarande artikel 10 i MAR.<sup>178</sup> Fallet har beskrivits i underrubriken 4.4.1 ovan.

---

<sup>175</sup> EU-domstolen, 'Sammanfattning i begäran om förhandsavgörande – MÅL C-302/20', punkt 2.

<sup>176</sup> Ibid. punkt 90–96.

<sup>177</sup> Ibid. punkt 97–100.

<sup>178</sup> Ibid. punkt 102–106.

## 6 Analys

### 6.1 Vad innebär definitionen av insiderinformation i MAR?

Definitionen av insiderinformation stadgas i artikel 7 MAR och har en högst viktig och central roll för tillämpningen av, och förståelsen för, en rad andra bestämmelser i förordningen. För att viss information i förordningens mening ska utgöra insiderinformation, ska fyra kumulativa och oberoende rekvisit vara uppfyllda. Informationen ska vara 1) av specifik natur, 2) som inte har offentliggjorts, 3) som direkt eller indirekt rör en eller flera emittenter eller ett eller flera finansiella instrument, och 4) om den offentliggjordes, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument. För att få en full förståelse för den faktiska innebörden av definitionen har det varit nödvändigt att utreda rekvisiten var för sig, vilket har genomförts i det ovan framställda.

Det första uppställda rekvisitet, *av specifik natur*, preciseras närmre i artikel 7.2 MAR. Det ska röra sig om omständigheter som föreligger eller rimligtvis kommer att föreligga, eller en händelse som har inträffat eller som rimligtvis kan förväntas inträffa. Vidare ska informationen vara tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheterna eller händelsens potentiella effekt på priserna på finansiella instrument. EU-domstolen har i sin praxis klargjort att begreppen *omständigheter* respektive *händelse* ska förstås utifrån sina vedertagna betydelser. I doktrinen har viss diskussion förts avseende hur de ska tolkas. Uppfattningen är att en händelse är någonting iakttagbart och en kombination av flera faktorer, medan en omständighet kan påverka eller vara en förutsättning för att någonting ska hända. I många fall krävs att omständigheter kombineras för att få betydelse. Vidare har uppmärksammas att omständigheter står i plural, medan en händelse står i singular. Med andra ord är det inte tillräckligt med en enskild omständighet för att uppfylla kravet på specifik natur och i sin tur att vara insiderinformation. Min uppfattning är att detta konstaterande har en ytterst

liten, om någon alls, betydelse i praktiken. Precis som Svanberg och Westermark framför i doktrinen förekommer alltid information i en kontext och består då automatiskt av flera omständigheter.

Omständigheterna ska föreligga eller rimligtvis kan komma att föreligga, samt en händelse ska ha inträffat eller rimligtvis kan förväntas inträffa. Här blir det fråga om en bevisbedömning respektive en rimlighetsbedömning, varpå den sistnämnda är något mer komplicerad än den förstnämnda. CESR, föregångaren till ESMA, har framfört att nyckelfrågan för bedömningen om en omständighet föreligger eller om en händelse har inträffat, är att det finns objektiva och fasta bevis för det. Rykten och spekulationer faller därmed utanför klassificeringen av att vara av specifik natur, vilket är en god ordning i linje med MAR:s bakomliggande syften. Det florerar ständigt nya rykten och spekulationer om emittenter och om sådan information skulle kunnat utgöra insiderinformation, och aktualiserat emittenters skyldighet att offentliggöra informationen, hade det riskerat att vilseleda marknaden.

Vad gäller rimlighetstestet har EU-domstolen i målet *Geltl mot Daimler* framhållit att det inte föreligger ett krav på att kunna bevisa att sannolikheten för omständigheterna eller händelserna i fråga är stor, men det ska däremot inte vara helt osannolikt att de kommer att inträffa. Efter en helhetsbedömning i det aktuella fallet ska det vara tillräckligt att det finns *faktiska utsikter* för att de framtida omständigheterna eller händelserna kommer att inträffa. Vad som kan konstateras här är att domstolen valt en mellanlösning, och varken velat ställa ett för högt eller ett för lågt krav. Det är inte helt klart vad faktiska utsikter betyder och doktrinen är av delade uppfattningar vad gäller huruvida en specifik sannolikhetsgrad ska vara uppnådd och i så fall till vilken procentgrad. I ESMA:s publicerade rapport från 2020 som utrett MAR, framfördes att några av de svarande marknadsaktörerna efterfrågade kriterier eller någon minsta sannolikhetsgrad vid bedömningen för huruvida omständigheter eller en händelse rimligen kan förväntas föreligga eller inträffa. Detta tyder på att det finns en viss osäkerhet bland marknadsaktörer vad gäller bedömningen. Enligt min mening kan det i teorin upplevas som

konkret att fastställa en specifik sannolikhetsgrad som ska vara uppnådd. En sådan sannolikhetsberäkning är däremot ytterst svårbedömd i praktiken då det förutsätter att alla potentiella möjliga utfall är kända. Istället bör andra omständigheter vara vägledande och tas i beaktande vid bedömningen, vilket Hansen fört resonemang om i doktrinen. Han menar att bedömningen ska ta hänsyn till tidigare fall under liknande omständigheter, och med det i beaktande, ta ställning till om det är rimligt att händelsen eller omständigheterna i fråga kommer att inträffa. I linje med EU-domstolens uttalande i praxis, torde det i vart fall inte vara osannolikt att omständigheterna eller en händelse kommer att föreligga respektive inträffa.

Slutligen, för att information ska kunna vara av specifik natur krävs det att den är tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på finansiella instrument. En effekt på priset ska skiljas från en prisförändring, där den förstnämnda är av relevans för bedömningen. EU-domstolen har i målet *Lafonta mot AMF* klargjort att diffus eller allmän information, som inte möjliggör någon slutsats avseende dess potentiella effekt på priset på de aktuella finansiella instrumenten, utesluts från att kunna klassificeras som insiderinformation. Det är inget krav på att det ska vara möjligt att förutse i vilken riktning som priset kommer att påverkas när informationen har offentliggjorts. EU-domstolen menar att finansmarknadens ökade komplexitet gör det svårt att förutse i vilken riktning som priset kan påverkas. Investerare skulle även kunna åberopa en osäkerhet kring i vilken riktning som priset skulle påverkas för att hävda att insiderinformation inte förelåg och således undgå insiderhandelsförbudet. Tolkningen som EU-domstolen gjort i *Lafonta mot AMF* har mött viss kritik i doktrinen. Denna kritik har enligt min mening en viss poäng. Kan en innehavare inte förutspå riktningen som informationen kan tänkas påverka priset på ett finansiellt instrument, finns det knappast någon otillbörlig fördel eller ett lägre risktagande för denne i jämförelse med andra aktörer. Det som kännetecknar insiderhandel är just att en sådan otillbörlig fördel föreligger.

Det finns utrymme att argumentera både för EU-domstolens sida och den sida som framförts i doktrinen. Det bör emellertid alltid beaktas att alla direkta eller indirekta ändringar av definitionen kan leda till oväntade konsekvenser. En snävare tolkning skulle kunna riskera att marknadsmissbruksbeteenden inte fångas upp och att skyddet för investerare, såväl som förtroendet för marknaden, minskas. Ändringar bör således alltid övervägas med försiktighet.

Artikel 7.2 MAR stadgar att även mellanliggande steg i en över tiden pågående process kan vara av specifik natur, i den mån de uppfyller de övriga rekvisit i definitionen av insiderinformation. Denna bestämmelse grundar sig på EU-domstolens praxis i förhållande till MAD, som nu förts in uttryckligen i MAR. Det är rimligt att mellanliggande steg i en pågående process också ska kunna vara av specifik natur, då investerare sannolikt skulle kunna beakta denna typ av information vid investeringsbeslut om informationen är tillräckligt specifik och konkret. Bedömningen blir däremot snäppet mer komplicerad för emittenter som inte bara behöver genomföra rimlighetstest i förhållande till den slutliga händelsen eller de slutliga omständigheterna, utan även för mellanliggande steg. Dessutom behöver de mellanliggande stegen bedömas i förhållande till de övriga rekvisit som uppställs i definitionen av insiderinformation. Inte minst ställer detta höga krav på emittenter vad gäller de system och rutiner som finns på plats för att efterfölja skyldigheten att offentliggöra insiderinformation.

Vägledning gällande flera delar av rekvisitet *specifik natur* har efterfrågats av de svarande marknadsaktörerna i ESMA:s utredning av MAR. Jag delar ESMA:s uppfattning om att det vore fördelaktigt att sådan vägledning ges, inte minst för att underlätta för emittenter och marknadsaktörer, utan även för att säkerställa en konsekvent tolkning fastslagen på EU-nivå som ger en ökad förutsägbarhet vid rättstillämpningen.

Definitionens andra rekvisit är att information inte ska vara offentliggjord. Vad gäller definitionens förhållande till emittenters skyldighet att

offentliggöra insiderinformation i artikel 17, är rättsläget klart. Den information som offentliggjorts i enlighet med artikel 17 MAR är inte längre att betrakta som insiderinformation i definitionens mening. Hur marknadsaktörer ska förhålla sig till information som offentliggjorts på ett inkorrekt sätt eller av en tredje part, är mer komplicerat. Frågan är om sådan information ska anses vara offentliggjord i den mening att en investerare exempelvis kan utnyttja den vid sina investeringsbeslut utan att överträda förbudet mot insiderhandel. CESR har uttalat sig om det motsvarande rekvisitet i MAD och då menat att offentliggjord information även kan avse sådan information som inte offentliggjorts av en emittent i enlighet med artikel 17 MAR. I doktrinen har Hansen framfört att det väsentliga är att utreda om informationen finns tillgänglig på marknaden, oavsett hur det har gått till. Finns den tillgänglig är den offentliggjord i definitionens mening. Ventrizzo och Picciau har varit mer försiktiga i sin tolkning och menar att en helhetsbedömning i varje enskilt fall måste vidtas. Omständigheter så som hur stor spridning en informationskanal har, hur intensiv spridningen varit, och under hur lång tid som spridningarna har pågått, ska beaktas.

Det är inte helt klart vad som faktiskt gäller och då MAR inte ger någon uttrycklig vägledning kring detta bör viss försiktighet vidtas. CESR har förvisso uttalat sig om rekvisitet, men enbart att det kan vara möjligt att information kan anses vara offentliggjord även om det skett på ett inkorrekt sätt eller av tredje part. Min uppfattning är att det i vart fall är orimligt om all information som görs tillgänglig, oavsett hur det går till, inte längre utgör insiderinformation. En sådan tolkning skulle riskera att förbudet mot insiderhandel för lättvindigt kan undgås, vilket i sin tur försämrar allmänhetens förtroende för marknaden. Den tolkning som Ventrizzo och Picciau gjort är enligt min mening att föredra. Ur rättssäkerhetssynpunkt vore det fördelaktigt att vidare vägledning ges av ESMA, förslagsvis vilka kriterier som ska beaktas vid bedömningen. Viktigt att poängtera här är att skyldigheten för emittenter att offentliggöra informationen i sådana situationer inte nödvändigtvis försvinner, med anledning av de krav som ställs på ett korrekt offentliggörande i enlighet med artikel 17 MAR.



Det tredje rekvisitetet i definitionen är att informationen direkt eller indirekt ska kunna hänföras till en emittent eller ett finansiellt instrument. Vanligtvis stöter detta rekvisit inte på några större tolkningssvårigheter i praktiken. Det kan däremot särskilt poängteras att både indirekt och direkt koppling är av relevans för definitionen av insiderinformation, medan enbart den direkta kopplingen aktualiserar emittentens skyldighet att offentliggöra insiderinformation.

Slutligen ska informationen, om den offentliggjorts, sannolikt ha en väsentlig inverkan på priset på de berörda finansiella instrumenten. En precisering av detta rekvisit finns i artikel 7.4 MAR. Det som rekvisitet avser är sådan information som en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut. Detta rekvisit, tillsammans med rekvisitet specifik natur, ger upphov till störst tolkningssvårigheter. Precis som för rekvisitet specifik natur, efterfrågade de svarande marknadsaktörerna om vägledning och klargöranden avseende rekvisitet. Det är inte helt klart vem den förnuftiga investeraren kan vara och vilken kunskap eller branschkännedom en sådan person kan antas ha. Att den förnuftiga investeraren tänker och betar sig på ett rationellt sätt torde kunna vara en rimlig utgångspunkt, även om en sådan utgångspunkt inte heller är särskilt tydlig. Varken ordalydelsen i sig, eller praxis, talar för att det måste ske en faktisk prisuppgång eller prisnedgång. Det väsentliga är att fråga sig om en förnuftig investerare skulle vilja ha informationen och att sådan information typiskt sätt påverkar priset på finansiella instrument.

Bedömningen ska göras bolagsspecifikt där många olika omständigheter spelar in. CESR har tagit upp exempel på sådant som kan beaktas och även på indikationer för att viss information sannolikt kommer att ha en väsentlig inverkan på priset. Detta ger ett visst stöd för emittenter och andra marknadsaktörer i det annars svårtolkade rekvisitet. Enligt skälen till MAR baserar en förnuftig investerare sina investeringsbeslut på tillgänglig förhandsinformation. Med andra ord ska bedömningen för vad en förnuftig investerare sannolikt skulle beakta utvärderas utifrån den tillgängliga

information som finns. Efterhandsinformation kan användas som en kontroll för antagandet att förhandsinformationen var priskänslig, men däremot inte för att vidta åtgärder mot personer som drog rimliga slutsatser av den förhandsinformation de hade tillgång till. Att sådan efterhandsinformation beaktas är enligt min uppfattning vanligt förekommande, i vart fall i Nasdaq Stockholms disciplinnämnds beslut. Återkommande används uttryck så som ”den kursrörelse som följde stödjer också detta”.

I doktrinen har det förts intressanta resonemang om förekomsten av irrationellt beteende på marknaden och huruvida en förnuftig investerare förväntas beakta sådant beteende. Det finns utrymme att argumentera för att en förnuftig investerare också torde beakta sådant beteende, eftersom det i själva verket är förekommande. Å andra sidan blir rättsläget ytterst osäkert om sådant beteende ska tas med i förnuftiga investerar-testet. Det skulle även i viss mån stå i strid med definitionens första rekvisit, att informationen ska vara av specifik natur.

Sammantaget kan konstateras att bedömningen för om en viss typ av information är insiderinformation ska göras i förhållande till definitionens fyra kumulativa rekvisit. En viss praxis har växt fram vad gäller särskilda situationer och vilken typ av information som ofta utgör insiderinformation. Nasdaq Stockholm har tagit fram en lista för det sistnämnda. Investeringsbeslut, orderbeslut, köp och försäljning av bolag eller verksamhet, är några av de exempel som ställs upp. Trots att sådan vägledning finns är det ytterst viktigt att alltid göra en bedömning i det enskilda fallet. Exempelvis kan ett orderbeslut som utgör insiderinformation hos en emittent, inte nödvändigtvis utgöra det hos en annan emittent.

## **6.2 Kan information om en kommande publicering eller sändning i en nyhetskanal, som berör en emittent, utgöra insiderinformation?**

Precis som för all annan information måste information om en kommande publicering eller sändning i en nyhetskanal, som berör en emittent, bedömas utifrån rekvisiten i definitionen för att avgöra om det är insiderinformation. Omständigheter kan variera väsentligt från fall till fall och det är svårt att göra en bedömning av den förevarande frågeställningen som gäller i alla situationer. Några generella slutsatser kan däremot dras.

Om det enbart finns en vetskap om att en kommande publicering eller sändning om en emittent kommer att äga rum, utan att själva innehållet överhuvudtaget är känt, är det tveksamt att sådan information kan utgöra insiderinformation. Informationen skulle knappast vara av varken specifik natur eller av sådant slag som sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på finansiella instrument, med anledning av dess diffusa och allmänna karaktär. Utgångspunkten torde således vara att information om en kommande publicering eller sändning inte är insiderinformation, om det inte finns någon vetskap om innehållet. Skulle däremot själva innehållet vara känt, kan två situationer vara för handen. Antingen är innehållet i sändningen eller publicering inte att betrakta som insiderinformation, vilket skulle vara situationen om innehållet exempelvis enbart rörde sig om rykten, spekulationer eller annan information som inte uppfyller rekvisiten i definitionen av insiderinformation. Eller tvärtom, så rör det sig om ett innehåll som i sig är insiderinformation.

I examensarbetet har två aktuella fall särskilt belysts, det så kallade Swedbank-fallet och det begärda förhandsavgörandet i mål C-302/20 om finansjournalisten. Gemensamt för de båda är att information om emittenter publicerats eller sänts i nyhetskanaler som, efter offentliggörandet, haft en väsentlig påverkan på de berörda emittenternas kursvärden.

Disciplinnämndens utredning i Swedbank-fallet avslutades så nyligen som i maj 2021. Nämnden kom fram till att Swedbank brustit i sin skyldighet att offentliggöra insiderinformation i enlighet med emittentregelverket och MAR. Beslutet grundade sig bland annat på att informationen som Swedbank fått av SVT och som skulle publiceras i Uppdrag Granskning, inte bedömts och hanterats som insiderinformation av banken i rätt tid. Med andra ord utgjorde den information som sändes i programmet insiderinformation. Nämnden fäste stor vikt vid innehållet i sändningen och poängterade särskilt att banken borde ha hanterat informationen med beaktande av den information om samma och relaterade omständigheter som Swedbank redan hade tillgång till, det vill säga om de brister som förelåg i deras AMF-processer. Det är inte helt klart om nämnden menar att det är informationen om den kommande sändningen, samt dess innehåll, eller om det enbart var innehållet i sig, som skulle hanteras som insiderinformation av banken. Det är där av också tveksamt om nämnden kommit fram till samma slutsats i det fall att informationen som skulle sändas i programmet var av ospecifik och allmän natur som i sig inte utgjorde insiderinformation.

Detta tar oss in på det begärda förhandsavgörandet, där de publicerade tidningsartiklarna vidarebefordrade marknadsrykten om offentliga bud på emittenter till ett visst angivet pris per aktie. Först och främst är det inte helt klart om innehållet i publiceringarna i sig är att bedöma som insiderinformation. Min uppfattning är att den franska domstolen utgår från att innehållet i publiceringarna är av central betydelse och bedömer själva publiceringen i sig och innehållet så som en komponent i förhållande till definitionens rekvisit. Den franska domstolen kommer fram till att andra, tredje och fjärde rekvisitet i definitionen av insiderinformation var uppfyllda. Vad gäller det fjärde rekvisitet, att informationen ska ha en väsentlig inverkan på priset, fästes stor vikt vid att priset som angavs betydligt översteg priset innan publiceringarna. Informationen ansågs kunna användas av en förnuftig investerare som del i grunden för dennes investeringsbeslut, vilket är en rimlig bedömning. Dessutom kunde den kursförändring som visat sig i efterhand bekräfta att den berörda informationen svarar mot det fjärde

rekvisitet. Vad gäller det första rekvisitet, att informationen ska vara av specifik natur, var bedömningen inte lika enkel. Som har framställts ovan hör rykten i allmänhet till sådan diffus eller allmän information som inte möjliggör någon slutsats avseende dess potentiella effekt på priset på finansiella instrument. Med andra ord kan rykten som utgångspunkt inte vara av sådan specifik natur som krävs för att vara insiderinformation. Av informationen som finns tillgänglig i det förevarande fallet framkommer det inte hur rimligt det var att de offentliga buden skulle inträffa. Med tanke på att priset på de eventuella uppköpsbuden angavs i artiklarna kan det argumenteras för att innehållet, trots att det benämns så som marknadsrykten, faktiskt kan vara insiderinformation. Informationen som finns tillgänglig är för knapphändig för att jag ska kunna göra en heltäckande och definitiv bedömning av detta.

Mot bakgrund av att rena rykten inte är insiderinformation är det naturligt att i ett vidare led komma till en slutsats att information om kommande tidningsartiklar, som vidarebefordrar rykten eller annan ospecifik information, inte heller ska kunna vara insiderinformation. Å andra sidan måste information om en kommande publicering eller sändning bedömas enskilt i förhållande till rekvisiten. Generellt för sådan typ av information är att det rör sig om en händelse som inte är offentliggjord, och förutsatt att den rimligtvis kommer att inträffa kan det även påstås att den är tillräckligt konkret för att kunna dra en slutsats om en potentiell effekt på priserna. Däremot måste det förnuftiga investerare-testat även vidtas. Det kan konstateras att det i vart fall i realiteten förekommer investerare som använder informationen om en kommande sändning eller publicering i en nyhetskanal, vid sina investeringsbeslut. Troligtvis görs detta i hopp om att ryktena i publiceringen eller sändningen blir verklighet eller att marknaden i vart fall påverkas av publiceringens innehåll på ett sätt som investeraren önskar. Här spelar givetvis omständigheter i det specifika fallet roll, så som nyhetskanalens etablering, storleken på spridningen m.m. Har en kursförändring skett i efterhand kan det faktumet även användas som en kontroll för att informationen var priskänslig. Att däremot beakta eventuellt

irrationellt beteende på marknaden i det förnuftiga investerare-testet är enligt mig inte en ordning att föredra, vilket har analyserats ovan. Ett eventuellt agerande från marknaden baserat på rykten får ändå antas utgöra ett sådant irrationellt beteende. Min uppfattning är således att information om en sådan kommande publicering, som vidarebefordrar marknadsrykten eller annan information som inte uppfyller kraven för att utgöra insiderinformation, inte är relevant för ett fristående förnuftigt investeringsbeslut. Därmed bör det heller inte kunna utgöra insiderinformation.

Det finns definitivt en poäng och en fördel med att vilja hålla en vid tolkning av definitionen av insiderinformation och fånga upp ett beteende som förekommit i begäran om förhandsavgörandet, där en journalist röjt information om kommande tidningsartiklar till två utomstående personer som utnyttjat den vid sina investeringsbeslut. Däremot måste en sådan tolkning beakta att definitionen även hör samman med skyldigheten för emittenter att offentliggöra insiderinformation. Görs en sådan vid tolkning av definitionen kommer den mest relevanta informationen att spädas ut med information som är osäker eller som saknar relevans för prissättningen av finansiella instrument. Det leder i sin tur till att investerare får det svårare att i allt detta informationsflöde kunna särskilja vilken information som denne faktiskt ska lägga till grund för sina investeringsbeslut. I och för sig kan det vara värt att belysa att en emittent enbart blir skyldig att offentliggöra sådan information som denne faktiskt känner till. Det torde inte alltid vara fallet att nyhetskanaler kommunicerar alla kommande sändningar eller publikationer med de berörda emittenterna i fråga.

Sammanfattningsvis kan konstateras att rättsläget är oklart kring huruvida information om en kommande publicering eller sändning, som berör en emittent, utgör insiderinformation – i vart fall när innehållet i den i sig inte anses vara insiderinformation. Förhoppningsvis kommer frågan att klaras upp när EU-domstolen publicerar sin dom i det begärda förhandsavgörandet om finansjournalisten.

## 6.3 Vilka bestämmelser i MAR kan aktualiseras?

När viss information anses vara insiderinformation i förordningens mening, aktualiseras en rad olika bestämmelser i MAR. Emittenter är skyldiga att offentliggöra insiderinformation som direkt berör emittenten i enlighet med artikel 17 MAR och bestämmelser i genomförandeförordningen. Informationen ska rent faktiskt innehas av emittenten, för att denne ska bli skyldig att offentliggöra informationen och det vore enligt min mening orimligt om det var på ett annat sätt. Vad gäller själva offentliggörandet uppställs både ett tidsmässigt och ett innehållsmässigt krav. Det ska ske så snart som möjligt och informationen som lämnas ska vara tillräckligt utförlig för att allmänheten ska kunna göra en fullständig och korrekt bedömning av informationen.

Själva offentliggörandet ska ske på ett icke-diskriminerande och kostnadsfritt sätt, med en spridning till en så stor allmänhet som möjligt och samtidigt i hela unionen. I praktiken sker detta genom ett pressmeddelande som distribueras genom en väletablerad nyhetsdistributör. I genomförandeförordningen uppställs vilken information som måste finnas med, exempelvis ska det framgå att det rör sig om insiderinformation. Det är inte tillåtet att offentliggöra insiderinformation i ett pressmeddelande med en etikett som refererar till MAR, om pressmeddelandet de facto inte innehåller insiderinformation. Det ställs således ett högt krav på emittenter att genomföra noggranna bedömningar kring huruvida information är insiderinformation som ska offentliggöras. Även detta är ett starkt argument för att vägledning kring definition av insiderinformation är av stor vikt för att inte allt för stora tveksamheter ska uppstå. Förutom pressmeddelandet ska informationen tillhandahållas den aktuella börser och publiceras på emittentens webbplats. Därtill ska den offentliggjorda insiderinformationen rapporteras till Finansinspektionens Börsinformationsdatabas. En viktig aspekt att ha i åtanke är hur skyldigheten förhåller sig till att information anses vara offentliggjord i definitionens mening. Om exempelvis en nyhetskanal

publicerar insiderinformation om en emittent, som emittenten är skyldig att offentliggöra, upphör informationen i sig att utgöra insiderinformation enligt definitionen (med beaktande av de omständigheter som analyserats ovan), men inte nödvändigtvis emittentens skyldighet att offentliggöra informationen. Informationen måste finnas tillgänglig på lika och rättvisa villkor i enlighet med artikel 17 MAR.

Även om huvudregeln är att en emittent ska offentliggöra insiderinformation kan denne skjuta upp ett offentliggörande förutsatt att tre kumulativa villkor är uppfyllda: 1) omedelbart offentliggörande skadar sannolikt legitima intressen för emittenten eller deltagaren på marknaden, 2) det är inte sannolikt att ett uppskjutet offentliggörande vilseleder allmänheten och 3) emittenten kan säkerställa att informationen förblir konfidentiell. ESMA har utfärdat riktlinjer avseende både den första och andra punkten. Vad gäller legitima intressen kan utläsas att det ska föreligga en viss risk för att en negativ effekt ska uppkomma och att det finns en koppling mellan risken och den aktuella insiderinformationen. Ett beslut om att skjuta upp ett offentliggörande av insiderinformation ska dokumenteras på ett sätt, och med ett innehåll, som genomförandeförordningen föreskriver. När informationen väl är offentliggjord ska emittenten omedelbart informera Finansinspektionen via mejl om att informationen varit föremål för ett uppskjutet offentliggörande.

Sammantaget kan konstateras att, under förutsättning att rekvisiten i definitionen av insiderinformation i artikel 7 MAR är uppfyllda, blir artikel 17 MAR omedelbart tillämplig. En emittent har i detta skede två möjliga val. Antingen offentliggörs informationen enligt huvudregeln, alternativt fattas ett beslut om att skjuta upp offentliggörandet med stöd av artikel 17.4 MAR. I artikel 18 MAR stadgas en skyldighet att föra insiderförteckning i enlighet med den nämnda artikeln, vilket särskilt blir aktuellt vid ett beslut om att skjuta upp ett offentliggörande av insiderinformation.

Förutom skyldigheten att offentliggöra insiderinformation aktualiseras förbuden mot marknadsmissbruk så som insiderhandelsförbudet i artiklarna



8 och 14 MAR och olagligt röjande av insiderinformation i artiklarna 10 och 14 MAR. Det är förbjudet att ägna sig åt, eller försöka ägna sig åt, insiderhandel. Insiderhandel anses föreligga när en person förfogar över insiderinformation och utnyttjar denna genom att för egen eller annans räkning, direkt eller indirekt, förvärva eller avyttra finansiella instrument som informationen rör. Insiderhandel anses också förekomma när en person utnyttjar insiderinformation genom att återkalla eller ändra en handelsorder som avser ett finansiellt instrument som informationen rör, om handelsordern lades innan personen fick tillgång till insiderinformationen.

Det är vidare förbjudet att rekommendera att någon annan person ägnar sig åt insiderhandel eller att förmå någon annan person att ägna sig åt insiderhandel. En person som utnyttjar en sådan rekommendation eller uppmaning överträder också insiderhandelsförbudet förutsatt att personen inser eller borde inse att det rör sig om insiderinformation. Måttstocken här är vad en normal och förnuftig person inser eller borde ha insett med hänsyn till omständigheterna i det aktuella fallet. Förbudet mot insiderhandel är tillämplig på två typer av personkategorier som stadgas i artikel 8.4 MAR, var av de specifikt angivna typerna i punkterna a–d är av en striktare form, och de övriga förutsätter att personen i fråga inser eller borde ha insett att det rör sig om insiderinformation. Uppdelningen blir särskilt av betydelse när det gäller förvaltningsrättsliga ingripanden som normalt inte kräver uppsåt om det inte är föreskrivet. Artikel 9 i MAR stadgar så kallade legitima beteenden som är ett undantag för insiderhandelsförbudet. Listan får anses vara uttömmande och anger förhållandevis specifika situationer.

Vidare är det förbjudet att olagligen röja insiderinformation, vilket föreligger när en person förfogar över insiderinformation och röjer informationen till en annan person. Ett röjande som sker som ett normalt led i fullgörande av tjänst, verksamhet eller åligganden, är undantaget. I EU-domstolens praxis har uttalats att undantaget ska tillämpas med restriktivitet och förbudet är således utgångspunkt. Förbudet tillämpas på alla fysiska och juridiska personer i de situationer och under de omständigheter som gäller i förhållande till

insiderhandelsförbudet i artikel 8.4 MAR. Att vidarebefordra rekommendationer eller uppmaningar, som stadgas i 8.2 och som redogjorts för ovan, utgör ett röjande av insiderrinformation, förutsatt att personen som röjer informationen inser eller borde ha insett att informationen bygger på insiderrinformation.

I artikel 21 MAR stadgas en speciell bestämmelse som tar upp att om information offentliggörs eller sprids och om rekommendationer tas fram eller sprids för journalistiska ändamål eller andra uttrycksformer i medierna, ska sådant offentliggörande eller sådan spridning av information bedömas med beaktande av bestämmelserna om tryckfrihet och yttrandefrihet. Även de regler och normer som är tillämpliga på journalistyrket ska beaktas. Det är inte helt klart hur denna bestämmelse ska uppfattas. Min uppfattning är att bestämmelsen inte ska ses som ett undantag utan som en del att beakta vid bedömningen för om bland annat ett olagligt röjande har ägt rum. I det begärda förhandsavgörandet med finansjournalisten är bestämmelsen central och den franska domstolen ställer en rad olika frågor till EU-domstolen kring den. Det finns ytterst lite vägledning och klargöranden är definitivt av relevans, särskilt vad gäller förhållandet mellan förbudet mot att olagligen röja insiderrinformation och artikel 21 MAR.

## 7 Avslutande kommentarer

Definitionen av insiderinformation är en komplex bestämmelse med en utformning som behöver balansera och ta hänsyn till bekämpandet av olika typer av marknadsmissbruk, såväl som emittenters skyldighet att offentliggöra insiderinformation. Den får varken göras för snäv eller för omfattande för att inte riskera att de viktiga ändamålen bakom reglerna rubbas. Är inte regelverket välfungerande försämras marknadsintegriteten och investerarnas förtroende för den, vilket i det längre perspektivet kan missgynna samhället och välfärden i stort.

I den djupgående granskning som ESMA genomfört av MAR och publicerat i rapporten från september 2020, framförde majoriteten av de svarande marknadsaktörerna att de upplever definitionen av insiderinformation som välfungerande. En minoritet ville se vissa förändringar, vilket ESMA inte ansåg vara en god idé. Även om definitionen i vissa avseenden kan upplevas som vag och komplicerad att hantera är det svårt att göra några större ändringar av den. Definitionen har en nära koppling till olika bestämmelser i MAR som kan hamna i obalans och oväntade konsekvenser samt en rättslig osäkerhet kan uppstå. Det vore däremot lämpligt att ta fram vidare vägledning och klargöra vissa delar av den nuvarande lydelsen, precis som ESMA rekommenderar till Europeiska kommissionen. Även EU-domstolen kan genom sina förhandsavgöranden klargöra aspekter kring definitionen och de tillhörande bestämmelserna i MAR. Det blir intressant att följa den fortsatta utvecklingen av MAR som helhet, och definitionen av insiderinformation.

# Käll- och litteraturförteckning

## Källor

### Offentligt tryck

#### *Sverige*

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

#### *Europeiska unionen*

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

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

ESMA70-145-111, Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (MAR), version 14, uppdaterad 2019-13-29.

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

ESMA70-156-2391, 2020-09-23, MAR Review Report.

### Elektroniska källor

Begäran om förhandsavgörande framställd av Cour d'appel de Paris (Frankrike) den 9 juli 2020 – A – Övrig part: Autorité des marchés financiers, EUT C 313, 21.9.2020, s. 14–15, <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/PDF/?uri=CELEX:62020CN0302&qid=1621008778969&from=SV>> (hämtad 2020-11-28).

Ekobrottsmyndigheten, 'Ekobrottsmyndigheten inleder förundersökning mot Swedbank', publicerad 2019-02-27, <<https://www.ekobrottsmyndigheten.se/press/nyheter/2019/2/ekobrottsmyndigheten-inleder-forundersokning-mot-swedbank/>> (besökt 2021-02-08).

ESMA, 'ESMA IN BRIEF', <<https://www.esma.europa.eu/about-esma/esma-in-brief#title-paragrah-6>> (besökt 2021-03-15).

EU-domstolen, 'Sammanfattning i begäran om förhandsavgörande – MÅL C-302/20',  
<<https://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?text=&docid=230981&pageIndex=0&doclang=sv&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=2771829>>  
(besökt 2020-11-28).

Finansinspektionen, 'FI bekräftar undersökning av Swedbank', publicerad 2020-09-18, <<https://finansinspektionen.se/sv/publicerat/nyheter/2020/fi-bekraftar-undersokning-av-swedbank/>> (besökt 2021-02-08).

Finansinspektionen, 'Frågor och svar om insiderinformation', uppdaterad 2019-05-16,  
<[https://www.fi.se/contentassets/3c85228438a048c799fc93d94db113bc/fos\\_insiderinfo\\_20190516.pdf](https://www.fi.se/contentassets/3c85228438a048c799fc93d94db113bc/fos_insiderinfo_20190516.pdf)> (besökt 2021-04-07).

Finansinspektionen, 'Om Finansinspektionen', <<https://www.fi.se/sv/om-fi/>> (besökt 2021-03-15).

Finansinspektionen, 'Regler', <<https://www.fi.se/sv/bank/regler/>> (besökt 2021-03-15).

Johansson, Ulf m.fl., 'SVT avslöjar: Misstänkt penningtvätt i Swedbank', SVT Nyheter, publicerad 2019-02-20, <[www.svt.se/special/swedbank/](http://www.svt.se/special/swedbank/)>  
(besökt 2021-02-04).

Nasdaq Stockholm, 'Handledningstext, Nasdaq Stockholm, punkt 3.1 regelverk för emittenter – 1 maj 2020',  
<<https://www.nasdaq.com/docs/2020/05/01/Handledningstext-Nasdaq-Stockholm-punkt-3.1-regelverk-för-emittenter-1maj2020.pdf>> (besökt 2021-04-14).

Nasdaq Stockholm, 'Nasdaq First North Growth Market – Rulebook, 1 september 2019', <<https://www.nasdaq.com/docs/2021/05/03/Nasdaq-First-North-Growth-Market-Rulebook-Changes-in-the-Supplement-C-Finland-June-1-2021-final.pdf>> (besökt 2021-05-02).

Nasdaq Stockholm, 'Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares – 1 February 2021', <[https://www.nasdaq.com/docs/2021/01/20/Nordic-Main-Market-Rulebook-for-Issuers-of-Shares\\_4-January-2021.pdf](https://www.nasdaq.com/docs/2021/01/20/Nordic-Main-Market-Rulebook-for-Issuers-of-Shares_4-January-2021.pdf)> (besökt 2021-05-02).

Nasdaq Stockholm, 'Offentliggörande av information: fråga & svar'  
<<https://www.nasdaq.com/docs/Issuer-Rules-FAQ-Swedish.pdf>> (besökt 2021-04-17).

Nordic Growth Market, 'Börsregler – Regler för bolag vars aktier är upptagna till handel på Main Regulated gällande från och med den 4 maj 2020',  
<<https://cdn2.hubspot.net/hubfs/7433279/Dokument/Regelverk/Main%20Regulated/Regler-för-emittenter-vars-finansiella-instrument-är-upptagna-till-hande....pdf>> (besökt 2021-05-02).

Nordic Growth Market, 'Regler Nordic SME – Regler för bolag vars aktier är noterade på Nordic SME – Gällande från och med den 3 februari 2020',  
<<https://f.hubspotusercontent20.net/hubfs/7433279/Regler%20-%20Nordic%20SME.pdf>> (hämtad 2021-05-02).

Swedbank, 'Swedbank har tagit emot underrättelse från Finansinspektionen', publicerad 2020-09-18,  
<<https://www.swedbank.se/newsroom.details.57A5410B128FD247.html>> (besökt 2021-02-08).

Swedbank, 'Kommentar till dagens händelseutveckling', publicerad 2019-03-27,  
<<https://swedbank.com/sv/newsroom/pressmeddelanden.details.A83AC5C14BE32203.html>> (besökt 2021-02-08).

Söderlund, Andreas, 'Swedbank varnade storägare före UG-avslöjandet – men inte småspararna', SVT Nyheter, publicerad 2019-02-26,  
<<https://www.svt.se/nyheter/ekonomi/swedbank-varnade-storagare-for-ug-avslojandet-men-inte-smaspararna>> (besökt 2021-02-04).

## Litteratur

Eklund, Karin och Stattin, Daniel (2016), *Aktiebolagsrätt och Aktiemarknadsrätt*. 2 uppl., Iustus Förlag.

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.

Sandgren, Claes (2018), *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare: Ämne, material, metod och argumentation*. 4 uppl., Norstedts Juridik.

Schmauch, Magnus (2018), *EU:s marknadsmissbruksförordning m.m.: en kommentar*. Norstedts Juridik.

Sevenius, Robert, och Örtengren, Torsten (2012), 'Introduktion', i: Sevenius, Robert, och Örtengren, Torsten (red.), *Börsrätt*. 3 uppl., Studentlitteratur s. 27–48.

Sjöman, Erik (2019), 'EU:s marknadsmissbruksförordning och uppköpserbjudanden'. *SvJT* s. 882–904.

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

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

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

Örtengren, Torsten (2017), 'Noterade bolags informationsplikt', i: Sevenius, Robert och Örtengren, Torsten (red.), *Börsrätt*. 4 uppl., Studentlitteratur s. 189–208.

# Rättsfallsförteckning

## **EU-domstolsavgöranden**

C-384/02 *Knud Grøngaard mot Allan Bang*, EU:C:2005:708.

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

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

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

## **Svensk praxis**

Kammarrätten i Stockholm, dom 2016-11-09 i mål 315-16.

## **Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm**

Beslut 2013:8 *Medivir*, 2013-12-05.

Beslut 2016:2 *PA Resources*, 2016-02-05.

Beslut 2017-04 *GomSpace Group*, 2017-06-22.

Beslut 2017-06 *Skandinaviska Enskilda Banken*, 2017-07-10.

Beslut 2019:01 *Cyxone*, 2019-02-06.

Beslut 2021:03 *Swedbank*, 2021-05-05.