



UNIVERSITY OF GOTHENBURG
SCHOOL OF BUSINESS, ECONOMICS AND LAW

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet

Juridiska Institutionen

Juristprogrammet VT 2019

Examensarbete 30 högskolepoäng

Insiderinformation

- Särskilt om rekvisiten *specifik natur* och *väsentlig inverkan på priset* i artikel 7 i marknadsmissbruksförordningen

Författare: Josefine Eklund

Handledare: Erik Lidman

Examinator: Rolf Skog

Förkortningar

CESR	The Committee of European Securities Regulators
Emittent	Se definition i artikel 3 p.1 (21) MAR
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europeiska Unionen
EUD	Europeiska Unionens domstol
FEUF	Fördraget om Europeiska Unionens Funktionssätt
FSAP	Financial Service Action Plan
Genomförandedirektivet	Kommissionens direktiv 2003/124/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller definition och offentliggörande av insiderinformation och definition av otillbörlig marknadspåverkan
MAD	Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk)
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

Innehållsförteckning

KAPITEL I - INLEDNING	5
1.1 BAKGRUND.....	5
1.2 SYFTE	6
1.3 FRÅGESTÄLLNINGAR.....	6
1.4 DISPOSITION	6
1.5 MATERIAL OCH METOD	6
1.5.1 Material.....	6
1.5.2 Metod.....	8
1.6 AVGRÄNSNINGAR.....	9
KAPITEL II – BAKGRUND	10
2.1 INFORMATIONSBEHOVET OCH VISSA EKONOMISKA PERSPEKTIV	10
2.1.1 Inledande ord.....	10
2.1.2 Syften och skäl med värdepappersmarknadsrättslig reglering	10
2.1.3 Ekonomiska överväganden.....	11
2.2 UNIONSRÄTTSLIG REGLERING.....	13
2.2.1 Inledande ord.....	13
2.2.2 Skäl ur direktiv 2003/6/EG, 2003/124/EG samt MAR.....	13
2.2.3 Sammanfattande analys av centrala syften med artikel 7 MAR	15
2.3 REGLERINGENS UPPBYGGNAD OCH BEGREPPE T INSIDERINFORMATION.....	17
2.3.1 Regleringens uppbyggnad	17
2.3.2 Begreppet insiderinformation – en översikt av artikel 7 MAR.....	18
KAPITEL III – SPECIFIK NATUR	21
3.1 ELEMENTET: ”SPECIFIK NATUR”	21
3.1.1 Översikt.....	21
3.2 DET FÖRSTA KRITERIET – ”REASONABLE EXPECTATION TEST”	21
3.2.1 Omständigheter respektive händelser och mellanliggande steg	21
3.2.2 Kommentar och analys	23
3.2.3 Föreligger, kan föreligga, har inträffat eller kan inträffa.....	24
3.2.4 Kommentar och analys avseende det första kriteriet	27
3.3 DET ANDRA KRITERIET – ”SPECIFICITETSTESTET”	31
3.3.1 Specificitetstestet	31
3.4 SAMMANFATTANDE ANALYS MED SVAR PÅ UPPSATSENS FÖRSTA FRÅGA	33
KAPITEL IV – VÄSENTLIG INVERKAN PÅ PRISET	37
4.1 ELEMENTET: VÄSENTLIG INVERKAN PÅ PRISET.....	37
4.1.1 Inledande ord.....	37
4.1.2 Vem är den förnuftige investeraren?	38
4.1.3 Bedömningen	39
4.1.4 Kopplingarna mellan priskänslighetsrekvisitet och förnuftig investerartestet	40
4.1.5 Analys av priskänslighetsrekvisitet och förnuftig investerartestet.....	43
4.1.6 Analys av olika uttalanden kring sannolikhet/storleks-doktrinen	45
4.2 ANALYS OCH SAMMANFATTANDE SVAR PÅ UPPSATSENS ANDRA FRÅGA	47
KAPITEL V - SAMMANFATTANDE ANALYSDEL MED SLUTSATSER SAMT AVSLUTANDE KOMMENTARER	50
5.1 INLEDANDE SLUTSATSER	50

5.2 BEGREPPET INSIDERINFORMATION	52
5.2.1 <i>Specifik natur</i>	52
5.2.2 <i>Väsentlig inverkan på priset</i>	53
5.3 AVSLUTANDE ANMÄRKNING.....	55
KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	56

Kapitel I - Inledning

1.1 Bakgrund

Marknadsmissbruksdirektivet 2003/6/EG¹ (hädanefter benämnt som MAD) antogs år 2003 bland annat med anledning av att det ansågs avgörande för den ekonomiska tillväxten och skapandet av jobbomöjligheter att en verklig inre marknad för finansiella tjänster upprättades.² Tidigare reglering hade inte inneburit ett lika omfattande regulatoriskt ramverk avseende marknadsmissbruk, dock medförde det faktum att medlemsstater skulle implementera direktivet stora skillnader i tillämpningen mellan olika medlemsländer. Skillnaderna ledde bland annat till ojämlika villkor och fick negativa effekter beträffande investerarskyddet och marknadens integritet. En diskussion kring att reformera MAD uppstod, vilket föranleddes av faktorer som bristen på uniformitet, nya utvecklingar avseende bland annat marknadsmanipulation samt 2007-2008 års finanskris.³ Med tiden antogs ny reglering i form av en marknadsmissbruksförordning⁴ (hädanefter benämnt som MAR). MAR reglerar bland annat insiderhandel och marknadsmissbruk, förordningen fastställer även åtgärder i syfte att förbättra investerarskyddet samt säkerställa finansmarknadernas integritet i unionen.⁵ Emittenter i EU:s medlemsstater omfattas genom marknadsmissbruksförordningen bland annat av krav som medför en skyldighet att offentliggöra så kallad insiderinformation.⁶

Insiderinformation är ett återkommande begrepp i MAR och används i flera olikartade bestämmelser, bland annat definierar MAR vad som ska avses med så kallad ”insiderinformation” samt reglerar offentliggörandet av sådan information. Kortfattat kan definitionen av begreppet insiderinformation beskrivas innefatta fyra centrala element, varav två av dem specificeras ytterligare i andra och fjärde punkten i bestämmelsen i artikel 7 MAR.⁷ I skälen till MAR sades att en förbättring av rättsäkerheten för marknadsdeltagarna bör ske genom att en mer detaljerad definition av två av de aspekter som är att avse som väsentliga för definitionen av insiderinformation.⁸ Definitionen av vad som utgör insiderinformation är emellertid på flera punkter ändock oklar och det finns ett behov av att försöka klargöra definitionen.⁹ Det kan sålunda anses vara av vikt att utreda oklarheter och otydligheter. Ämnesområdet är valt mot bakgrund av de potentiella problem vid bedömningar av vad som avses med begreppet insiderinformation, särskilt med fokus på rekvisiten ”specifik natur” och ”väsentlig inverkan på priset” som är centrala för bedömningen av om viss information ska klassificeras som insiderinformation.

¹ Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk).

² Direktiv 2003/6/EG, skäl 1.

³ Se Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 6-7.

⁴ 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.

⁵ Se Artikel 1 MAR.

⁶ Artikel 17 MAR.

⁷ Artikel 7.2 MAR; artikel 7.4 MAR; Se Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 178.

⁸ MAR, skäl 18.

⁹ Jfr med Di Noia och Garganitini som är av uppfattningen att gränsdragning för begreppet insiderinformation kan stundom kan beskrivas som oklar, Di Noia och Garganitini, *Issues at midstream*, s. 484ff.

1.2 Syfte

Syftet med denna uppsats är att behandla begreppet insiderinformation genom att utreda rekvisiten ”specifik natur” och ”väsentlig inverkan på priset” i artikel 7 MAR. Detta syfte konkretiseras ytterligare genom de uppställda frågeställningarna.

1.3 Frågeställningar

- i. Hur ska rekvisitet ”specifik natur” i artikel 7.1 MAR förstås?
- ii. Hur ska rekvisitet ”väsentlig inverkan på priset” i artikel 7.1 MAR förstås?

1.4 Disposition

I kapitel II behandlas syften med värdepappersmarknadsrättslig reglering samt anledningar till varför det finns ett informationsbehov på marknaden framförallt ur ett ekonomiskt perspektiv. Därefter behandlas syften och ändamål med förordningen med fokus på artikel 7 MAR. Avslutningsvis redogörs för regleringens uppbyggnad samt översiktligt för begreppet insiderinformation. I det tredje och fjärde kapitlet behandlas de två centrala frågeställningarna. I kapitel III utreds ett av de element som är centralt för begreppet insiderinformation nämligen rekvisitet ”specifik natur”. I nästföljande kapitel, kapitel IV, behandlas rekvisitet ”väsentlig inverkan på priset”. Det kan även tilläggas att till de flesta avsnitt återfinns även kortare analyser och kommentarer som av estetiska och presentationsmässiga skäl har gjorts i anslutning till respektive delavsnitt. Avslutningsvis presenteras en sammanfattande analys i det sista kapitlet.

1.5 Material och metod

1.5.1 Material

För att kunna besvara uppsatsens syfte har unionsrättsligt material använts eftersom rekvisiten som utreds återfinns i bestämmelser från en EU-rättslig källa, i en förordning. Inledningsvis är det sålunda av relevans att översiktligt presentera EU-rättsliga källor för att därefter presentera materialet som använts i denna uppsats. EU-rätten skiljer sig från den nationella rätten i flera avseenden, bindande EU-rättsliga källor är exempelvis rättighetsstadgan, primärrätt, internationella avtal, bindande sekundärrätt samt allmänna rättsprinciper. Med bindande rättskällor menas att rättstillämparen ska rätta sig efter dem.¹⁰ Av vikt för denna uppsats är framförallt sådana rättsakter som kan utfärdas med stöd av fördragen, vilka benämns som sekundärrätt, till dessa räknas framförallt sådana bindande rättsakter som kan utfärdas enligt artikel 288 FEUF. De bindande rättsakterna är förordningar, direktiv och beslut.¹¹ Genom EU-domstolens praxis har några av de starkaste allmänna principerna introducerats.¹² Emellertid är EUD:s rättspraxis en subsidiär

¹⁰ Hettne och Otken Eriksson, *EU- rättslig metod Teori och genomslag*, s. 40.

¹¹ Artikel 288 FEUF; Se även Hettne och Otken Eriksson, *EU- rättslig metod Teori och genomslag*, s. 42.

¹² Foster, *EU Law*, s. 115.

rättskälla.¹³ EUD:s avgöranden är bindande för den domstolen som ställt frågan, dock anser sig domstolen ej vara bundna av sina egna prejudikat. EUD:s rättspraxis är viktig och mer än ett komplement till den skrivna rätten, det är vanligt förekommande att den skrivna rätten är vag och knappt ger vägledning. Problem med tillämpning löses därför genom prejudikatstolkning.¹⁴ Icke-bindande sekundärrätt, den EU-rättsliga doktrinen, generaladvokaters förslag till avgöranden med flera är EU-rättsliga källor, emellertid är dessa källor inte bindande utan vägledande.¹⁵ Det kan även tilläggas att på värdepappersområdet finns det ett specifikt lagstiftningsförfarande. Ett tillvägagångssätt med en nivåreglering innehållande både bindande och icke bindande material.

Materialet i denna uppsats består av marknadsmissbruksförordningen samt föregående direktiv, därtill har även vissa icke bindande unionsrättsliga rättsakter använts som exempelvis riktlinjer från CESR samt förslag till avgöranden. Centralt för denna uppsats är utöver det sagda, avgöranden från EUD. Till stor del har även doktrin inom ämnesområdet använts som analysverktyg. Även utländska avgöranden har använts för utökandet av tolkningsdata eftersom i vissa avseenden saknas tolkningsdata för att kunna ge ett mer utförligt och konkretiserat svar på vissa uppkomna frågor. Således beaktas exempelvis vissa utländska avgöranden, material som inte är EU-rättsliga källor tas därför hänsyn till och har använts som analysverktyg.

MAR är direkt tillämplig i alla EU:s medlemsstater, Sverige inkluderat. Innan förordningen trädde i kraft gällde direktiv 2003/6/EG¹⁶ och genomförandedirektivet 2003/124/EG¹⁷. I hög grad är dock bestämmelserna som är centrala för denna uppsats likalydande.¹⁸ EU domstolens praxis samt efterföljande doktrin kretsar således i hög grad kring de bestämmelser som gällde innan förordningens ikraftträdande men i och med bestämmelsernas likhetsgrad samt avsaknad av annan relevant praxis från EUD efter ikraftträdandet av MAR kommer således flera av de uttalanden ligga till grund för denna uppsats. Det sagda gäller även för nivå 3 reglering. För att kunna besvara uppsatsens frågeställningar kommer sålunda vägledning ges från exempelvis riktlinjer skapade av föregångare till ESMA, organet CESR, som under tiden direktiven var gällande, var det organ som utfärdade riktlinjer som skulle användas som ledning för att förstå direktivets bestämmelser. Sålunda har även relevanta riktlinjer och rekommendationer från CESR använts som material. Övrigt material består av förarbeten, utredningar samt litteratur som behandlar ekonomiska teorier samt bakomliggande syften med värdepappersmarknadsrättslig reglering.

¹³ EUR-Lex, ”Sammanfattning av EU-lagstiftningen”, (13.12.2017), tillgänglig: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/?uri=LEGISSUM%3A114534>, (hämtad: 2019-06-03).

¹⁴ Hettne och Otken Eriksson, *EU- rättslig metod Teori och genomslag*, s. 49-50.

¹⁵ Hettne och Otken Eriksson, *EU- rättslig metod Teori och genomslag*, s. 40.

¹⁶ Europaparlamentets och Rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk).

¹⁷ Kommissionens direktiv 2003/124/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller definition och offentliggörande av insiderinformation och definition av otillbörlig marknadspåverkan.

¹⁸ Se artikel 7 MAR; artikel 1.1 MAD; artikel 1 Genomförandedirektivet.

1.5.2 Metod

För att uppfylla syftet med denna uppsats, vilket förenklat beskrivet är att utreda vissa valda rekvisit från bestämmelsen artikel 7 MAR, har en rättsdogmatisk metod använts med hänsyn tagen till att avsikten är att fastställa gällande rätt. Att fastställa gällande rätt kan beskrivas innefatta två sidor, att beskriva samt systematisera gällande rätt, dessa två sidor är dock nära sammanbundna.¹⁹ Vid användandet av en rättsdogmatisk metod begränsas antalet källor som används, bland annat används lag och prejudikat vilket även innefattar unionsrättsligt material.²⁰ Med beaktande av att uppsatsen behandlar MAR, vilket är en unionsrättslig lagstiftning, krävs ett specifikt tillvägagångssätt. Även frågeställningarna har utformats med hänsyn till uppsatsens syfte och för att kunna besvara dessa har bedömningen gjorts att det följaktligen krävs mer än en nationellt förankrad juridisk metod, för att uppnå uppsatsens syfte. Av det skälet har uppsatsen främst författats utifrån ”en” EU-rättslig metod²¹ eftersom tillvägagångssättet vid arbete med unionsrättsligt material, kräver att man använder sig av EU-domstolens utvecklade metod(er).

För att utreda innebörden av rekvisiten *specifik natur* och *väsentlig inverkan på priset* är det särskilt viktigt att undersöka syftena och ändamålen bakom MAR och dess bestämmelser. Mer specifikt har det inneburit att i *kapitel II* presenteras tolkningar av centrala syften med MAR samt syften med bestämmelsen artikel 7 MAR. Den teleologiska tolkningen²² avser dels syften med bestämmelsen i snäv bemärkelse samt med hänsyn taget till den rättsliga kontexten. Teleologisk tolkning är i princip av subsidiär karaktär när unionsrätten ska tolkas, vilket innebär att den framförallt används vid tillfällen då en bestämmelses lydelse är oklar eller bestämmelsens kontextuella sammanhang är oklart. Denna metod har fått stort genomslag, vilket möjligen kan bero på att unionsrätten i stor utsträckning är oprecis, vag eller oklar.²³ Förutom att bestämmelserna skall tolkas mot bakgrund av sitt syfte skall tolkningen utföras med en systematisk tolkningsmetod²⁴, alltså får EU-rättsliga bestämmelser inte tolkas isolerat från sitt sammanhang. Det sagda innebär att EUD inte enbart tolkar en bestämmelse utifrån dess lydelse, utan betraktar även dess sammanhang och syfte.²⁵ Tillvägagångssättet för att kunna utreda syften med bestämmelsen artikel 7 MAR har främst bestått av att behandla de skäl som nämns i MAR, MAD samt

¹⁹ Se Sandgren, *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare*, s. 43.

²⁰ Ibid, s. 43; Jfr Kleineman, *Rättsdogmatisk metod*, s. 21, beträffande rättsdogmatikens syfte beskrivs vanligen som att lösa ett rättsligt problem genom tillämpning av en rättsregel, utgångspunkten är principerna för användandet av de allmänt vedertagna rättskällorna, innebärande att svaren söks i t.ex. lagtext eller förarbeten.

²¹ Se Reichel, *EU-rättslig metod*, s. 109, i litteratur på området framhålls att det inte finns en EU-rättslig metod istället framhålls ett tillvägagångssätt att behandla EU-rättsliga källor.

²² Se Reichel, *EU-rättslig metod*, s. 122 som hänvisar till Maduro, *Interpreting European Law*, s. 5, beträffande att metoden är meta-teleologisk och inte teleologisk i enbart snäv bemärkelse. Metoden beskrivs inte bara som teleologisk i snäv bemärkelse utan även som meta-teleologisk. Med det menas bland annat att det inte enbart är ”telos” av bestämmelserna som ska tolkas utan även den rättsliga kontexten som omgärdar reglerna samt bestämmelsernas rättsliga sammanhang. Det är sålunda inte enbart en ändamålsenlig tolkning av en specifik rättsregel utan även en viss systematisk förståelse som krävs, domstolen tolkar regler i dess ”konstitutionella telos” och i ett bredare sammanhang.

²³ Hettne och Otken Eriksson, *EU- rättslig metod Teori och genomslag*, s. 168.

²⁴ Se Hettne och Otken Eriksson, *EU- rättslig metod Teori och genomslag*, s. 167, systematisk tolkningsmetod innebär att rättsordningens hela systematik beskådas, vid användandet av en systematisk tolkning fäster EU-domstolen särskild vikt vid en viss bestämmelses position i ett större sammanhang. Exempelvis i förhållande till rättsakten som bestämmelsen återfinns i eller i förhållande till det specifika avsnitt som bestämmelsen ingår i.

²⁵ Hettne och Otken Eriksson, *EU- rättslig metod Teori och genomslag*, s. 36.

Genomförandedirektivet med särskild fokus på de skäl som lyfts fram i relevanta avgöranden från EUD.

Kapitel III-IV syftar till att besvara frågeställningarna. Rekvisitet ”specifik natur” behandlas i det tredje kapitlet och rekvisitet ”väsentlig inverkan på priset” behandlas i det fjärde kapitlet. Uppsatsen kommer genom en rättsdogmatisk metod samt med hjälp av EU-rättsliga tolkningsmetoder behandla dessa två rekvisit. Med det sagda ämnas att genom EU-rättsliga tolkningsmetoder utreda respektive rekvisit, bland tolkningsmetoder som används ifrågavarande fall återfinns bland annat den tidigare nämnda teleologiska tolkningsmetoden samt texttrogen tolkningsmetod. *Texttrogen tolkning* även så kallad bokstavstrogen tolkning används av EUD för att kunna rättfärdiga att domstolen inte ger en bestämmelse ett mer vidsträckt innehåll.²⁶ I vissa avseenden jämförs även olika språkversioner, enligt EUD är de *olika språkversionerna* av unionsrättens bestämmelser lika giltiga, därför kräver en tolkning att en jämförelse genomförs mellan de olika språkversionerna.²⁷ Därtill är avgöranden från EUD är viktiga för denna uppsats för att utreda och tolka rekvisiten, EUD beskrivs som uttolkare av unionsrätten och domstolens rättspraxis betraktas som mer än ett komplement till den skrivna rätten.²⁸ Därtill används vägledande unionsrättsligt material som tolkningsdata, exempelvis så kallad ”nivå tre reglering” och EU-rättslig doktrin.

Eftersom det i vissa avseenden inte varit möjligt att ge tillräckligt klargörande eller konkretiserande svar vid utredande av gällande rätt, har det därtill givits utrymme i uppsatsen att belysa uppkomna frågor med annat relevant material, icke unionsrättsligt material bestående av icke normativa källor, i form av utländsk rättspraxis som behandlar de ifrågavarande rekvisiten.²⁹

1.6 Avgränsningar

Uppsatsens syfte är att utreda vissa delar av begreppet insiderinformation genom att utreda och analysera två centrala rekvisit. Definitionen av insiderinformation ser likartad ut oavsett om informationen uppkommer som ett mellanliggande steg i en gradvis process eller inte. I uppsatsen har ändock, med hänsyn taget till utrymmet för denna uppsats, mellanliggande processer *inte* berörts på ett djupgående vis. I doktrin beskrivs det exempelvis som att ”på papper” kan ett mellanliggande steg i en över tiden pågående process, i det fall den är tillräckligt specifik samt uppfyller de tre andra elementen som innefattas i begreppet insiderinformation, potentiellt anses utgöra insiderinformation. Emellertid är det i praktiken mer oklart, bland annat på grund av att det potentiellt krävs en probabilitetsbedömning av probabilitet ifråga om framtida eller potentiella mellanliggande steg i en över tiden pågående process som rimligen kan förväntas.³⁰

²⁶ Hettne och Otken Eriksson, *EU-rättslig metod Teori och genomslag*, s. 159-160.

²⁷ Hettne och Otken Eriksson, *EU-rättslig metod Teori och genomslag*, s. 159-160.

²⁸ Se Hettne och Otken Eriksson, *EU-rättslig metod Teori och genomslag*, s. 49.

²⁹ Det skulle av vissa möjligen benämnas som en rättsanalytisk metod, bl.a. utifrån det faktum att icke auktoritativa källor behandlas. Jfr Sandgren, *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare*, s. 46, Sandgren menar att en rättsanalytisk metod kan tillskillnad från en rättsdogmatisk metod beskrivas som obunden till auktoritativa källor dock framförs att även som ett led i rättsanalytisk arbete kan det ingå att fastställa gällande rätt.

³⁰ Se Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 195 ff; beträffande problematiken kring hur tolkningen används i praktiken, exempelvis gällande företagsinformation och den formella beslutsprocess samt problematiken kring huruvida

Kapitel II – Bakgrund

2.1 Informationsbehovet och vissa ekonomiska perspektiv

2.1.1 Inledande ord

I avsnitt 2.1 presenteras vissa centrala syften med en värdepappersmarknadsrättslig reglering samt utvalda ekonomiska teorier. I avsnitt 2.2 redogörs för den unionsrättsliga regleringen av detta område och bakomliggande skäl och syften som finns med regleringen samt centrala syften med artikel 7 MAR. Avslutningsvis behandlas regleringens uppbyggnad i avsnitt 2.3 samt en inledande begreppsskrivning till insiderinformationsbegreppet.

2.1.2 Syften och skäl med värdepappersmarknadsrättslig reglering

Tre uppgifter nämns vanligtvis för marknader för finansiella instrument. För det första, genom att vara en källa till kapital för företagen underlättas kapitalbildningen i ekonomin. För det andra genom att investerare ges möjlighet att hantera sina risker underlättas riskhanteringen. För det tredje, att underlätta för ekonomiska aktörer att fatta korrekta beslut om investeringar i den faktiska ekonomin genom att etablera priser, vilka fungerar som bärare av information.³¹ Reglering av marknader för finansiella instrument bör eftersträva att marknaderna blir mer likvida och effektiva, med beaktande av att likvida och effektiva marknader för finansiella instrument inverkar på tillväxten i en positiv riktning enligt internationell forskning.³² Det är av stor betydelse för en likvid och effektiv värdepappersmarknad att reglera emittenters informationsgivning.³³ Förutsättningar för en effektiv prisbildning på värdepappersmarknaden skapas genom standardisering i hög grad samt reglering som är tydlig.³⁴ Att åstadkomma en god spridning av information är centralt för reglering av värdepappersmarknaden. Prisbildning på marknaden är knuten till tillgången av information, det är följaktligen en förutsättning för att kapital för investeringar ska kunna allokeras på ett effektivt sätt.³⁵ För att kunna värdera noterade bolag på ett korrekt vis behöver marknaden ha tillgång till all relevant information, därtill krävs det, för en rättvis behandling av alla intressenter, att alla ska kunna få tillgång till informationen samtidigt.³⁶ Att skydda investerare samt upprätthålla förtroendet för värdepappersmarknaden bör också lyftas fram som ett grundläggande syfte med värdepappersmarknadsrättslig reglering.³⁷ Vanligen motiveras reglering av aktiebolags informationsgivning på värdepappersmarknaden utifrån ett makro- eller marknadsperspektiv.³⁸ Som skäl till MAR nämns bland annat att för en öppen, effektiv och integrerad finansmarknad krävs

probabilitetsbedömningar avseende probabilitet eventuellt behöver genomföras, Se även kring problematiken kring probabilitet för probabilitet, i Di Noia och Gargantini, *Issuers' at midstream*, s. 498.

³¹ Prop. 2004/05:142, s. 40.

³² Prop. 2004/05:142, s. 40; Härkönen, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning*, s. 20.

³³ Härkönen, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning*, s. 20; prop. 2006/07:65, s. 85.

³⁴ Härkönen, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning*, s. 20; SOU 2006:50, s. 136.

³⁵ Prop. 2006/07:65, s. 85.

³⁶ Örtengren, *Noterade bolags informationsplikt*, s. 189.

³⁷ Se MAR skäl 2; Härkönen, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning*, s. 20-21.

³⁸ Härkönen, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning*, s. 18.

marknadsintegritet. Det är en förutsättning för ekonomisk tillväxt och välstånd med väl fungerande finansmarknader som allmänheten har förtroende för.³⁹

2.1.3 Ekonomiska överväganden

För att en marknad ska fungera väl krävs det att emittenter offentliggör relevant information.⁴⁰ Frivilliga transaktioner mellan två parter är grundläggande i en effektiv och rättvis marknadsekonomi.⁴¹ Beträffande transaktioner med värdepapper krävs information om emittentens finansiella förhållanden för att kunna utvärdera huruvida en transaktion kommer vara fördelaktig.⁴²

Regleringen av aktiemarknadsbolagens informationsgivning har påverkats av ekonomiska teorier i relativt stor omfattning.⁴³ Som tidigare nämnts bör reglering av finansiella marknader ha som syfte att göra marknaderna mer likvida och effektivare, då det påverkar tillväxten i positiv riktning.⁴⁴ Enligt (neo-klassisk) nationalekonomisk teori krävs därtill ett marknadsmisslyckande, för att det ska ses som motiverbart att införa olika typer av bestämmelser som lagar och myndighetsregler.⁴⁵ Det är således av betydelse att i detta sammanhang ifrågasätta vilket marknadsmisslyckande som är anledningen till behovet av reglering genom att diskutera de argument som ligger till grund för regleringen av marknadsmissbruk. Vid undersökning av de argument som förs för ett förbud brukar rättvis- och förtroendeargument lyftas fram, exempelvis kan det anses vara orättvist att vissa ska kunna tjäna pengar på att de har bättre information än en annan part utan att stå för någon större risk, därtill finns det även vissa argument som förs ur ett ekonomiskt perspektiv.⁴⁶ Exempelvis kan ett förbud mot insiderhandel betraktas som positivt eftersom förtroendet för marknaden annars kan ta skada, förtroendet kan beskrivas vara sammanbundet med externa effekter⁴⁷. Förtroende är emellertid problematiskt att operationalisera, eftersom det inte är självklart vad som påverkar förtroendet för marknaden.⁴⁸ Personer som har tillgång till insiderinformation och handlar utifrån denna information tar inte i beaktande att det finns andra aktörer på marknaden, som inte är inblandade i den transaktionen, vilka kan komma att beröras negativt. Det faktum att förtroende är förenat med så kallade externaliteter medför att det finns ett marknadsmisslyckande.⁴⁹ Nuförtiden torde den gängse uppfattningen vara att

³⁹ MAR, skäl 1-2.

⁴⁰ Hansen, *Say When*, s. 3.

⁴¹ En välfungerande marknad kännetecknas av att både köpare och säljare ser en transaktion som gynnsam. En frivillig transaktion är troligtvis Pareto-optimal annars skulle inte en person frivilligt delta i transaktionen. Hansen, *The Hammer and the Saw*, s. 2; Hansen, *Say When*, s. 3. "Pareto-optimum" är en ekonomisk term formulerat av Vilfredo Pareto som beskriver det tillstånd när en omfördelning av resurserna inte kan leda till att en part får det bättre, utan att någon annan får det sämre, *Stora boken om Ekonomi*, s. 89.

⁴² Se Hansen, *Say When*, s. 3; Se även Hansen, *Hammer and Saw*, s. 2-3.

⁴³ Se Härkönen, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning*, s. 76.

⁴⁴ Se prop. 2004/05:142, s. 40.

⁴⁵ Se Härkönen, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning*, s. 78; Se även prop. 2004/05:142, s. 40.

⁴⁶ Prop. 2004/05:142, s. 40.

⁴⁷ "Externa effekter", är en ekonomisk term som började användas på 1950-talet för att beskriva effekter som påverkar tredje part och inte avspeglas i marknadspriset. Exempelvis i en situation med en fabrik som orsakar luftföroreningar, företeelsen innebär ett marknadsmisslyckande i det fall fabriken inte behöver stå för samhällskostnaderna som skapas, *Stora boken om Ekonomi*, s. 139.

⁴⁸ Prop. 2004/05:142, s. 40-41.

⁴⁹ Prop. 2004/05:142, s. 41.

insiderhandel skadar förtroendet för marknaden.⁵⁰ Det finns emellertid argument grundade i ekonomiska överväganden som stödjer uppfattningen att insiderhandel inte ska vara förbjudet. Ett vanligt förekommande argument utifrån detta synsätt är att sådan typ av handel leder till mer effektiva priser och att det annars föreligger risk för att handel sker till priser som inte är tillräckligt informativa under en viss period. Insiderhandel leder sannolikt till priser som på ett bättre vis återspeglar tillgångens värde eftersom personer som innehar insiderinformation kommer ha möjlighet att handla utan fördröjning, vilket medför att priserna drivs upp och mer rättvisande priser uppkommer.⁵¹

2.1.3.1 "Lemons"-fenomenet

Om parterna tror att de är otillräckligt informerade kommer en marknad fungera bristfälligt eller inte alls enligt Georg Akerlofs "*Theory of Lemons*".⁵² Akerlof använder bilmarknaden för att illustrera, bilarna delas upp i fyra kategorier av bilar; nya och gamla som antingen kan vara bra eller dåliga, i detta hänseende benämns de dåliga bilarna för "lemons"⁵³. Vid inköp av en ny bil saknar köparen vetskap om bilen är en så kallad "lemon" men efter viss tid kan dock köparen av den specifika bilen utvärdera bilen på nytt och avgöra om bilen är en "lemon", informationsförhållandet har i detta skede utvecklats till att bli asymmetriskt vid försäljning av den nu begagnade bilen.⁵⁴ Dåliga bilar kommer fortsättningsvis att säljas för samma pris som bra bilar eftersom det är omöjligt för en köpare att avgöra skillnaden mellan en "lemon" bil och en bra bil. Förekomsten av oupptäckbara "lemons" på marknaden skapar osäkerhet hos köpare, osäkerheten leder till att köparen kommer vilja sänka det pris denne är beredd att betala, vilket får konsekvensen att priset sjunker över hela marknaden. Bilar som är bättre än snittet kommer däremot att dras tillbaka från marknaden på grund av att det då blir omöjligt för en säljare att få ett lämpligt pris med tanke på att köpare inte kan bedöma om bilarna i fråga är "lemons" eller inte.⁵⁵

Akerlofs teori kan appliceras på värdepappersmarknader, i det fall säljaren har mer information än köparen kommer kvalitén på sålda varor och omsättningen minska på sådana marknader. På marknader där det råder stora informationsasymmetrier kommer investerare i sina bedömningar och värderingar av ett bolag medräkna att bolaget, av intresse för värderingen, inte har offentliggjort relevant information.⁵⁶ Det beror på att investerarna inte har möjlighet att ha kunskap om vilka bolag som döljer information, information som

⁵⁰ Ur ett historiskt perspektiv har dock insiderhandel inte alltid varit förbjudet utan ansetts vara en naturlig del av marknaden, prop. 2004/05:142, s. 41.

⁵¹ Prop. 2004/05:142, s. 40-41.

⁵² Se Hansen, *The Hammer and the Saw*, s. 3, varvid Hansen kortfattat beskriver Akerlofs "Lemon theory".

⁵³ Det finns ingen direkt svensk översättning av begreppet "lemons", ett närliggande begrepp i svenskt vardagstal skulle kunna vara "skrothög", vilket beskriver ett dåligt exemplar av en produkt eller en felaktigt tillverkad produkt. Eftersom "lemons" är det vanligt använda begreppet och det saknas korrekt översättning eller beskrivning kommer fortsättningsvis begreppet lemons användas.

⁵⁴ I det fall ett specifikt inköp ska ske av en ny bil, råder det ovetskap hos köparen om en viss bil är en bra bil eller en "lemon". Köparen kommer däremot med viss sannolikhet vara medveten om med vilken probabilitet bilen är en "lemon" alternativt en bra bil, när viss tid har gått och köparen av bilen ifråga har varit ägare till bilen ett tag kan bilägaren forma en ny förståelse avseende nivån av kvalitet på den berörda bilen. En ny utvärdering kring huruvida just den bilen är en så kallad "lemon" kan genomföras, denna bedömning kommer ge en mer exakt beräkning i jämförelse med den första bedömningen som gjordes vid inköpet av bilen. Därmed har informationsförhållandet utvecklats till att bli asymmetriskt. Säljaren av den begagnade bilen kommer i detta läge ha mer information om bilen än en ny köpare. Se Akerlof, *The Market for "lemons"*, s. 489ff.

⁵⁵ *Stora boken om Ekonomi*, s. 274-275 beträffande "the lemons theory".

⁵⁶ Se Härkönen, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning*, s. 77.

skulle kunna påverka aktiernas värde negativt, respektive vilka bolag som inte döljer information. Bolag som inte döljer information utan istället fortlöpande offentliggör all kurspåverkande information kommer att värderas lägre än sitt verkliga värde.⁵⁷ Dessa bolag kan komma att välja att inte införskaffa riskkapital på värdepappersmarknaden utan anskaffar kapital på andra sätt, istället blir enbart så kallade ”lemons” kvar på värdepappersmarknaden.⁵⁸ Akerlof menar att en marknad med informationsasymmetrier kan leda till långtgående konsekvenser för marknadens existens på grund av att informationsasymmetrier kan leda till en negativ urvalsprocess.⁵⁹ En marknad kommer enligt Akerlof, i det fall marknaden hyser farhågor om informationsförhållandet med det menat att potentiella investerare eller köpare tror att de inte är tillräckligt informerade, således fungera suboptimalt eller inte överhuvudtaget.⁶⁰

2.2 Unionsrättslig reglering

2.2.1 Inledande ord

Denna del redogör för unionsrättslig reglering i syfte att presentera regleringen samt redogöra för de skäl som har anförts för behovet av reglering. Det är av vikt att placera in bestämmelserna i en rättslig kontext, se till dess sammanhang och undersöka dess bakomliggande ändamål, med hänsyn till EU-rättsliga tolkningsmetoder (främst med beaktande av den teleologiska tolkningsmetoden). Således presenteras de skäl som är relevanta för att behandla och utreda de syften som är centrala för bestämmelsen artikel 7 MAR, särskilt med fokus på de skäl som EUD har angivit i de avgöranden som behandlar bestämmelsen ifråga.⁶¹

2.2.2 Skäl ur direktiv 2003/6/EG, 2003/124/EG samt MAR

I skälen till MAD framhålls bland annat att det anses vara avgörande för den ekonomiska tillväxten och skapandet av arbetstillfällen i gemenskapen att en verklig inre marknad för finansiella tjänster upprättas samt att för en effektiv och integrerad finansmarknad krävs marknadsintegritet. Allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaderna och väl fungerande värdepappersmarknader är viktigt för ekonomiskt välstånd och tillväxt. Motsatsvis skadar marknadsmissbruk allmänhetens förtroende för värdepapper och derivatinstrument, vilket även är skadligt för finansmarknadernas integritet.⁶² Det framgår även att marknadsmissbruk består av otilbörlig marknadspåverkan samt insiderhandel, reglering mot detta har samma syfte; att garantera finansmarknadernas integritet i gemenskapen samt att öka förtroendet hos investerarna. Det anses sålunda vara lämpligt att

⁵⁷ Härkönen, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning*, s. 76-77, Se även Hörngren och Sjöberg, *Statlig reglering av handel med aktier*, s. 84, 92-95 som lyfter ”lemons” fenomenet framförallt vid nyintroduktion av aktier, innan det har etablerats en egentlig handel i aktierna, informationsasymmetrin är störst vid en introduktion men liknande problem kan även uppstå senare.

⁵⁸ Härkönen, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning*, s. 77.

⁵⁹ Härkönen, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning*, s. 76-77.

⁶⁰ Hansen, *The Hammer and the Saw*, s. 3, beträffande en kortfattad beskrivning av Akerlofs ”lemon theory”.

⁶¹ I Mål C-19/11, *Geltl mot Daimler*, p. 3, 7. Väljer domstolen att lyfta fram skäl 2, 12, 16 samt 24 från Direktiv 2003/6/EG samt skäl 1 och skäl 3 från direktiv 2003/124/EG. I Mål C-628/13, *Lafonta* p. 3 samt p. 7 lyfts skäl 1 och skäl 3 från direktiv 2003/124/EG fram samt skäl 2, 12 och 24 från direktiv 2003/6/EG.

⁶² Se direktiv 2003/6/EG, skäl 2.

anta gemensam reglering för att motarbeta insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan.⁶³ Därutöver framförs att ett korrekt och snabbt offentliggörande av information ökar marknadens integritet. Däremot kan selektiv informationsgivning orsaka ett förlorat förtroende bland investerare avseende finansmarknadens integritet.⁶⁴

Genomförandedirektivet⁶⁵ behandlade genomförandet av MAD när det gäller definition av insiderinformation och offentliggörande av insiderinformation samt definition av otillbörlig marknadspåverkan. Bland skälen som angivits till varför direktivet antagits framförs bland annat att marknadsaktörerna bör få ökad visshet om rättsläget, vilket säkerställs genom att närmare definiera vissa av de grundläggande elementen i definitionen av insiderinformation.⁶⁶ Vid en jämförelse av definitionen beträffande insiderinformation, är definitionen relativt likartad med den nu gällande definitionen som återfinns i MAR.⁶⁷

MAR är en förordning och således har den allmän giltighet, den är i alla delar bindande och direkt tillämplig i alla medlemsstater, Sverige inkluderat.⁶⁸ Den nya regleringen avseende marknadsmissbruk ersätter och upphäver tidigare direktiv genom införandet av MAR. Av första artikeln i MAR framgår att förordningen har fastställts som ett gemensamt regelverk om bland annat insiderhandel samt åtgärder för att förhindra marknadsmissbruk, för att på så sätt säkerställa de finansiella marknadernas integritet i unionen samt förbättra allmänhetens förtroende för marknaden och investerarskyddet. Vissa av skälen som framgår av MAR är en upprepning av det som sagts i tidigare direktiv. Bland flertalet skäl nämns till exempel upprättandet av en verklig inre marknad för finansiella tjänster som avgörande för att skapa arbetstillfällen i unionen samt för den ekonomiska tillväxten.⁶⁹ Ytterligare skäl som anges är exempelvis att för ekonomisk tillväxt och välbefinnande krävs välfungerande värdepappersmarknader samt allmänhetens förtroende. För en effektiv, öppen och integrerad finansmarknad krävs marknadsintegritet, marknadsmissbruk däremot, skadar finansmarknadernas integritet och allmänhetens förtroende för derivatinstrument och värdepapper.⁷⁰ Det är angeläget att emittenter offentliggör insiderinformation i syfte att säkerställa att investerare inte vilseleds och för att motverka insiderhandel. Således bör emittenter följaktligen åläggas att underrätta allmänheten om insiderinformation så snart som möjligt.⁷¹ Vidare framgår att en fastare och mer enhetlig ram måste fastställas för att värna om marknadens integritet, öka rättssäkerheten och förenkla lagstiftningen för marknadsaktörer.⁷² Därtill framgår att en förbättring av rättssäkerheten för marknadsdeltagarna bör ske genom att en mer detaljerad definition av två av de aspekter som är avsevärt viktiga för definitionen av insiderinformation ges, även en mer detaljerad definition av betydelsen av insiderinformationens potentiella effekter på priserna.⁷³

⁶³ Direktiv 2003/6/EG, skäl 12.

⁶⁴ Direktiv 2003/6/EG, skäl 24.

⁶⁵ Kommissionens direktiv 2003/124/EG av den 22 december 2003.

⁶⁶ Direktiv 2003/124/EG, skäl 3.

⁶⁷ Se artikel 7 MAR; artikel 1.1 2003/6/EG; artikel 1 2003/124/EG.

⁶⁸ Se Artikel 288 FEUF.

⁶⁹ MAR, skäl 1.

⁷⁰ MAR, skäl 1-2.

⁷¹ MAR, skäl 49.

⁷² MAR, skäl 4.

⁷³ MAR, skäl 18.

Ett återkommande uttryck i skälen till MAR och MAD är begreppet *marknadsintegritet*, en direkt förklarande definition av detta begrepp anges dock inte. Det torde vara centralt av den anledningen att det sägs bland annat att för en öppen, integrerad och effektiv finansmarknad krävs marknadsintegritet. Av MAR framgår att en fastare och mer enhetlig ram ska fastställas för att bevara marknadsintegritet.⁷⁴ Insiderhandel anses undergräva finansmarknadernas integritet samt investerarnas förtroende, och både företag samt ekonomiska aktörer bör bidra till marknadsintegritet.⁷⁵ I direktivet nämns att marknadsintegritet ökar vid korrekt samt snabbt offentliggörande av information, selektiv informationsgivning däremot kan skada förtroendet för marknadsintegritet.⁷⁶ En likadan formulering, att ett snabbt och korrekt offentliggörande av information ökar marknadsintegritet, återfinns *inte* i skälen till MAR.⁷⁷ Direktivet är numera upphävt, dock är bestämmelserna avseende informationsgivning samt begreppet insiderinformation likartade.⁷⁸ Ett syfte med informationsgivningskraven i MAR är att motverka insiderhandel samt tillförsäkra att investerare inte vilseleds.⁷⁹ Potentiellt, med tanke på att det framgår av det upphävda direktivet, kan det även tilläggas att informationsgivningskrav som säkerställer att insiderinformation offentliggörs korrekt och snabbt bidrar till att marknadsintegritet ökar. Finansmarknadens integritet ökar (enligt MAD), i det fall information offentliggörs korrekt och snabbt, selektiv informationsgivning kan däremot leda till ett förlorat förtroende för finansmarknadens integritet.⁸⁰

2.2.3 Sammanfattande analys av centrala syften med artikel 7 MAR

Bestämmelser från EU-rätten måste till stor del tolkas mot bakgrund av sitt syfte, så kallad teleologisk tolkningsmetod. Det är därför viktigt att försöka analysera och undersöka de skäl som återfinns i förordningen. I EU-domar förekommer det att domstolen anger vissa skäl i inledningen till avgörandena.⁸¹ Följaktligen, för att kunna förstå de bakomliggande syften till den unionsrättsliga regleringen av informationsgivning är det därför rimligt att analysera de skäl som nämns i inledningen till rättsakterna, skäl som vanligtvis lyfts fram av EUD. Det finns flera syften med bestämmelsen i artikel 7 MAR och inget obestridligt svar kan ges på denna fråga utan det är en tolkningsfråga, emellertid är det viktigt för att kunna klarlägga innebörden och utreda hur bestämmelsen ska förstås, att försöka ge ett svar på denna fråga. *Ett första syfte*, som kan beskrivas som ett mål med bestämmelsen är att rättssäkerheten för marknadsdeltagarna bör öka, genom att en mer utförlig definition ges av vissa av de aspekter som är betydelsefulla för begreppsförklaringen av insiderinformation.⁸² Det har exempelvis omnämnts i skälen till det tidigare direktivet att framförallt ska elementen ”specifik natur”

⁷⁴ MAR, skäl 4.

⁷⁵ MAR, skäl 23, 63.

⁷⁶ Direktiv 2003/6/EG, skäl 24.

⁷⁷ Av MAR art. 17 (1) följer dock att det krävs att insiderinformation ska offentliggöras snabbt och korrekt men däremot nämns inte att det är på grund av att det ökar marknadsintegritet varken i bestämmelsen eller i skälen. En något likartad formulering finns dock angivet i skälen till MAR beträffande att offentliggörande av insiderinformation säkerställer att investerare inte vilseleds samt motverkar insiderhandel och därför bör emittenter åläggas ansvar snarast underrätta allmänheten om insiderinformation se MAR, skäl 49.

⁷⁸ Se avseende informationsgivning artikel 6.1 direktiv 2003/6/EG; artikel 17 MAR; Se avseende insiderinformationsbegreppet artikel 1.1 Direktiv 2003/6/EG; artikel 1 Direktiv 2003/124/EG; artikel 7 MAR.

⁷⁹ Se MAR skäl 49.

⁸⁰ MAD, skäl 24.

⁸¹ Se exempelvis Mål C-19/11, *Geltl mot Daimler*; Mål C-628/13, *Lafonta*.

⁸² MAR, skäl 18.

samt dess ”potentiella inverkan på priset” ges en mer detaljerad definition.⁸³ Rimligtvis kan därför ett syfte med artikel 7 MAR vara att ge tydliga och detaljerade definitioner, framförallt av begreppet insiderinformations väsentliga aspekter, för att på så sätt säkerställa ökad visshet för marknadsdeltagarna och därigenom ökad rättssäkerhet.⁸⁴

Det framgår i ett av skälen till MAR att rättssäkerheten bör förbättras samt att det ska åstadkommas genom att ge mer tydliga definitioner av väsentliga aspekter rörande begreppet insiderinformation.⁸⁵ En slutsats som kan dras av detta är att det är rimligt att tro att regelnmakaren vill att förordningen ska vara tydlig och klar, troligtvis både för att det ökar rättssäkerheten för de aktörer och individer som omfattas av MAR. Det är rimligt att tro att desto tydligare regleringen är desto enklare blir det att åstadkomma regelefterlevnad och desto mer närliggande det som regleringen vill åstadkomma kommer de som omfattas av MAR att tolka dess bestämmelser. I skälen framgår det att en mer detaljerad definition av de två aspekter som är väsentliga för definitionen av insiderinformation kommer öka rättssäkerheten för marknadsdeltagarna, vilket möjligen tydliggör att regelnmakaren har som mål att ge klara och tydliga definitioner och i detta hänseende verkar bedöma rättssäkerheten för deltagarna som viktig. Det framgår dock inte om det innebär att definitionerna exempelvis ska tolkas snävt även om det möjligtvis skulle kunna anses öka rättssäkerheten något, (med beaktande av det faktum att man exempelvis inom vissa rättsområden inte tillåter analogislut då det ses som oförenligt med legalitetsprincipen). Av skälen till MAR framgår att det är av vikt att definitionerna tydliggörs för att på så vis öka rättssäkerheten, möjligen ska det sagda snarare betraktas som en signalering från regelnmakaren att det är ett mål eller syfte som har funnits vid skapandet av förordningen.

Det andra syftet, framgår vid läsning av bestämmelsen i artikel 7 MAR tillsammans med andra bestämmelser där insiderinformationsbegreppet återfinns. Syftet med bestämmelsen är att definiera begreppet insiderinformation och genom andra bestämmelser ges insiderinformationsbegreppet andra syften genom olikartat användande och ytterligare avgränsande definitionen, (exempelvis i art. 17 MAR anges att enbart insiderinformation som *direkt* berör den emittenten ska offentliggöras). Syftet med artikel 7 MAR kan därför anses vara att definiera begreppet insiderinformation och genom det sätta upp gränser som dels sorterar bort information som inte ryms inom begreppet likaväl som att klargöra vad som ingår. Begreppet insiderinformation ringar alltså både in sådan information som bör falla inom begreppet likaväl som det avgränsar bort annan typ av information. Denna första gränsdragning får sedan betydelse för vad som exempelvis ska offentliggöras men även vad som innefattas i förbudet mot insiderhandel. Begreppet insiderinformation får på detta vis ett brett syfte.

I ljuset av informationsgivningskraven, vilket begreppet insiderinformation har en anknytning till, framkommer ytterligare ett syfte. Med beaktande av ”lemons” fenomenet finns det skäl att tro att regelnmakaren vill undvika en marknad som fungerar bristfälligt på grund av att parterna tror att de är otillräckligt informerade, en marknad med stora informationsasymmetrier. Således bör rimligen regleringen motverka förekomsten av en marknad med stora informationsasymmetriska förhållanden. *Det tredje syftet* med

⁸³ Direktiv 2003/124/EG, skäl 3.

⁸⁴ Direktiv 2003/124/EG, skäl 3.

⁸⁵ MAR, skäl 18.

bestämmelsen är således att inrymma tillräckligt mycket med information i definitionen av insiderinformationsbegreppet för att undvika en marknad som riskerar att på sikt bestå av enbart ”lemons”. Begreppet insiderinformation ska sålunda omfatta tillräckligt mycket information för att på sikt motverka att marknaden fungerar suboptimalt. Med tanke på att bolag, som väljer att offentliggöra kurspåverkande information, på en marknad med stora informationsasymmetrier, kommer värderas under sitt reella värde. Eftersom investerarna vid sina investeringsbedömningar, inte kommer veta vilka bolag som döljer information och istället medräkna att bolag inte har offentliggjort information som påverkar kursen. ”Lemons-fenomenet” förutspår långtgående konsekvenser för marknadens existens. En marknad med köpare som tror sig vara otillräckligt informerade riskerar att fungera suboptimalt eller inte alls.⁸⁶

Sammantaget är således målet och det första syftet med artikel 7 MAR att ge en detaljerad definition framförallt av två centrala element och genom det öka rättssäkerheten för marknadsdeltagare. Vidare, är syftet med artikel 7 MAR att definiera begreppet insiderinformation samt både avgränsa bort viss typ av information samt ringa in sådan typ av information som ska omfattas av definitionen. Vid en läsning av bestämmelsen och med hänsyn tagen till dess rättsliga kontext framgår även att begreppet insiderinformation sätter ramar för flera andra bestämmelser i förordningen, sålunda är begreppsförklaringen väsentlig för en rad olika bestämmelser, syftet är således mångskiftande. Det tredje syftet med bestämmelsen är att inrymma tillräckligt mycket med information i definitionen av insiderinformationsbegreppet för att undvika förekomsten av en marknad som på sikt riskerar bestå av enbart ”lemons”. Informationsasymmetrier på en marknad kan leda till negativa urvalsprocesser vilket riskerar leda till långtgående konsekvenser för marknadens existens.

2.3 Regleringens uppbyggnad och begreppet insiderinformation

2.3.1 Regleringens uppbyggnad

För att förstå regleringens uppbyggnad och kunna särskilja mellan bindande och icke bindande reglering på värdepappersområdet är det av vikt att ha förståelse för bakgrunden till regleringen. Följande avsnitt presenterar det så kallade Lamfalussy förfarandet; Lamfalussy förfarandet är ett tillvägagångssätt som utarbetades år 2001 i kölvattnet av den så kallade visemannarapporten. Den europeiska kommissionen hade tidigare utövat harmonisering på en miniminivå, vilket även har använts på kapitalmarknaden med exempelvis reglering på unionsnivå som uttryckligen tillät striktare reglering på nationell nivå. Med tiden hade det uppstått vissa utmaningar på grund av globaliseringen och för att kunna få bukt med dessa presenterade den Europeiska kommissionen år 1999 ”FSAP”, en plan för att förbättra den inre marknaden för finansiella tjänster. Kommissionen etablerade även en visemannakommitté⁸⁷ ledd av B.A. Lamfalussy.⁸⁸ Deras uppgift var att utvärdera hur mekanismerna för att reglera värdepappersmarknader i EU kan säkerställa en effektiv och dynamisk verksamhet.⁸⁹ I en rapport, som senare kom att kallas för Lamfalussy-rapporten,

⁸⁶ Se mer om detta i avsnitt 2.1.3; Se Akerlof, *The Market for "lemons"*, s. 489ff. Se även Härkönen, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning*, s. 76-77. Se även Hansen, *The Hammer and the Saw*, s. 3.

⁸⁷ Svensk benämning för *Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*.

⁸⁸ Möllers, *European Legal Theory and Legislation in Capital Markets Law*, s. 133-134.

⁸⁹ Möllers, *European Legal Theory and Legislation in Capital Markets Law*, s. 134.

föreslog visemannakommittén en ny lagstiftningsmodell på värdepappersområdet.⁹⁰ Målsättningen var att EU-rätten skulle bli mer flexibel och samtidigt nå ökad harmonisering bland medlemsländerna i unionen.⁹¹ Kommittén föreslog en process, som skulle möjliggöra en mer anpassningsbar lagstiftning samt ett mer effektivt lagstiftningsförfarande, innefattande en modell som delar in uppföljningen och regelgivningen på fyra nivåer. På den första nivån fastställs allmänna principer enligt det normala lagstiftningsförfarandet inom EU rätten, genom antagna förordningar eller direktiv.⁹² På den ifrågavarande nivå återfinns MAR och Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/57/EU straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk.⁹³ På den andra nivån antager kommissionen så kallade genomförandebestämmelser som syftar till att anpassa eller fylla ut de allmänna principer som beslutats på första nivån.⁹⁴ Av artikel 35 MAR ges befogenhet till kommissionen att anta delegerade akter, dock med vissa förbehåll, vilket är så kallad nivå två legislatur.⁹⁵ Nationella övervakningskommittéer ansvarar för att ge ut rekommendationer och riktlinjer för implementering av bestämmelserna samt att ge vägledning till kommissionen vid antagande av nivå ett och två akter på nivå tre.⁹⁶ På nivå tre kan ESMA (tidigare CESR) ge ut riktlinjer och rekommendationer, vilket har skett, som inte ses som bindande.⁹⁷ Riktlinjerna är vanligen adresserade till tillsynsmyndigheter och rekommendationer till marknadsdeltagare.⁹⁸ Nivå tre reglering är som nämnt inte rättsligt bindande, ändock ska behöriga myndigheter sträva efter att följa dem.⁹⁹ På nivå fyra, vilket är den sista nivån, anges att kommissionen ska ta ett ökat ansvar för att övervaka ett korrekt genomförande av gemenskapslagstiftningen i medlemsländerna.¹⁰⁰

2.3.2 Begreppet insiderinformation – en översikt av artikel 7 MAR

Detta avsnitt ämnar presentera begreppet insiderinformation. Inledningsvis kan det konstateras att begreppet insiderinformation är centralt för MAR och andra bestämmelser i förordningen kretsar kring denna definition. Artikel 7.2 MAR motsvarar i princip tidigare

⁹⁰ Prop. 2004/05:142, s. 37.

⁹¹ Di Noia och Gargantini, *Issuers' at midstream*, s. 487

⁹² Prop. 2004/05:142, s. 37.

⁹³ Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 9.

⁹⁴ Prop. 2004/05:142, s. 37.

⁹⁵ Se Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 10; Exempel på nivå två legislatur är så kallade genomförandeförordningar, som vanligtvis behandlar tekniska aspekter, se exempelvis genomförandeförordningen 2016/1055 tekniska standarder vad gäller de tekniska villkoren för lämpligt offentliggörande av insiderinformation och för uppskjutande av offentliggörandet av insiderinformation, Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 530-531.

⁹⁶ Europeiska kommissionen, ”Regulatory process in financial services”, (u.å) tillgänglig:

https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-their-progress/regulatory-process-financial-services/regulatory-process-financial-services_en#level-2-measures, (hämtad 2019-03-10).

⁹⁷ Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 10.

⁹⁸ Möllers, *European Legal Theory and Legislation in Capital Markets Law*, s. 138.

⁹⁹ Europaparlamentets och Rådets förordning (EU) nr 1095/2010

av den 24 november 2010 om inrättande av en europeisk tillsynsmyndighet (Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten), om ändring av beslut nr 716/2009/EG och om upphävande av kommissionens beslut 2009/77/EG. Där det framgår att myndigheten ESMA ska upprätta riktlinjer och rekommendationer, av artikel 16.3 där det framgår att finansmarknadsaktörerna samt de behöriga myndigheterna ”ska med alla tillgängliga medel söka följa dessa riktlinjer och rekommendationer.”

¹⁰⁰ Prop. 2004/05:142, s. 38; Europeiska kommissionen, ”Regulatory process in financial services”, (u.å) tillgänglig: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-their-progress/regulatory-process-financial-services/regulatory-process-financial-services_en#level-2-measures, (hämtad 2019-03-10).

artikel 1(1) i Genomförandedirektivet.¹⁰¹ Definitionen av insiderinformation återfinns i art. 7 MAR och begreppet insiderinformation återkommer exempelvis i bestämmelsen som rör insiderhandel samt bestämmelsen som kräver att emittenter offentliggör insiderinformation.¹⁰² Insiderinformationsbegreppet innefattar fyra element, varav två av dem specificeras ytterligare i andra och fjärde punkten i bestämmelsen.¹⁰³

Det finns olika sorter av insiderinformation, de tre typerna av insiderinformation återfinns i artikel 7 MAR, punkten 1 a-c.¹⁰⁴ (Exempelvis, bestämmelsen 7.1c rör utsläppsrätter eller auktionerade produkter baserade på sådana.) Av artikel 7.1a framgår en definition av insiderinformation på värdepappersmarknaden, vilken ser ut på följande sätt;

Artikel 7.1a: ”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 (...).”¹⁰⁵

I artikel 7 MAR framgår av punkterna två till fyra definitioner av vissa *gemensamma drag* för begreppet insiderinformation. En definition av vad som menas med ”specifik natur” framgår av artikel 7.2 MAR. En definition av vad specifik natur innebär presenterades redan i MAD och definierades i artikel 1(1) Genomförandedirektivet och EUD har genom två olika avgöranden behandlat kriterier som är ihopkopplade med elementet specifik natur.¹⁰⁶ Av artikel 7.3 MAR framgår att även mellanliggande steg i en över tiden pågående process ska anses vara insiderinformation, i det fall som informationen uppfyller de kriterier som avses i artikel 7 MAR. Ett exempel på detta kan vara en process som över tid leder fram till att en styrelsemedlem hos emittenten avgår.¹⁰⁷ Av punkten fyra går det att utläsa att vid tillämpning av punkten 1 ska definitionen av ”sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset”¹⁰⁸ vara sådan information som om den offentliggjordes skulle ha en väsentlig inverkan på priset. Det är avgörande om det är sådan typ av information som en förnuftig investerare sannolikt skulle använda som en del av grunden för sitt investeringsbeslut. Genom artikel 7.5 MAR ges ESMA möjlighet att utfärda riktlinjer för definitionen av insiderinformation för spotmarknader och råvaruderivatmarknader.¹⁰⁹

Rekvisiten i artikel 7 beskrivs som grundläggande element vilka utgör minimivillkor, de ska ses som oberoende av varandra, bedömas separat och varje villkor ska vara uppfyllt för att informationen ska kunna klassificeras som insiderinformation i enlighet med bestämmelsen.¹¹⁰ Insiderinformationsbegreppet kan beskrivas bygga på fyra beståndsdelar. Med det första av dessa element åsyftas information av (i) specifik natur. För

¹⁰¹ Se Ventrizzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 178.

¹⁰² Se artikel 8 MAR rörande insiderhandel samt artikel 17 MAR som behandlar emittenters informationsgivningskrav.

¹⁰³ Se Ventrizzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 178.

¹⁰⁴ Schmauch, *EU:s marknadsmissbruksförordning*, s. 80.

¹⁰⁵ Artikel 7.1a MAR.

¹⁰⁶ Se vidare Hansens beskrivning av målen i Hansen, *Issuers' duty*, s. 27-28, I avgörandet C-19/11, *Geltl mot Daimler*, berördes bland annat kriteriet ”rimligförväntanhets-testet”. I avgörande C-628/13, *Jean-Bernard Lafonta mot Autorité des marchés financiers*, behandlades det andra elementet.

¹⁰⁷ Schmauch, *EU:s marknadsmissbruksförordning*, s. 89.

¹⁰⁸ Artikel 7.4 MAR

¹⁰⁹ Schmauch, *EU:s marknadsmissbruksförordning*, s. 90-91.

¹¹⁰ Se Mål C-19/11, *Geltl mot Daimler*, p. 53; Schmauch, *EU:s marknadsmissbruksförordning*, s. 83.

det andra ska informationen (ii) inte ha offentliggjorts. För det tredje ska det vara information som (iii) direkt eller indirekt antingen rör en eller flera emittenter eller ett eller flera finansiella instrument.¹¹¹ För det fjärde ska informationen, om den offentliggörs, (iv) sannolikt ha en väsentlig inverkan på priset på instrumenten. Definitionen innefattar även, vilket har berörts, information avseende råvaruderivat och utsläppsrätter samt auktionerade produkter baserade på utsläppsrätter.¹¹² Informationen ska som nämnts sannolikt ha en väsentlig inverkan på priset, priset på dessa finansiella instrument eller på relaterade finansiella derivat instrument.¹¹³ För utsläppsrätter eller auktionerade produkter baserade på sådana ska informationen, om den offentliggjordes, sannolikt ha en väsentlig inverkan på priset på sådana instrument eller på priset på relaterade derivatinstrument.¹¹⁴

Två av de fyra grundläggande beståndsdelarna definieras inte i MAR, nämligen (ii) ”inte har offentliggjorts” samt (iii) ”direkt eller indirekt rör”. Dessa två beståndsdelar kommer därför kortfattat beröras, därefter behandlas de två resterande beståndsdelarna: ”specifik natur” respektive ”sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset” mer ingående i efterföljande kapitel. Avseende det andra grundläggande elementet, (ii) ”inte har offentliggjorts” är det av praktisk betydelse att kunna klargöra när information slutar vara ”inte offentliggjord” med tanke på att det kan avgöra om ett visst handlade ska ses som lagenligt eller inte, det berör möjligheten att handla med emittenters värdepapper. Det är dock inte helt klargjort när information ”inte har offentliggjorts” övergår till att vara offentliggjord information och inte längre kan kvalificeras som insiderinformation.¹¹⁵ Avseende det tredje elementet (iii) ”information som direkt eller indirekt rör” kan det kortfattat konstateras att när det gäller insiderinformation som ska offentliggöras rör det enbart sådant som *direkt berör den emittenten*, vilket framgår av artikel 17 MAR. Av artikel 7.1(a), (som rör definitionen av insiderinformation på värdepappersmarknaden), framgår dock att det som ryms inom begreppet insiderinformation är desto mer, begreppet omfattar både information som indirekt och direkt rör ett eller flera finansiella instrument eller en eller flera emittenter.¹¹⁶ Möjligen kan en uppdelning mellan företags- och marknadsinformation vara något klargörande även om det möjligtvis bör ses som en förenklande beskrivning. Företagsinformation är generellt sådan information som visar på en *direkt* koppling jämfört med marknadsinformation som generellt sätt snarare *indirekt* har en koppling till en eller flera emittenters finansiella instrument. Företagsinformation är data eller kunskap som är specifikt för den emittenten såsom beslut tagna av styrelsen, pågående förhandlingar eller liknande. Marknadsinformation är snarare sådan sorts information som potentiellt kan påverka flera aktörer, såsom exempelvis information om beskattning och regleringar eller annat som tillkommit från en tredje part.¹¹⁷

¹¹¹ Se Ventrizzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 178. Gällande råvaruderivat avses information som direkt eller indirekt rör ett eller flera sådana derivat eller som direkt rör relaterade spotavtal avseende råvaror. Gällande utsläppsrätter eller auktionerade produkter baserade på sådana avses information som direkt eller indirekt rör ett eller flera sådana instrument.

¹¹² Schmauch, *EU:s marknadsmissbruksförordning*, s. 83.

¹¹³ Artikel 7.1a MAR.

¹¹⁴ Artikel 7.1c MAR.

¹¹⁵ Ventrizzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 196 ff.

¹¹⁶ Se Ventrizzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s.198-199.

¹¹⁷ Se Ventrizzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 199.

Kapitel III – Specifik natur

3.1 Elementet: ”Specifik natur”

3.1.1 Översikt

I artikel 7.2 MAR återfinns definitionen för vad som menas med specifik natur, det sagda är som tidigare nämnts ett förtydligande av vilken information som ska anses vara av ”specifik natur” vid tillämpning av punkten ett i artikel 7 MAR.

Specifik natur indelas i framförallt två kriterier, vid definitionen av vad som menas med begreppet specifik.¹¹⁸ Dessa två kriterier är att se som kumulativa.¹¹⁹ Ett sätt att dela in dessa två kriterier på är att benämna det första kriteriet för ”rimligförväntanhetstestet” (engelska: reasonable expectation test) och det andra för ett ”specificitetstestet” (engelska: specificity test), varav det första testet tar sikte på den första delen av den första meningen i artikel 7.2 MAR och det andra testet tar sikte på den andra delen av samma mening.¹²⁰ För det första ska information, vid tillämpning av punkten 1, 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”¹²¹. Det andra kriteriet som avser definitionen av begreppet specifik natur, säger att information anses vara av specifik natur ”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 eller på relaterade finansiella derivatinstrument, på relaterade spotavtal avseende råvaror eller på auktionerade produkter baserade på utsläppsrätter”¹²²

EU-domstolen har i två olika avgöranden berört respektive del av definitionen av specifik natur, (båda avgörandena rörde den definitionen som ursprungligen presenterades i direktiv 2003/124/EG artikel 1.1). I domen *Geltl mot Daimler*, berördes det första kriteriet, det som av vissa benämns som ”rimligförväntanhetstestet”, några år senare berördes det andra kriteriet, det så kallade ”specificitets-testet”, i *Lafonta*.¹²³

3.2 Det första kriteriet – ”reasonable expectation test”

3.2.1 Omständigheter respektive händelser och mellanliggande steg

I artikel 7.2 MAR anges en definition av begreppet ”specifik natur”. Begreppet ”specifik natur” används i artikel 7.1 MAR som ett av de element som bestämmer vad som ska anses utgöra insiderinformation. För det första ska informationen 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”.¹²⁴ För att definiera detta på ett mer tydligt sätt är det rimligt att inledningsvis ifrågasätta vad begreppen

¹¹⁸ Schmauch, *EU:s marknadsmissbruksförordning*, s. 88.

¹¹⁹ Mål C-19/11, *Geltl mot Daimler*, p 29.

¹²⁰ På engelska benämns testen som ”the reasonable expectation test” respektive ”the specificity test” se bland annat Di Noia och Gargantini, *Issuers at midstream*, s. 492-493.

¹²¹ Artikel 7.2 1m. MAR.

¹²² Artikel 7.2 1 m. MAR.

¹²³ Se Hansens beskrivning av avgörandena i Hansen, *Issuers’ duty*, s. 27-28.

¹²⁴ Artikel 7.2 1m. MAR.

omständigheter respektive händelser betyder. EUD har konstaterat i avgörandet *Geltl*, att dessa begrepp inte har definierats i det tidigare direktivet, således bör begreppen förstås utifrån dess vedertagna betydelser.¹²⁵ I detta sammanhang kan det poängteras att unionsrättens bestämmelser är avfattade på flera språk och de olika versionerna har lika giltighet.¹²⁶

Begreppet omständigheter ska förstås utifrån sin pluralform, en enskild omständighet är inte tillräcklig.¹²⁷ Det framgår av EU-rättslig doktrin (vilket är vägledande men inte bindande) att en åtskillnad mellan begreppen ”omständigheter” och ”händelse” är nödvändig, särskilt i det fall som det rör sig om information som utvecklas vid långvariga processer.¹²⁸ Enskilda omständigheter bör bedömas var för sig, för att avgöra vid vilken tidpunkt de kan anses utgöra en uppsättning av omständigheter som är att anse som ”komplett”. I jämförelse är en händelse vanligen enklare att bedöma avseende precisionen av informationsinnehållet, med tanke på att det vanligen uppstår vid slutet av en process.¹²⁹

I den engelskspråkiga versionen av artikel 7.2 MAR återfinns uttrycken ”a set of circumstances” samt ”event”, i den svenska versionen översätts dessa begrepp i bestämmelsen till *omständigheter* respektive *en händelse*.¹³⁰ Begreppen ska som nämnts förstås utifrån sina vedertagna betydelser, dessa två ord används stundom i vardagligt tal som synonymer. Det går dock att utläsa, i ordvalet av ”circumstances” respektive ”event”, att det ur ett lingvistiskt perspektiv görs en åtskillnad mellan ordvalen. Vid närmare undersökning kan det konstateras att ”event” är oftast en konstellation av olika fakta, element eller handlingar som kan men behöver inte vara påverkad av en eller flera omständigheter. ”Event” är själva händelsen eller företeelsen, ”circumstances” kan istället beskrivas som förutsättningar för att något ska hända.¹³¹ I svenska uppslagsverk förstås begreppet omständigheter som ”ett förhållande som har betydelse i visst sammanhang”.¹³² Ordet händelse beskrivs istället som ett åtskilt, iakttagbart skeende som varken går att helt kontrollera eller förutse.¹³³ Betydelsen av begreppen omständigheter respektive händelser ska dock *inte* tolkas som att mellanliggande steg i en över tiden pågående process utesluts från betydelsen.¹³⁴ Dels undergräver det målen med direktivet så som att: garantera integriteten på finansmarknaderna samt höja förtroendet för marknaden, likaväl riskeras personer som förfogar över informationen i fråga kunna dra av nytta av sin fördelaktiga situation.¹³⁵ Därtill ökar även risken för att informationsövertag och utnyttjade av en sådan situation i det fall en avslutad process skulle kunna kvalificeras som ett mellanliggande steg i en mer omfattande process.¹³⁶ EUD klargjorde i avgörandet *Geltl* att ”*information om ett mellanliggande steg i*

¹²⁵ Mål C-19/11, *Geltl* mot Daimler, p. 30.

¹²⁶ Mål 238/81, *Cilfit*, p. 18; Hettne och Otken Eriksson, *EU- rättslig metod Teori och genomslag*, s. 160.

¹²⁷ Di Noia och Gargantini, *Issues at midstream*, s. 495. Se även Ventrizzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 190.

¹²⁸ Se Ventrizzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 190.

¹²⁹ Se Ventrizzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 190-191.

¹³⁰ Artikel 7.2 MAR (svensk version) jfr art. 7.2 MAR (engelsk version).

¹³¹ Se Ventrizzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 190.

¹³² *Svenska akademiens ordböcker*, ”Omständighet” tillgänglig: <https://svenska.se/tre/?sok=omstandighet&pz=1>, (hämtad 2019-03-20).

¹³³ *Svenska akademiens ordböcker*, ”Händelse”, tillgänglig: <https://svenska.se/tre/?sok=handelse&pz=1>, (hämtad 2019-03-20).

¹³⁴ Mål C-19/11, *Geltl*, p. 35.

¹³⁵ Mål C-19/11, *Geltl*, p.35-36, 33.

¹³⁶ Mål C-19/11, *Geltl*, p. 37.

en över tiden pågående process kan således utgöra information av specifik natur”, både avseende steg som redan har inträffat eller som redan föreligger likaväl som steg som rimligtvis kan tänkas inträffa, (det bör dock understrykas att även specificitetstestet ska uppfyllas för att informationen ska anses vara av specifik natur).¹³⁷ Det kan även tilläggas att numera framgår det av en bestämmelse i MAR att *”en över tiden pågående process som syftar till att förverkliga, eller som resulterar i, vissa omständigheter eller en händelse, kan i detta hänseende de framtida omständigheterna eller den framtida händelsen och även de mellanliggande stegen i den processen som är knutna till förverkligandet av de framtida omständigheterna eller den framtida händelsen anses vara specifik information”*¹³⁸, vilket framgår av artikel 7.2 2 m. MAR.

3.2.2 Kommentrar och analys

Vid en undersökning av relevanta begrepp i det första kriteriet framkommer bland annat att begreppen händelse respektive omständigheter ska förstås utifrån dess vedertagna betydelser enligt EUD. Begreppet omständigheter förstås utifrån sin pluralform, av den svenska versionen av artikel 7.2 MAR nämns inte att det ska vara ”a set of circumstances” vilket genom en översättning till svenska rimligen hade översatts till ”en uppsättning av omständigheter”. Primär och sekundärrätt har lika giltighet på alla de olika offentliga språkversionerna, det föreligger dock inget mer än tämligen minimala avvikelser mellan den svenska och engelska språkversionen i detta sammanhang. Vid tolkning av den svenska bestämmelsen, hade det rimligen, vid en bokstavstrogen tolkningsmetod inneburit ett förtydligande av att det är omständigheter i plural som menas. Valet av att enbart skriva ”omständigheter” och inte ”en uppsättning av omständigheter” får rimligtvis ingen större skillnad vid en textuell tolkningsmetod. Således borde inte denna mindre skillnad mellan språkversionerna leda till en annorlunda tolkning. Det är ändock tydligt att regeln makaren troligen syftar på omständigheter i pluralform även i den svenska språkversionen och inte *en* omständighet. Mellan de svenska begreppen ”händelse” respektive ”omständigheter” föreligger det, likaväl som i det engelska språket, en viss åtskillnad mellan betydelserna, utifrån ett lingvistiskt perspektiv är det tydligt att det förekommer skillnader i vad begreppen händelse respektive omständigheter innefattar. En händelse är ofta en kombination av exempelvis olika handlingar, fakta och kan vara påverkad av flertalet omständigheter. Omständigheter är istället förutsättningar för att något ska hända, ett förhållande som har betydelse i ett visst sammanhang. Unionsrättens språk äger lika giltighet vilket innebär att det kan föreligga skillnader mellan andra språkversioner. Vid beaktande av det faktum att en stor del av doktrin är författad på det engelska språket (i vart fall de texter som har påträffats och använts till denna uppsats) och den doktrin som behandlats verkar till stor del bygga på de engelskspråkiga bestämmelserna är det ändock relevant att göra denna jämförelse.

Sammanfattningsvis kan konstateras att EUD förtydligar, som nämnt, att det inte finns någon definition av begreppen och att omständigheter och händelser ska förstås utifrån sina vedertagna betydelser och en tolkning av den svenska bestämmelsen leder rimligen inte till en annorlunda tolkning än vad som kan utläsas av bestämmelsen som författats på engelska. Därtill kan även konstateras begreppen omständigheter respektive

¹³⁷ Mål C-19/11, Geltl p. 38-39.

¹³⁸ Artikel 7.2 2 m. MAR.

händelser ska *inte* tolkas som att mellanliggande steg i en över tiden pågående process utesluts från betydelsen. Ett mellanliggande steg i en över tiden pågående process kan anses utgöra information av specifik natur, (i det fall även det andra kriteriet uppfylls). Det sagda inbegriper även mellanliggande steg som kan tänkas inträffa vilket kan anses utgöra information av specifik natur.

3.2.3 Föreligger, kan föreligga, har inträffat eller kan inträffa

Ovan har innebörden av begreppen omständigheter respektive en händelse berörts, i denna del kommer istället resterande begrepp diskuteras. Sålunda framkommer nedan en fortsatt undersökning av det första av de två kumulativa kriterier som framgår av bestämmelsen, nämligen det så kallade rimligförväntanhetstestet. Följande del kommer sålunda behandla vad som menas med ”*omständigheter som föreligger eller rimligtvis kan komma att föreligga*”¹³⁹ respektive ”*en händelse som har inträffat eller rimligtvis kan förväntas inträffa*”¹⁴⁰. Av relevans är att ifrågasätta vad uttrycket ”rimligen kan förväntas” innebär samt vilken grad av sannolikhet som krävs. Sannolikhetsgraden berördes i frågan som ställdes till EUD, i *Geltl mot Daimler*. Även i riktlinjer från CESR har framtida skeenden behandlats. Avseende framtida skeenden, vad som rimligtvis kan komma att ske, framgår av CESR:s riktlinjer att den centrala problematiken är att avgöra vilka slutsatser som kan dras baserat på ett *ex ante* (innan skeendet) perspektiv avseende information som var tillgänglig vid den tidpunkten.¹⁴¹ En viss nivå av antaganden erfordras för att kunna göra en *ex ante* bedömning för att avgöra om rekvisitet är uppfyllt, dvs. om informationen anger omständigheter som rimligtvis kan komma att föreligga eller om en händelse rimligtvis kan förväntas inträffa i framtiden.¹⁴² En sådan bedömning kallas även för rimligförväntanhetstestet.

Vid beaktande av händelser som inträffat eller omständigheter som föreligger krävs en olikartad bedömning. Avseende dåtida händelser krävs en återblickande analys.¹⁴³ I CESR:s riktlinjer framgår att huvudproblemet rörande detta, att visa att en händelse eller omständigheter har inträffat eller förelegat, är att kunna uppvisa objektiva bevis för det inträffade, att visa att en händelse har inträffat eller omständigheter föreligger och inte enbart är att anse som rykten och spekulationer.¹⁴⁴

3.2.3.1 *Geltl mot Daimler*

I avgörandet *Geltl mot Daimler*, hänsköt den tyska domstolen bland annat följande fråga till domstolen för förhandsavgörande ”*Innebär begreppet ’rimligtvis kan förväntas’, i den mening som avses i artikel 1.1 i direktiv 2003/124, att det krävs att det föreligger övervägande eller stor sannolikhet, eller ska med omständigheter som rimligtvis kan komma att föreligga eller en händelse som rimligtvis kan förväntas inträffa förstås att graden av sannolikhet är avhängig inverkan på emittenterna och att det, vid hög kurspåverkande potential, räcker att det står öppet men att det inte är osannolikt att omständigheten eller händelsen kan komma att uppkomma?*”¹⁴⁵

¹³⁹ Artikel 7.2 MAR.

¹⁴⁰ Artikel 7.2 MAR.

¹⁴¹ CESR/06-562 b, p.1.5

¹⁴² Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 191.

¹⁴³ Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 191.

¹⁴⁴ Se CESR/06-562b, p. 1.5.

¹⁴⁵ Mål C-19/11, *Geltl mot Daimler*, p. 23.

EUD besvarar frågan genom att bland annat klargöra att varken uttrycket ”rimligtvis kan komma att” eller uttrycket ”rimligtvis kan förväntas” ska tolkas som att det betyder att det måste bevisas att sannolikheten för händelserna eller omständigheterna i fråga är stor.¹⁴⁶ I det fall en restriktiv tolkning tillåts kommer det innebära att viss information inte klassificeras som information av specifik natur.¹⁴⁷ Det kan medföra att personer som har tillgång till information, vid en restriktiv tolkning kan dra otillbörlig fördel av sådan information, vilket blir till nackdel för dem som saknar kännedom. Vidare framhåller EUD att om tolkningen skulle begränsas till en sådan sannolikhetsgrad, skulle det medföra att vissa angivna mål undergrävs, närmare bestämt att höja investerarnas förtroende för finansmarknaderna och att garantera finansmarknadernas integritet.¹⁴⁸ Följaktligen ska inte rimligförväntanhetstestet tolkas som att det krävs hög sannolikhet för att en händelse eller omständigheter kan komma att inträffa eller kan komma att föreligga.¹⁴⁹ Vidare framgår av *Geltl mot Daimler* att i det fall det förefaller *osannolikt* att information om omständigheter eller händelser kommer uppkomma, då rör det sig inte om information av specifik natur. EUD påpekar att det sagda säkerställer ett av de angivna skälen till Genomförandedirektivet nämligen att ge ökad visshet om rättsläget för marknadsaktörerna. Emittenter skulle förmodligen kunna anta att de är förpliktade att även offentliggöra information som inte alls är av specifik (konkret) natur eller som inte skulle kunna påverka priset på emittentens finansiella instrument.¹⁵⁰

Den nödvändiga sannolikheten för att omständigheter eller en händelse ska uppkomma varierar inte heller beroende på dess effekt på priset. Domstolen ställer sig följaktligen nekande till en sådan tolkning.¹⁵¹ En tolkning som skulle innebära att en större inverkan på priset på det finansiella instrumentet skulle kräva en lägre sannolikhetsgrad, vid bedömningen av om informationen (beträffande händelsen ifråga) ska anses vara av specifik natur. En sådan tolkning, att sannolikhetsgraden påverkas och får lägre ställda krav i det fall en framtida händelse potentiellt har en större inverkan på priset, skulle medföra att vart och ett av rekvisiten ”specifik natur” samt ”väsentlig inverkan på priset” skulle bero på det andra rekvisitet.¹⁵² EUD kan med andra ord anses ha förkastat användandet av ”sannolikhet/storleks-doktrinen” (engelsk översättning av: probability/magnitude doctrine), i vart fall vid bedömning av om information är att anse som information av specifik natur.¹⁵³ I *Geltl mot Daimler* tillfrågades domstolen även om det var korrekt att referera till sannolikhet/storleks-doktrinen, vilket besvarades med det ovan sagda.¹⁵⁴ Enligt denna doktrin finns det ett slags omvänt förhållande mellan sannolikheten för ett visst resultat och dess storlek. Utifrån doktrinen kan omständigheter eller händelser anses vara viktiga, även i det fall sannolikheten för dess inträffande är mycket låg, i de fall resultatet skulle vara av stor magnitud. Detta nekades dock av domstolen i *Geltl* på de grunderna att det varken ges stöd i

¹⁴⁶ Mål C-19/11, *Geltl mot Daimler*, p. 46.

¹⁴⁷ Jfr. Mål C-19/11, *Geltl mot Daimler*, p. 47.

¹⁴⁸ Se Mål C-19/11, *Geltl mot Daimler*, p. 47.

¹⁴⁹ Se Di Noia och Gargantini, *Issuers' at midstream*, s. 496; Mål C-19/11, *Geltl mot Daimler*, p. 46.

¹⁵⁰ Mål C-19/11, *Geltl mot Daimler*, p. 48.

¹⁵¹ Se Mål C-19/11, *Geltl mot Daimler*, p. 50.

¹⁵² Mål C-19/11, *Geltl mot Daimler*, p. 52.

¹⁵³ Krause och Brellochs, *Insider trading and the disclosure of inside information*, s. 288. Se mer om detta i avsnitt 4.1.6.

¹⁵⁴ Se Mål C-19/11, *Geltl mot Daimler*, p. 23, p. 41.

de olika språkversionerna samt att ”specifik natur” och ”väsentlig prispåverkan” måste bedömas separat.¹⁵⁵

3.2.3.2 Faktiska utsikter – ”rimligförväntanhetstestet”

Efter förkastandet av sannolikhets/storleks-doktrinen konstaterade EUD att uttrycken ”rimligtvis kan förväntas” eller ”rimligtvis kan komma att” avser att det efter en helhetsbedömning med beaktande av tillgängliga faktorer, om det ”finns faktiska utsikter för att de framtida omständigheterna och händelserna kommer att uppkomma.”¹⁵⁶

EUD klargjorde att *rimligen kan förväntas* innebär att det ska finnas så kallade *faktiska utsikter*, det är dock diskutabelt huruvida det var ett stort steg mot rättslig klarhet som domstolen tog i det fallet. Flertalet menar att händelsen ska vara mer trolig att inträffa än inte. Det angivna innebär att det krävs mer än 50 procent sannolikhet, en positiv sannolikhet med minst 50 procent + 1, vilket dock inte innebär att informationen måste vara fullt utvecklad eller att informationen behöver vara komplett.¹⁵⁷ Denna uppfattning delas dock inte av alla.¹⁵⁸ Det är därför måhända inte helt klarlagt eller i vart fall är inte alla ense kring vad som menas med ”faktiska utsikter” och vad ”faktiska utsikter” innebär.

Hansen, är inte av uppfattningen att faktiska utsikter innebär att det måste vara en högre sannolikhet än 50 procent för ett visst utfall, det är inte heller enligt hans mening användbart att kräva att ett visst utfall är mer troligt än inte troligt.¹⁵⁹ Han anser att istället bör det ses som ett slags test som baseras på den erfarenhet som finns, som emellertid tillämpas på framtida händelser. Bedömningen är nära förbunden till tillgängliga omständigheter samt baseras på fakta som är känt vid den tidpunkten, en bedömning som beaktar om det är rimligt eller realistiskt att anta att processen kommer förlöpa och fullbordas och som baseras på tidigare erfarenheter av liknande situationer samt tar hänsyn till de olika framtida steg som krävs för att nå samma utfall.¹⁶⁰ Därtill noterar han att det som EUD anser krävs, är en påverkan på priset, vilket är möjligt även när det förekommer stor osäkerhet. Det är enligt hans mening inte användbart att begära att ett utfall ska vara mer sannolikt än osannolikt och det är felaktigt att utgå från att testet innebär en slags statistisk beräkning. Det inte möjligt att beräkna huruvida det är mer över 50 procents sannolikhet att ett visst utfall kommer bli verkligt när det potentiella antalet utfall är okänt för bedömaren. Han finner att istället, borde begreppen *faktisk* och *rimligtvis* indikera på att det test som ska användas är ett test som baseras på tidigare upplevelser eller erfarenhet som appliceras på framtiden.¹⁶¹

Krause och Brellochs, är bland flera som framför en annan uppfattning, att vid beaktande domstolens uttalanden i detta fall, finns det skäl att tro att det föreligger ett underliggande antagande; en framtida händelse kan rimligen förväntas inträffa när det är mer

¹⁵⁵ Se Mål C-19/11, *Geltl mot Daimler*, p. 50, 52-53.

¹⁵⁶ Mål C-19/11, *Geltl mot Daimler*, p. 49, 56.

¹⁵⁷ Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 192 med hänvisning ”bland flera” som stödjer denna uppfattning är bland annat Krause och Brellochs, *Insider trading and the Disclosure of Inside Information*, s. 288; Di Noia och Gargantini, *Issuers at midstream*, s. 495.

¹⁵⁸ Av olikartad uppfattning är bland annat Hansen, *Say When*, s. 18-19.

¹⁵⁹ Hansen, *Issuers duty*, s. 27; Hansen, *Where Do We Stand With MAR*, s. 384-385.

¹⁶⁰ Hansen, *Issuers' duty*, s. 27-28.

¹⁶¹ Hansen, *Where Do We Stand With MAR*, s. 384-385; Se Hansen, *Issuers' duty*, s. 27-28.

troligt än inte att den ska inträffa. Det kan med andra ord beskrivas som att det är mer än 50 procents sannolikhet för att en händelse ska inträffa.¹⁶²

EUD:s uttalande kring *faktiska utsikter* har även tolkats av den nationella domstolen i England i avgörandet *Hannam*¹⁶³. I avgörandet tolkades faktiska utsikter på ett sådant vis att det kan föreligga faktiska utsikter, för att en händelse ska inträffa eller omständigheter ska uppstå, utan att det behöver vara mer troligt än inte att det kommer ske. Utsikterna får dock inte vara "fantasifulla". I avgörandet framfördes ståndpunkten att närma sig frågan genom att bedöma procentuella chanser ansågs inte heller hjälpsfullt i detta sammanhang.¹⁶⁴

3.2.4 Kommentrar och analys avseende det första kriteriet

Denna del avser analysera delavsnittet och därmedelst besvara uppsatsens andra fråga: *Hur ska rekvisitet "specifik natur" i artikel 7(1) MAR förstås?* Frågan besvaras emellertid med beaktande av enbart det ena av de två kumulativa kriterier som krävs för att elementet specifik natur ska anses uppfyllt, varvid det andra kriteriet behandlas i det nästföljande avsnittet (3.3).

Utifrån avgörandet *Geltl mot Daimler* kan vissa slutsatser dras. Det förefaller vara klaggjort att om det är osannolikt att en händelse eller omständighet kommer uppkomma, då är det inte att anse som information av specifik natur, det behöver dock inte heller föreligga stor sannolikhet. EUD uttrycker även att den nödvändiga sannolikheten inte heller förändras om det föreligger skäl för att tro att omständigheten eller händelsen skulle ha en stor effekt på priset, vilket kan tolkas som ett förkastande av sannolikhet/storleks-testet.¹⁶⁵ Det kan sålunda ses som relativt klart att EUD ställer sig nekande till sannolikhet/storleks-testet i detta sammanhang.

Dessa konstateranden kan med andra ord beskrivas som en slags nedre gräns för vilken grad av sannolikhet som krävs, det får inte vara osannolikt men det krävs inte heller en hög sannolikhetsgrad eftersom det skulle innebära en restriktiv tolkning som i förlängningen kan undergräva vissa angivna mål med direktivet.¹⁶⁶ Den nivå av sannolikhet som krävs ska avspegla den typ av information som anses vara nödvändig för emittenter att offentliggöra, om en hög sannolikhet krävs skulle investerarskyddet rimligen försämrats vilket kan få negativa konsekvenser. EUD lyfter även fram vissa mål som riskerar att undergrävas vid en sådan tolkning: målen att höja förtroendet hos investerarna samt garantera finansmarknadens integritet.¹⁶⁷ Det kan sannolikt tolkas som att EUD gör ett avvägande mellan olika intressen och använder en teleologisk tolkningsmetod för detta. Därtill kan det poängteras att en potentiell bakomliggande orsak till EUD:s uttalande, att det inte är nödvändigt med en hög sannolikhetsgrad, rimligen beror på en avsikt att undvika en situation med en marknad med stora informationsasymmetrier vilket utifrån Akerlofs *theory of lemons* i förlängningen skulle kunna leda till en marknad som fungerar suboptimalt eller inte alls. Det sagda förstås mot bakgrund av syftena med artikel 7 MAR, marknaden riskerar på sikt att bestå av enbart

¹⁶² Krause och Brellochs, *Insider trading and the Disclosure of Inside Information*, s. 288-289.

¹⁶³ *Hannam mot FCA 2014 UKUT 0233*.

¹⁶⁴ *Hannam mot FCA 2014 UKUT 0233*, p. 75-76, s. 18.

¹⁶⁵ Mål C-19/11, *Geltl mot Daimler*, p. 50-52.

¹⁶⁶ Se Mål C-19/11, *Geltl mot Daimler*, p. 46-47.

¹⁶⁷ Se Mål C-19/11, *Geltl v. Daimler*, p. 47.

”lemons”. En marknad som riskerar förlora både allmänhetens förtroende och emittenter samt potentiella emittenters avsikt att söka kapital på en sådan marknad. Därtill framhåller EUD att om det förfaller osannolikt att en omständighet eller händelse kommer uppkomma då är det inte information av specifik natur. EUD uttalar att det inte är rimligt att erlægga emittenter en skyldighet att offentliggöra information som saknar konkret natur som sannolikt inte skulle påverka priset.¹⁶⁸ Kortfattat kan alltså EUD inställning till sannolikhetsgraden summeras på följande sätt. Det uppställs inget krav på att det föreligger stor sannolikhet för att en händelse eller omständighet ska uppstå eller inträffa, om det krävs en hög sannolikhetsgrad skulle de personer som innehar information kunna dra nytta över sitt informationsövertag. Å andra sidan får det inte heller vara osannolikt, i sådana fall skulle emittenter vara tvungna att offentliggöra information som är ospecifik eller information som troligen inte skulle påverka priset. Gällande allt däremellan står det möjligen inte klart vilken nivå av sannolikhetsgrad som krävs. Mer än att det har försökts förtydligas vad som menas med uttrycken *rimligen kan förväntas* eller *rimligen kan komma att inträffa* genom användande av uttrycket *faktiska utsikter*.

Uttrycken *rimligen kan förväntas* eller *rimligen kan komma att inträffa* anses betyda att det finns *faktiska utsikter* för att omständigheterna eller händelserna ska uppkomma, efter att en helhetsbedömning genomförts av alla tillgängliga faktorer.¹⁶⁹ Vad detta innebär mer i detalj förtäljer inte EUD i avgörandet och av doktrin råder till viss del delade meningar kring vilken nivå av sannolikhet som krävs eller om ens det ska diskuteras i termer av probabilitetstänkande. Flertalet menar på att det ska vara mer troligt än inte för inträffandet, en sannolikhetsgrad med mer än 50 procent.¹⁷⁰ Det finns anledning att förhålla sig något skeptisk till en sådan uppfattning och istället beakta Hansens kritik som bland annat grundas i att det inte är möjligt att genomföra sannolikhetsberäkningar när antalet variabler är okända.¹⁷¹ Hansen verkar mena att testet ska baseras på erfarenheter men appliceras på framtida händelser, hur dessa erfarenheter ser ut kommer således påverka bedömningen. Hansen beskriver inte i detalj hur en sådan bedömning kommer gå tillväga, således är det svårbedömt exakt vad en sådan bedömning kommer innefatta. Emellertid påpekar Hansen att det som EUD anser krävs är en påverkan på priset, vilket är möjligt även när det förekommer stor osäkerhet.¹⁷² Sålunda är det möjligt att Hansens test, som beaktar de erfarenheter som finns vilket appliceras på framtiden, skulle resultera i en lägre ställd sannolikhetsgrad än ”mer troligt än inte” eller ”mer än 50 procent”. Gissningsvis kommer ett sådant test som Hansen förespråkar, innefatta en bedömning som ändock kommer inrymma en viss nivå av antagande, bedömningen av dessa erfarenheter kommer troligen mynna ut i någon slags värdering av hur dessa erfarenheter kan appliceras på framtiden. Förmodligen menar han att om Y har inträffat ett Z-antal gånger när X har inträffat då leder det möjligen till att det vid en bedömning kommer anses vara troligt att Y kommer inträffa eller att det vart fall då finns

¹⁶⁸ Mål C-19/11, *Geltl mot Daimler*, p. 48.

¹⁶⁹ Mål C-19/11, *Geltl v. Daimler*, p. 49, 56.

¹⁷⁰ Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 192 som kan beskrivas som standardverket på området, med hänvisning ”bland flera” som stödjer denna uppfattning, att det krävs en sannolikhet med mer än 50 procent, är bland annat Krause och Brellochs, *Insider trading and the Disclosure of Inside Information*, s. 288; Di Noia och Gargantini, *Issues at midstream*, s. 495.

¹⁷¹ Se Hansen, *Where Do We Stand With MAR*, s. 385.

¹⁷² Se Hansen, *Where Do We Stand With MAR*, s. 385.

visst skäl att tro att Y kommer inträffa. Även vid stor osäkerhet kan det ändå finnas skäl för att tro att Y kommer inträffa, att exempelvis processen kommer fortlöpa och fullbordas, vilket baseras på tidigare erfarenheter. Bedömningen beror dock på vilka krav som uppställs på de olika variablerna, exempelvis kan det ifrågasättas om Z kan vara ett lågt nummer eller om det beror på erfarenheten som sådan och hur den bedöms, vilket är en kvalitativ typ av bedömning. Gissningsvis resulterar det till slut i en viss typ av värdering av om X kommer leda till Y, vilket med andra ord skulle kunna beskrivas som att det anses vara sannolikt eller inte, även om det inte är att se som en matematisk eller statistisk uträkning utan snarare en slags kvalitativ bedömning, med tanke på att statistiska uträkningar inte är applicerbara även om vissa antaganden rimligen behövs. Hansens syfte verkar vara att påpeka att enbart ett tänkande i termer av statistiska bedömningar inte är möjligt i detta sammanhang med okänt antal utfall, vilket är en rimlig uppfattning. Slutsatsen vid undersökning av hans föreslagna ”erfarenhetstest” är dock att det rimligen kan resultera i en lägre ställd sannolikhetsgrad.

Andra verkar mena på att rimligförväntanhetstestet innebär en positiv sannolikhet, innefattande ett visst probabilitetstänkande i termer av att det ska vara sannolikt med minst 50 procent + 1 att händelsen ska inträffa.¹⁷³ Det finns dock anledning att ifrågasätta en sådan uppfattning och Hansen framför en god argumentation vid uttolkning av *faktiska utsikter* som enligt min mening i högre grad överensstämmer med EUD:s uttalanden. Bland annat kan det, i likhet med Hansens uppfattning, lyftas fram kritik beträffande valet av att göra någon slags statistisk uträkning när en sådan inte är matematiskt möjlig när antalet utfall är okänt. Det kan därtill ifrågasättas hur ”mer troligt än inte - bedömningen” konkretiserat ska genomföras. Är det med beaktande av EUD:s uttalande att *faktiska utsikter* innebär en bedömning av alla tillgängliga faktorer och att dessa ska beaktas i en helhetsbedömning borde det innebära en relativt vidsträckt bedömning som ska utföras, vilket i någon mening möjligen inbegriper det Hansen förtydligar, att erfarenheter beaktas. Därtill kan det utifrån min mening ifrågasättas om ett sannolikhetskrav på mer än 50 procent eller uttrycket ”mer troligt än inte”, är i linje med EUD:s uttalanden i avgörandet *Gell mot Daimler*. EUD förtydligade en bortre gräns vid ”osannolikt” men har inte fastställt en exakt nivå ovan osannolikt, utan istället angett uttrycket faktiska utsikter. Sålunda finns det skäl att ifrågasätta om en sådan tolkning i doktrin finner stöd i avgörandet eller om det är en för långtgående tolkning. Därtill har EUD även framfört att det inte krävs hög sannolikhet, exakt vad som menas med hög sannolikhet är dock inte klargjort. Om Krause och Brellochs med flera åsyftar en tolkning i termer av probabilitet borde det därtill vara rimligt att även ifrågasätta om det med hög sannolikhet menas en nivå strax över 50 procent eller om hög sannolikhet innebär uppemot 100 procent. Avsaknad av ett sådant ifrågasättande kan rimligen ses som en potentiell brist i en argumentation för en tolkning i termer av probabilitet. Emellertid menar eventuellt inte Krause samt Brellochs bland flera att det är en särskild statistisk bedömning i snäv bemärkelse som ska genomföras utan väljer att måla upp en bild och beskriva förhållandet när något är mer troligt än inte då är det mer än 50 procents sannolikhet enligt vissa, vilket skulle kunna syfta till en mer kvalitativ bedömning, detta framgår dock inte. Det saknas dock detaljerade beskrivningar av hur bedömningen rent konkretiserat ska gå tillväga och tydliga argument för varför just en sådan tolkning, att det

¹⁷³ Ventrizzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 192.

ska vara mer troligt än inte eller mer än 50 procents sannolikhet, är att föredra. I ljuset av resonemanget i *Hannam* finns det ytterligare skäl till att ifrågasätta en sådan uppfattning.

Faktiska utsikter kan även innebära en relativt lågt ställd sannolikhetsgrad, det behöver inte innebära att det ska vara mer troligt än inte att en händelse eller omständighet ska uppkomma utan räcker med att det inte ses som ”fantasifullt”, vilket framgick av avgörandet *Hannam*. Som viss kritik mot detta avgörande kan dock de syften som tidigare redogjorts avseende artikel 7 MAR (se kapitel 2) i åtanke kan det dock betonas att det finns skäl som både talar för och mot en sådan uppfattning. En väldigt lågt ställd sannolikhetsgrad kan vara en tolkning som riskerar att strida mot vissa syften med MAR, exempelvis kan det argumenteras för att en sådan tolkning riskerar att minska allmänhetens förtroende i det fall investerare potentiellt vilseleds samt är möjligen på så sätt i strid med investerarskyddet. Emellertid kan ett av syftena med bestämmelsen i artikel 7 MAR beskrivas vara att inrymma tillräckligt mycket med information i definitionen av insiderinformationsbegreppet för att undvika en marknad med enbart ”lemons”. Informationsasymmetrier på en marknad kan leda till negativa urvalsprocesser vilket riskerar leda till långtgående konsekvenser för marknadens existens. Gränsdragningen för nivån av sannolikhetsgrad borde enligt denna tolkning således vara relaterad till vilken nivå som kan tolereras, en marknad med stora informationsasymmetrier är inte att önska. För att inte riskera en sådan utveckling kan det vara önskvärt med en relativt lågt ställt sannolikhetsgrad, en tolkning som är i likhet med den uppfattning som framkommer i avgörandet *Hannam*. Efter en teleologisk tolkning av bestämmelsen artikel 7 MAR jämsides med en undersökning av EUD:s uttalanden i *Geltl mot Daimler*, verkar inte tolkningen i *Hannam*, strida mot syftena med artikel 7 MAR. En tolkning innebärande en relativt lågt ställd sannolikhetsgrad, strax ovan nivån för osannolikt.

Av betydelse för emittenterna är troligen med vilken grad av säkerhet som de i sina bedömningar, kan stödja sig på de olika uppfattningarna som förekommer i doktrin. Det som framgick av avgörandet *Hannam* leder fram till slutsatsen att en väldigt låg grad av sannolikhet kan vara tillräcklig. Innebärande att det kan anses finnas faktiska utsikter för att en händelse ska inträffa eller omständigheter att uppstå, inte bara i det fall som det är mer troligt än inte, utan istället räcker det med att det ej ses som ”fantasifullt”. Det kan jämföras med EUD:s uttalande att om det förefaller osannolikt att en händelse eller omständighet kommer uppkomma är det inte att anse som information av specifik natur. Det är således tänkbart att en emittent får ta höjd för att en lågt ställt sannolikhetsgrad kan likaväl vara en rimlig tolkning av *faktiska utsikter* (även om utfallet i det brittiska målet självfallet inte rättsenligt inverkar på EUD:s bedömningar) trots det faktum att flertalet inom doktrin på området verkar ge stöd för en högre ställd sannolikhetsgrad. Vid en bedömning bör en emittent fästa vikt vid att det som EUD faktiskt har uttalat är att det inte får vara osannolikt att omständigheterna eller händelserna rimligen kan förväntas inträffa eller uppstå. Det är inte omöjligt att EUD menar att *faktiska utsikter* innebär en låg ställd grad av sannolikhet, även om det förvisso kan argumenteras mot denna ståndpunkt genom att det skulle kunna strida gentemot vissa syften med MAR, dock borde det motsatta vara en mer rimlig tolkning, vilket har diskuterats här ovan. Sammantaget blir slutsatsen efter närmare undersökning av de olika tolkningarna sålunda att Hansens så kallade ”erfarenhetstest” rimligen är mer överensstämmande med uttalandena i *Geltl mot Daimler* (varvid EUD framför att det ska finnas *faktiska utsikter* för att omständigheterna eller händelserna ska uppkomma, efter att en

helhetsbedömning genomförts av alla tillgängliga faktorer¹⁷⁴) än uppfattningen att det ska föreligga mer än 50 procents sannolikhet. Istället för en icke möjlig sannolikhetsbedömning borde sålunda Hansens erfarenhetstest således beaktas eftersom det åsyftar en mer kvalitativ bedömning som baseras på tidigare erfarenheter av liknande situationer och tar hänsyn till de framtida steg som krävs för att nå samma utfall. Testet kan medföra en lägre ställd sannolikhetsgrad än ”mer troligt än inte”, vilket är rimligt med hänsyn taget till resonemanget i *Hannam*, med *faktiska utsikter* för att en händelse ska inträffa eller omständigheter att uppstå krävs möjligen enbart att det inte ses som ”fantasifullt”.

3.3 Det andra kriteriet – ”Specificitetstestet”

3.3.1 Specificitetstestet

För det första ska alltså det första kriteriet, det som av vissa kallas för ”rimligförväntanhetstestet”, uppfyllas, därtill ska även ett slags specificitetstest uppfyllas, för att informationen ska anses vara av specifik natur. Av artikel 7.2 MAR framgår sålunda, att utöver det första kriteriet, ska också det följande beaktas:

”(...) 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(...)”¹⁷⁵

Det ska alltså kunna vara möjligt att dra slutsatser avseende händelsens eller omständigheternas potentiella effekt på priserna, för det krävs att informationen är tillräckligt specifik. Till skillnad mot rimligförväntanhetstestet är det centrala för specificitets-testet investerarnas reaktion.¹⁷⁶ Specificitetstestet tar sikte på om informationen ses som tillräckligt specifik för att kunna dra slutsatser om händelsens eller omständigheternas potentiella effekt på priset. En problematik i detta avseende är om typen av priseffekt eller riktning på priset också ska kunna förutspås, i detta hänseende kan det tilläggas att priseffekt inte är detsamma som prisrörelse, vanligtvis skapar dock insiderinformation en prisrörelse eftersom informationen brukligen står i motsats till marknadsförväntningarna men inte alltid.¹⁷⁷ I *Lafonta* tydliggjorde dock EUD att informationen kan anses vara tillräckligt specifik utan att det är möjligt att i förväg avgöra i vilken riktning priset på det berörda finansiella instrumentet kommer påverkas.¹⁷⁸

3.3.1.1 Icke bindande riktlinjer

I riktlinjer från CESR framgår att informationen är att se som specifik i två olika exempelsituationer. Det ena är när informationen, så fort den blivit känd skulle leda till att marknadsdeltagare handlar på grundval av informationen, den är således sådan som omedelbart skulle utnyttjas på marknaden. Den andra situationen, när information är att se

¹⁷⁴ Mål C-19/11, *Geltl v. Daimler*, p. 49, 56.

¹⁷⁵ Artikel 7.2 1m. MAR.

¹⁷⁶ Di Noia och Gargantini, *Issues at midstream*, s. 499.

¹⁷⁷ Se Ventrizzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 192-193 varvid det framgår att det dock kan finnas information som bekräftar förväntningarna som marknaden redan har, informationen får ingen väsentlig påverkan på priset eller prisrörelsen förändras inte utan fortsätter öka eller minska i samma riktning.

¹⁷⁸ Mål C-628/13, *Lafonta*, p. 31, 34.

som specifik, är när en förnuftig investerare skulle kunna ta ett investeringsbeslut med väldigt låg finansiell risk eller utan risk på grundval av informationen. Således skulle en investerare, i det fall informationen hade varit publik, kunna göra en så kallad självsäker bedömning avseende hur informationen skulle påverka priset på exempelvis det finansiella instrumentet av intresse.¹⁷⁹ Av råd från CESR förtydligas även att en delmängd information som innefattar olikartade händelser eller angelägenheter kan anses vara precisa även i det fall oprecisa händelser eller omständigheter ingår, så länge även precisa händelser eller angelägenheter ingår. Ett uppköpserbudande kan exempelvis, även i det fall budgivaren inte bestämt priset på budet, ses som specifik information. Ett annat förtydligande som framgår av råden är att även en delmängd av information som rör angelägenheter eller händelser som är alternativa kan ses som precisa. Det kan exempelvis röra sig om händelse eller angelägenhet rörande ett takeover-bud (offentligt uppköpserbudande) på ett av två företag, vilket kan vara insiderinformation.¹⁸⁰

3.3.1.2 Lafonta och specificitetstestet

I avgörandet Lafonta var tolkningsfrågan som ställdes till EUD följande: *“Ska artikel 1 led 1 i direktiv 2003/6 och artikel 1.1 i direktiv 2003/124 tolkas så, att information, för att kunna betraktas som specifik i den mening som avses i dessa bestämmelser, 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 väl har offentliggjorts?”*¹⁸¹

EUD klargjorde i detta fall, i likhet med vad generaladvokaten framhållit, att det inte framgår direkt av ordalydelsen att information av specifik natur enbart innefattar sådan typ av information som gör det möjligt att bedöma i vilken riktning priset på relaterade derivatinstrument eller finansiellt instrument påverkas.¹⁸² Med riktning på priset menade domstolen att det inte är nödvändigt att kunna avgöra om priset skulle gå upp eller ner, sålänge det var möjligt att avgöra om det skulle få en effekt på priset.¹⁸³ Istället är det tillräckligt att informationen är tillräckligt konkret eller specifik och därigenom kan utgöra en grund. En grund för att kunna bedöma om alla omständigheter eller händelsen i fråga, sannolikt skulle kunna ha en påverkan (”väsentlig inverkan”)¹⁸⁴ på priset på de finansiella instrument som informationen hänförs till. Information som däremot är diffus eller allmän som sålunda omöjliggör att en slutsats kring dess eventuella effekt på priset omfattas inte av begreppet insiderinformation.¹⁸⁵ JB. Lafonta menade att information ska anses vara av specifik natur, enbart i det fall det finns möjlighet att förutsäga i vilken riktning priset på det finansiella instrumentet kommer beröras, med tanke på att enbart information som ger möjlighet att dra sådana slutsatser ger en fördel för informationsinnehavaren i jämförelse med andra aktörer på marknaden.¹⁸⁶ EUD hävdade dock att en sådan tolkning begränsar

¹⁷⁹ CESR/06-562b, 1.8; Di Noia och Gargantini, *Issuers at midstream*, s. 499-500.

¹⁸⁰ CESR 02-089d, s. 9, p. 20.

¹⁸¹ Mål C-628/13, Lafonta, p. 20.

¹⁸² Mål C-628/13, Lafonta, p. 30.

¹⁸³ Hansen, *Say When*, s. 14; Mål C-628/13, Lafonta p.34.

¹⁸⁴ I den engelska versionen av domen, Mål C-628/13, Lafonta, p. 31 beskrivs det som ”significant effect” vilket är ett av de fyra kriterier som återfinns i 7.1 MAR, just detta kriterium får även ett förtydligande i 7.4 MAR. I den svenska språkversionen framgår enbart ”skulle kunna påverka priset” vilket i detta fall inte tydliggör att EUD kopplar an till ett annat kriterium.

¹⁸⁵ Mål C-628/13, Lafonta, p. 31.

¹⁸⁶ Mål C-628/13, Lafonta, p. 33.

tillämpningsområdet för både artikel 1 i direktiv 2003/6 samt artikel 1.1 i direktiv 2003/124/EG i det fall bestämmelserna enbart skulle omfatta information som möjliggör att förutse i vilken riktning priset kommer påverkas. En uppfattning som EUD delar med generaladvokaten. En sådan tolkning riskerar att motverka vissa syften.¹⁸⁷ Exempelvis syften (som omnämns i skäl 2 och 12, i direktiv 2003/6) beträffande att garantera finansmarknadernas integritet och höja investerarnas förtroende. Ett förtroende som anses grundas på att investerare likabehandlas samt skyddas mot bland annat obehörigt utnyttjande av insiderinformation.¹⁸⁸

3.3.1.3 Generaladvokat Wathelets förslag till avgörande

Med tanke på EUD i *Lafonta* valde att hänvisa till generaladvokatens förslag till avgörande vid ett antal tillfällen är det av intresse att se närmare på detta förslag. Generaladvokatens förslag till EU-domstolen är som nämnts inledningsvis inte rättsligt bindande, dock en EU rättslig källa som är att beakta som *vägledande*. Emellertid är rättskällevärdet relativt högt de gånger som EUD gjort hänvisningar till förslaget.¹⁸⁹ Vilket har förekommit i *Lafonta* (genom hänvisning till vissa uttalanden i punkt 37 samt 39 i förslag till avgörandet) och därför kan det argumenteras för att avgörandet i vissa delar följer argumentationen.¹⁹⁰ Generaladvokaten lyfter fram att artikel 1.1 direktiv 2003/124 (artikel 7.2 MAR är i princip motsvarande den numera upphävda art. 1.1) är formulerad i mycket generella samt inberäknande uttryck och att vissa formuleringar har en väldigt omfattande innebörd. Det sagda medför att bestämmelsen inte kan tolkas restriktivt, det kan inte tolkas som att enbart information som gör det möjligt bedöma dess riktning på priset på berörda finansiella instrument skulle innefattas.¹⁹¹ Generaladvokaten tillägger att bestämmelsen utesluter allmän eller obestämd information. Information som omöjliggör en slutsats om dess effekt eller inverkan på berörda finansiella instrument på grund av avsaknad av precision alternativt avsaknad av specifik karaktär. Med tanke på att sådan information inte är övertygande till sin art, kan sådan information inte anses undergräva målen med MAD. Det är rimligt att avgränsa bort sådan typ av information från begreppet insiderinformation, med tanke på att det dels ålägger emittenter av finansiella instrument för betungande skyldigheter samt riskerar att överösa marknadsaktörer med överflödigt information.¹⁹² I flertalet fall kan det vara svårt att i förhand göra en bedömning kring huruvida informationen kommer ge upphov till en höjning eller sänkning av priset på berörda finansiella instrument. I det fall begreppet specifik natur skulle avgränsas till att enbart omfatta information där riktningen på priset är förutsägbar skulle det sagda riskera att i princip uttömma innehållet på MAD samt Genomförandedirektivet samt öppna upp för selektiv informationsgivning, i strid med MAD.¹⁹³

3.4 Sammanfattande analys med svar på uppsatsens första fråga

Denna del avser analysera avsnittet och därmed till viss del besvara uppsatsens första fråga: *Hur ska rekvisitet "specifik natur" i art. 7(1) MAR förstås?*

¹⁸⁷ Mål C-628/13, *Lafonta*, p.35.

¹⁸⁸ Mål C-628/13, *Lafonta*, p. 21, 35.

¹⁸⁹ Hettne och Otken Eriksson, *EU- rättslig metod Teori och genomslag*, s. 40, 117.

¹⁹⁰ Se Mål C-628/13, *Lafonta* p. 30, 35 beträffande hänvisningarna till Generaladvokatens förslag.

¹⁹¹ Generaladvokatens förslag, mål C-628/13, p. 36-37.

¹⁹² Generaladvokatens förslag, mål C-628/13, p. 38.

¹⁹³ Generaladvokatens förslag, mål C-628/13, p. 39.

Det andra kriteriet – ”specificitetstestet”

Inledningsvis kan det understrykas att rekvisitet specifik natur består av två kumulativa kriterier.¹⁹⁴ Varav det **andra kriteriet** tar sikte på följande: ”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 (...)”¹⁹⁵. Det sagda benämns emellanåt för specificitetstestet och är ett av två kumulativa kriterier som ska uppnås för att information ska anses vara av specifik natur. För att kunna dra slutsatser om den potentiella priseffekten måste informationen vara tillräckligt specifik, vilket utläses genom en texttrogen tolkningsmetod. Det kan vidare konstateras att informationen ska, för att anses vara tillräckligt specifik, inte vara allmän eller diffus information som omöjliggör en slutsats beträffande effekten på priset. Det krävs således en viss nivå av specificitet för att kunna uppfylla rekvisitet tillräckligt specifik eller tillräckligt konkret, vilket är en annan term som EUD använder.¹⁹⁶ Det är inte nödvändigt att informationen skapar möjligheter att i förväg kunna avgöra i vilken riktning priset kommer påverkas, beträffande det berörda finansiella instrumentet, vilket framgick av svaret domstolen gav på frågan som ställdes i Lafonta.¹⁹⁷ Generaladvokaten framhåller i förslaget till avgörandet att allmän eller obestämd information utesluts. Information som på grund av avsaknad av specifik karaktär eller precision inte gör det möjligt att dra slutsatser om dess potentiella effekt eller inverkan på priset avseende det berörda finansiella instrumentet.¹⁹⁸ Denna tolkning verkar följa ordalydelsen i bestämmelsen, en tolkning av vad som menas med *tillräckligt specifik* ger för handen att ospecifik information inte innefattas, med andra ord information som är allmän eller obestämd och har bristande precision, eftersom det måste vara möjligt att kunna dra slutsatser på grundval av informationen. I detta hänseende bör det uppmärksammas att generaladvokaters förslag kan erhålla ett direkt rättskällevärde när EUD uttryckligen hänvisar till generaladvokatens argumentation eller det på ett tydligt sätt framgår av avgörandet att det följer generaladvokatens synpunkter och argument.¹⁹⁹ Sålunda bör argumentationen i dessa delar tillmätas relativt högt rättskällevärde, i detta hänseende finns det stöd som pekar mot att så är fallet, även om denna uppfattning rimligen bör omslutas av viss försiktighet. Vidare hävdar generaladvokaten att det i flertalet fall är svårbedömt om viss information kommer orsaka en sänkning eller höjning av priset på det finansiella instrumentet ifråga. En avgränsning av begreppet information av ”specifik natur” innebärande att ”svårbedömd” information (information som det på förhand inte går att utläsa om det medför en höjning eller sänkning av priset på det finansiella instrumentet) utesluts från definitionen skulle bland annat leda till att det öppnas upp för selektiv informationsgivning, vilket strider mot målen med MAD.²⁰⁰ En likartad argumentation kan föras i relation till kraven på specificitet överlag, skulle nivån av specificitet sättas vid en hög nivå, så skulle information som ändå borde anses som tillräckligt konkret eller specifik riskera att inte offentliggöras. Det hade förelegat risk för så kallat selektiv offentliggörande av information. Vid en teleologisk

¹⁹⁴ Mål C-19/11, Geltl, p. 29.

¹⁹⁵ Artikel 7.2 MAR.

¹⁹⁶ Användandet av termen ”konkret”, se Mål C-628/13, Lafonta, p. 31.

¹⁹⁷ Mål C-628/13, Lafonta, p.34, 39.

¹⁹⁸ Generaladvokatens förslag, mål C-628/13, p. 38.

¹⁹⁹ Hettne och Otken Eriksson, *EU- rättslig metod Teori och genomslag*, s. 117.

²⁰⁰ Generaladvokatens förslag, mål C-628/13, p. 39.

tolkning av bestämmelsen är det av intresse att lyfta fram att det i skälen till MAD nämns att selektiv informations-givning kan skada marknadens integritet och att ett korrekt och snabbt offentliggörande av information ökar marknadens integritet.²⁰¹ Sålunda kan en restriktiv tolkning av specificitetstestet riskera åsamka skada avseende marknadens integritet, en restriktiv tolkning skulle rimligen vara i strid med MAR. Mot bakgrund av tidigare analys (se avsnitt 2.2.3) kan det även tilläggas att ett betydande syfte med bestämmelsen är att inrymma tillräckligt med information i definitionen av insiderinformationsbegreppet för att på sikt undvika en marknad med stora informationsasymmetrier. En teleologisk tolkning av bestämmelsen ger sålunda slutsatsen att specificitetstestet inte ska tolkas restriktivt, med tanke på att en restriktiv tolkning kan leda till selektiv informationsgivning. En marknad där bolag inte offentliggör kurspåverkande information kan på sikt leda till en marknad med stora informationsasymmetriska förhållanden. En marknad som på sikt riskerar att enbart bestå av så kallade *lemons*, vilket kan leda till negativa konsekvenser för marknadens existens. Slutsatsen blir sålunda att en restriktiv tolkning av specificitetstestet inte är möjlig, utan enbart allmän eller obestämd information som omöjliggör slutsatser om påverkan på priset utesluts från testet. En restriktiv tolkning av specificitetstestet riskerar att vara i strid med MAR mot bakgrund av den ovan behandlade teleologiska tolkningen av artikel 7 MAR.

Det första kriteriet

I artikel 7.2 1m. MAR utläses följande: ”*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*”²⁰² vilket tidigare benämnts som det *första kriteriet* och emellanåt kallas för rimligförväntanhetstestet. EUD har klargjort att begreppen omständigheter respektive händelser ska förstås utifrån sina vedertagna betydelser.²⁰³ Vidare framgår att vid en texttrogen tolkning av begreppet omständigheter att det är omständigheter i plural som omfattas, denna uppfattning får stöd av EU-rättslig doktrin på området som dock behandlar den engelska versionen av MAR. Samma tolkning är dock en rimlig slutsats vid en texttrogen läsning av den svenska versionen, trots att uttrycket ”en uppsättning av...” (omständigheter) saknas. Ytterligare kan det uppmärksammas att vid en bokstavstrogen läsning görs det en åtskillnad mellan omständigheter som *föreligger* respektive *rimligtvis kan komma att föreligga* samt en händelse som *har inträffat* respektive *rimligtvis kan förväntas inträffa*, det är alltså en uppdelning mellan nutid och dåtid. Gällande dåtida företeelser ska det finnas objektiv bevisning som stödjer att händelsen eller omständigheterna har förelegat eller inträffat. Det sagda framgår inte direkt av bestämmelsen men det är en rimlig slutsats att det på något sätt med exempelvis dokumentation eller information från den tiden ska kunna styrka det inträffade, vilket delvis stöds av riktlinjer från CESR. Enbart spekulationer eller rykten är inte tillräckligt.²⁰⁴

²⁰¹ Direktiv 2003/6/EG, skäl 24. Se även avsnitt 2.2.2 angående begreppet marknadsintegritet och hur det används i MAD respektive MAR, av MAD framgår att selektivt offentliggörande av information riskerar att skada förtroendet för marknadens integritet. Av MAR framgår att marknadens integritet ska bevaras samt att för en effektiv och öppen finansmarknad krävs marknadsintegritet, se MAR skäl 1 och skäl 4.

²⁰² Artikel 7.2 MAR.

²⁰³ Mål C-19/11, Geltl, p. 30.

²⁰⁴ Se CESR06-562b, p. 1.5.

Avseende framåtblickande bedömningar kretsar istället problematiken kring vilka slutsatser som är rimliga att dra från den så kallade ex ante informationen, som var tillgänglig vid den tidpunkten. Frågor rörande det så kallade rimligförväntanhetstestet besvarades i *Geltl mot Daimler*, EUD klargjorde att det inte krävs hög sannolikhet för att en händelse eller omständigheter kan komma att inträffa eller kan komma att föreligga.²⁰⁵ Det ska ändå inte vara osannolikt att omständigheterna eller händelsen kommer uppkomma, i sådana fall rör det sig *inte* om information av specifik natur.²⁰⁶ EUD förklarar att efter en helhetsbedömning mot bakgrund av tillgängliga faktorer ska det föreligga ”faktiska utsikter” för att de kommer uppkomma. Innebörden av vad som åsyftas med faktiska utsikter har diskuterats i doktrin, flertalet stödjer uppfattningen att med detta avses att händelsen ska vara mer trolig än inte att inträffa, det krävs sålunda mer än 50 procents sannolikhet. Efter undersökning av de olika uppfattningarna i doktrin samt skilda tolkningar av EUD:s uttalanden kvarstår det ändå oklarheter. Eftersom EUD kan påstås ha lämnat det öppnet för en tolkning av en sannolikhetsgrad som är mer än ”inte osannolikt” men inte behöver vara ”högst sannolikt” kvarstår det frågor. EUD:s tydliggörande, att det ska finnas ”faktiska utsikter” är möjligen inte heller särskilt vägledande i frågan, utan öppnar upp för tolkningar. En tolkning av faktiska utsikter, gjord i avgörandet *Hannam*, är att det räcker att det inte är ”fantasifullt” att en händelse eller omständigheter ska uppkomma. Innebärande en lägre ställd sannolikhetsgrad jämförelsevis med att ”det ska vara mer troligt än inte”. En sådan slutsats är rimligen inte i direkt strid mot syftena och målen med artikel 7 MAR. Sålunda finns det skäl att tro att uttolkning av *faktiska utsikter*, innebär en relativt lågt ställd sannolikhetsgrad, en sannolikhetsgrad som i vart fall är lägre än att det krävs mer än 50 procents sannolikhet.

Slutsatsen av det sagda är således att Hansens kritik, kring att det inte är möjligt att genomföra en sådan uträkning när antalet variabler är okända, är väl grundad. Emellertid, förefaller hans mening vara avvikande i relation till flertalet inom doktrin.²⁰⁷ Ändock menar jag att Hansens uppfattning är mer rimlig och hans så kallade erfarenhetstest verkar åsyfta en mer kvalitativ bedömning, vilket enligt min mening är mer närliggande uttalandena i *Geltl mot Daimler*. Vidare kan det anses föreligga vissa brister i argumentationen för en uppfattning att det skulle krävas en sannolikhetsgrad med mer än 50 procent, en tolkning som inte har tydligt förankrat stöd i avgörandet *Geltl mot Daimler* utan möjligen är en något långtgående tolkning enligt min mening. En tolkning som är motstridig finns även som nämnts att finna i avgörandet *Hannam*, varvid det framhålls att det kan finnas *faktiska utsikter* även i fall där det inte är mer troligt än inte att en händelse kommer inträffa eller omständigheter att uppkomma, sålänge det inte ses som ”fantasifullt”. Sålunda kan det rimligen finnas *faktiska utsikter* även när det inte föreligger mer än 50 procents sannolikhet att händelsen kommer inträffa eller omständigheterna att uppkomma, vilket potentiellt kan innebära en relativt lågt ställd sannolikhetsgrad, i vart fall en lägre sannolikhetsgrad än den som flertalet inom doktrin verkar uttolka av avgörandet.²⁰⁸

²⁰⁵ Mål C-19/11, *Geltl*, p. 46.

²⁰⁶ Mål C-19/11, *Geltl*, p. 48.

²⁰⁷ Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 192 som kan beskrivas som standardverket på området, med hänvisning ”bland flera” som stödjer denna uppfattning, att det krävs en sannolikhet med mer än 50 procent, är bland annat Krause och Brelochs, *Insider trading and the Disclosure of Inside Information*, s. 288; Di Noia och Gargantini, *Issues at midstream*, s. 495.

²⁰⁸ Se avs. 3.2.4 för ett mer utförligt behandlade av det första kriteriet, med beaktande av de olika uppfattningarna i doktrin.

KAPITEL IV – Väsentlig inverkan på priset

4.1 Elementet: Väsentlig inverkan på priset

4.1.1 Inledande ord

I det föregående kapitel behandlades elementet *specifik natur*, mer specifikt redogjordes för de två kumulativa kriterier som ingår i elementet, varvid det ena kriteriet stundom benämns för specificitetstestet och det andra för rimligförväntanhetstestet. Detta kapitel kommer istället behandla ett annat centralt rekvisit nämligen *väsentlig inverkan på priset*.

Innan denna aspekt av begreppet insiderinformation behandlas kan det påpekas att i det föregående kapitlet underströks slutsatsen att ifråga om händelser eller omständigheter som föreligger eller har inträffat krävs objektiv bevisning. I fråga om framåtblickande bedömningar, dras slutsatser från ex ante informationen. Av avgörandet *Geltl* framgick att det inte ska vara osannolikt att omständigheterna eller händelsen kommer uppkomma, då rör det sig inte om information av specifik natur. Istället krävs det efter en helhetsbedömning av alla faktorer att det föreligger ”faktiska utsikter”. Uttrycket ”faktiska utsikter” har ändock inte specificerats ytterligare av EUD. Efter en närmare undersökning kan dock en slutsats dras, faktiska utsikter innebär rimligtvis en relativt lågt ställd sannolikhetsgrad. Faktiska utsikter behöver troligen inte innebära att det ska vara ”mer än 50 procents sannolikhet” eller ”mer troligt än inte”. Beträffande det andra kumulativa kriteriet underströks slutsatsen att specificitetstestet utesluter allmän och obestämd information, en restriktiv tolkning av kriteriet är rimligen i strid mot skälen till MAR bland annat kan en restriktiv tolkning riskera att skada finansmarknadens integritet.

I detta kapitel kommer det andra centrala elementet i begreppet insiderinformation behandlas, nämligen *väsentlig inverkan på priset*. I artikel 7.1 MAR framgår att insiderinformation är information som ska uppfylla vissa kriterier för att kunna anses vara insiderinformation, bland annat ska elementet (i) specifik natur uppfyllas, vilket tidigare berörts. Därutöver ska informationen (ii) inte ha offentliggjorts och det ska vara information som (iii) direkt eller indirekt antingen rör en eller flera emittenter eller ett eller flera finansiella instrument.²⁰⁹ Därtill framgår att om information offentliggjordes, skulle den sannolikt ha en ”*väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade derivatinstrument (...)*”²¹⁰ Detta kan beskrivas som det fjärde elementet av de fyra element som återfinns i bestämmelsen. Elementet kan även i förkortad form kallas för ”priskänslig information” eller ”priskänslighetsrekvisitet”²¹¹. En definition framgår av artikel 7.4 MAR, av bestämmelsen framgår att:

”Vid tillämpning av punkt 1 ska information som, *om den offentliggjordes*, sannolikt skulle ha en *väsentlig inverkan på priset* på finansiella instrument, finansiella derivatinstrument, på relaterade spotavtal avseende råvaror eller på auktionerade produkter baserade på

²⁰⁹ Se artikel 7.1 MAR.

²¹⁰ Artikel 7.1 MAR.

²¹¹ På engelska benämns det bland annat som ”Price-sensitive information” se Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 200; se även CESR 02-089d, s. 9.

utsläppsrätter avse information som en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut.”²¹²

Kortfattat kan det fjärde elementet beskrivas som att information som ”sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset”²¹³ med andra ord uppfyller kravet på att vara så kallad priskänslig information, om en förnuftig investerare skulle använda informationen som en del av grunden för sitt investeringsbeslut.²¹⁴ I detta kapitel kommer dock kopplingarna mellan artikel 7.4 MAR samt priskänslighetsrekvisitet i artikel 7.1 MAR närmare behandlas och analyseras eftersom det inte är självklart hur dessa förhåller sig till varandra.

Det kan även tilläggas att i avgörandet *Geltl mot Daimler*, vilket tidigare behandlats, klargjordes att även mellanliggande steg i en pågående process kan anses utgöra information av specifik natur.²¹⁵ Av MAR framgår numera att ”ett mellanliggande steg i en över tiden pågående process ska anses vara insiderinformation om den i sig själv uppfyller kraven på att vara insiderinformation”.²¹⁶ I kraven inkluderas även priskänslighetsrekvisitet. För att kunna kvalificeras som insiderinformation måste även mellanliggande steg i en pågående process uppfylla kravet på att om den offentliggjordes sannolikt ha en väsentlig inverkan på priset på det finansiella instrumentet.²¹⁷

4.1.2 Vem är den förnuftige investeraren?

Eftersom det fjärde elementet definieras i artikel 7.4 MAR på sådant sätt att det anges att den information som avses är sådan som en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut blir följaktligen frågan, vem är den förnuftige investeraren och hur agerar hen? I råd från CESR framgår följande: ”A reasonable investor is a person that thinks and behaves in a rational way.”²¹⁸ I doktrin har betydelsen av uttrycket förnuftig investerare dock diskuterats. Det har bland annat förts ett resonemang kring vem den förnuftige investeraren är, uttrycket beskriver rimligen en person som kan operera på värdepappersmarknaden, emellertid kan det exempelvis både inkludera personer som inte är professionella aktörer likaväl som sofistikerade kapitalförvaltare.²¹⁹

Det framgår inte av definitionen om den förnuftiga investeraren kan vara vilken investerare som helst, en professionell sådan, en person av visst kön osv. Bland annat lyfts empiriska- och beteendestudier fram, vilka påvisar att det finns skillnader mellan olika typer av investerare exempelvis mellan fondförvaltare, icke-professionella investerare och högfrequenshandel.²²⁰ Det finns även studier som påvisar skillnader mellan kvinnor och män ifråga om investeringsbeslut.²²¹ Definitionen tar inte heller hänsyn till den höga mängd av handel som sker genom högfrequenshandel. I doktrin dras av det sagda således slutsatsen att

²¹² Artikel 7.4 MAR.

²¹³ Artikel 7.1 MAR.

²¹⁴ Se Ventrizzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 200.

²¹⁵ Mål C-19/11, *Geltl mot Daimler*, p. 38.

²¹⁶ Artikel 7.3 MAR.

²¹⁷ Ventrizzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 204.

²¹⁸ CESR/02-089d, p. 27 (se fotnot).

²¹⁹ Di Noia och Gargantini, *Issues at midstream*, s. 501.

²²⁰ Ventrizzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 202.

²²¹ MacLeod Heminway, *Is the Reasonable Investor a Woman*, s. 310ff, exempelvis lyfts det fram i artikeln att kvinnor söker mer efter investeringsråd än män samt spenderar inte lika mycket tid och resurser och är generellt mindre riskbenägna, generellt sätt är kvinnor mindre optimistiska och inte alltför självsäkra, s. 311-313.

möjligtvis är uttrycket ”en förnuftig investerare” en nödvändig förenkling av en mer komplex verklighet.²²² Det kan således konstateras att det för uttrycket ”förnuftig investerare” saknas närmare begreppsförklaringar i MAR, MAD samt Genomförandedirektivet. EUD har inte valt att uttolka eller förklara begreppet på ett mer utförligt sätt. Det framgår dock som nämnts av CESR:s vägledande riktlinjer att en förnuftig investerare är en person som både betar sig och tänker rationellt.

4.1.3 Bedömningen

I inledningen till MAR framgår att förnuftiga investerare stödjer sina beslut på så kallad förhandsinformation, information som det sedan tidigare har funnits tillgång till.²²³ Det poängteras dock att efterhandsinformation kan användas som ett slags kontrollinstrument för att avgöra huruvida viss information var priskänslig. Det sagda innebär dock inte att efterhandsinformation ska brukas för att vidta åtgärder mot personer som dragit sannolika slutsatser av tillgänglig förhandsinformation. Vid frågan om en förnuftig investerare rimligen skulle ha utnyttjat en viss uppgift vid ett investeringsbeslut utvärderas utifrån den tillgängliga förhandsinformationen. Beträffande förhandsbedömningen ska bedömningen ta i beaktande de förväntade följderna av dessa uppgifter, vilket ska ses i ljuset av bland annat den påverkade emittentens verksamhet som helhet. Därtill ska tillförlitligheten av informationskällan tas i beaktande och även andra marknadsvariabler som möjligtvis kan väntas ha viss påverkan på de finansiella instrumenten eller relaterade spotavtal avseende råvaror med mera.²²⁴ Av riktlinjerna framgår i likhet med det som lyfts fram i skälen till MAR, ifråga om viss information sannolikt kommer påverka priset ska detta bedömas utifrån objektiva ex-ante kriterier. Innebärande att det är irrelevant om priset faktiskt ändras överhuvudtaget eller i vilken omfattning som priset ändras. Det lyfts fram att den centrala och avgörande faktorn är vid vilken tidpunkt som insidern vidtar en relevant åtgärd. Emellertid kan det faktum att det finns en faktisk prispåverkan eventuellt vara en indikator för att utreda eventuella överträdelser.²²⁵ Av rekommendationer från CESR framgår vidare att viss information sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset när det är ”information som en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja i sitt investeringsbeslut”. En bedömning avseende detta ska genomföras ex ante, dvs. innan skeendet.²²⁶ Det kan dock understrykas att information sannolikt kan anses ha en väsentlig påverkan på priset även i fall när informationen publiceras men inte skapar någon effekt.²²⁷ Rörande ex-ante bedömningen av vilken grad av sannolikheten en priseffekt sannolikt kan förväntas framgår av riktlinjerna att det inte krävs att sannolikhetsgraden är hög, nästintill absolut men det krävs emellertid mer än enbart en potentiell möjlighet.²²⁸

Marknadsdeltagare ska i förväg kunna bedöma huruvida viss information är priskänslig med beaktande av att de ska kunna agera i enlighet med de skyldigheter som då kan uppstå exempelvis offentliggörande av insiderinformation.²²⁹ En bedömning ska beakta

²²² Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 203.

²²³ MAR, skäl 14.

²²⁴ Se MAR, skäl 14-15.

²²⁵ CESR, c-02/089d, p. 26-27.

²²⁶ CESR, c-02/089d, s. 10, p. 27.

²²⁷ CESR, c-02/089d, p. 22.

²²⁸ CESR, c-02/089d, p. 23.

²²⁹ CESR, c-02/089d, p. 21.

effekterna på marknaden utifrån premissen att informationen ännu inte har offentliggjorts och utifrån det faktum att marknadseffekterna ännu inte är mätbara. För att kunna ge vägledning till marknadsdeltagare behöver sålunda så kallade ”ex-ante faktorer” hittas, vid genomförandet av ex-ante analysen ska all information som finns tillgänglig vid den tidpunkten tas i beaktande.²³⁰ I bedömningen föreslås att hänsyn tas till vissa faktorer i syfte att kunna avgöra sannolikheten för en prisrörelse-effekt.²³¹ Faktorer som ska tas i beaktande är följande: tillförlitligheten av källan, informationens relevans med beaktande av de viktigaste bestämmande faktorerna för det finansiella instrumentets pris, den förväntade omfattningen av de ifrågasvarande omständigheterna eller händelsen i ljuset av företagets verksamhet som helhet samt alla marknadsvariabler som påverkar det bemälda finansiella instrumentet.²³² Det kan konstateras att det föreligger vissa likheter mellan de skäl som anförs till MAR, vilka har redovisats för här ovan, samt rekommendationerna från CESR. Däremot framgår det ytterligare av rekommendationen, vilket inte återfinns i förordningen, ytterligare användbara indikatorer som bör tas hänsyn till vid en bedömning om information sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset.²³³ Sådana indikatorer är följande: För det första, ska det tas hänsyn till om emittenten har behandlat liknande händelser som insiderinformation. För det andra, om informationen tidigare har haft en väsentlig inverkan på priset. En ytterligare indikator är om redan föreliggande yttranden och undersökningsrapporter visar att ifrågasvarande information är priskänslig.²³⁴ Indikatorerna ska emellertid inte ses som definitiva, innebärande informationen i fråga inte nödvändigtvis ska anses väsentligen ha en inverkan på priset. Därtill bör även företagen ta i beaktande att betydelsen av informationen i fråga kan variera beroende på vilket företag det gäller och kan bero på faktorer som bland annat företagets storlek och vilken sektor som företaget är verksamt inom. Det kan även bero på tillgångsslaget av det finansiella instrumentet.²³⁵

Det kan tilläggas att av doktrin framgår att för att informationen ska anses vara relevant för förnuftig investerare-testet behöver informationen ändå inte vara huvudanledningen till varför investeringsbeslutet tages utan kan likaväl vara en del av exempelvis en del av en investeringsstrategi, så länge informationen ifråga även väsentligen kan ha en inverkan på priset.²³⁶

4.1.4 Kopplingarna mellan priskänslighetsrekvisitet och förnuftig investerartestet

Ovan har vissa förtydliganden gjorts ifråga om vad uttrycket ”förnuftig investerare” innebär och vad förnuftiga investerare beaktar i bedömningen. Däremot har rekvisiten inte behandlats mer ingående ifråga om hur priskänslighetsrekvisitet förhåller sig till förnuftig investerartestet. Det är inte självklart om definitionen i artikel 7.4 MAR kan anses ersätta kravet på väsentlig inverkan på priset, det som även benämns som priskänslighetsrekvisitet (som framgår av artikel 7.1 MAR) eller om priskänslighetsrekvisitet har ett ” eget ” innehåll.

²³⁰ CESR, c-02/089d, p. 22.

²³¹ CESR, c-02/089d, s. 10, p. 27.

²³² CESR, c/02-089d, s. 10, p. 27; CESR c/02-562b p.1.13.

²³³ Se skäl 14 MAR; CESR c/02-089d p. 27.

²³⁴ CESR, c/02-562b p.1.14.

²³⁵ CESR, c/02-562b p.1.14.

²³⁶ Di Noia och Gargantini, *Issues at midstream*, s. 501.

Det kan även anses föreligga oklarheter kring hur förnuftig investerartestet avskiljs från rekvisitet som det är tänkt att definiera eller om testet att se som ett substitut för priskänslighetsrekvisitet.

I riktlinjer från CESR, sägs att det som framgår av artikel 1 i direktiv 2003/124 (numera återfinns en likartad bestämmelse i artikel 7.4 MAR) förstärker vad som menas med kriteriet att informationen om den offentliggjordes sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset. Det framgår att förnuftig investerartestet hjälper till vid bedömningen av vilken information som ska tas med i kravet på ”väsentlig inverkan på priset”.²³⁷ Samtidigt ger artikel 7.4 MAR för handen vid en texttrogen tolkning av bestämmelsen att i det fall en förnuftig investerare skulle utnyttja informationen som grund i sitt investeringsbeslut, i sådana fall är kriteriet på väsentlig inverkan på priset uppnått. Av vissa beskrivs det som att frågan om väsentlig prispåverkan kan sägas vara densamma som om en förnuftig investerare skulle utnyttja informationen som en del av grunden i sitt investeringsbeslut.²³⁸ Emellertid är förnuftig investerartestet inte ett självklart substitut för kravet på väsentlig inverkan på priset.²³⁹ Avgörandet *Spector*²⁴⁰ kan beskrivas vara något klagörande i denna fråga.

I avgörandet *Spector* ställdes olikartade frågor till EUD från den hänskjutande domstolen, varav en av frågorna var kopplad till elementet ”väsentlig inverkan på priset”. En av frågorna tog sikte på att få förklarat huruvida offentliggörande av insiderinformation ska betraktas ha haft en inverkan på priset på det berörda finansiella instrumentet. I det fall, det sagda ska anses haft inverkan på priset, över vilken gräns kan denna inverkan betraktas som väsentlig?²⁴¹ EUD tydliggjorde att ett av begreppet insiderinformations kännetecken är att informationen ska ha en väsentlig inverkan på priset, på det finansiella instrument som informationen gäller. Kravet på väsentlig inverkan preciseras ytterligare i (det då gällande) genomförandedirektivet genom uttrycket att det rör sig om ”information som en förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut”.²⁴² EUD framhöll att det *inte* är erforderligt för att kunna avgöra om vissa upplysningar utgör insiderinformation, att testa om offentliggörandet av sådan information *faktiskt* haft en väsentlig inverkan på priset på det berörda finansiella instrumentet. EUD underströk dock att i enlighet med syftet bakom MAD ”*måste denna förmåga att väsentligt inverka på priset a priori bedömas mot bakgrund av informationens innehåll och sammanhanget.*”²⁴³ (Det sagda tycks vara likartat det som numera framgår av MAR skäl 14.) I avgörandet *Spector* framhölls även att med förväntas ha en väsentlig inverkan på priset menas, vilket framgår av definitionen, att det rör sig om ”information som en förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut”.²⁴⁴ Sammantaget är det sålunda möjligt att tolka det som att avgörandet *Spector* ger stöd för att med kravet på att informationen ska ha en väsentlig inverkan på priset

²³⁷ CESR 06/562b, p. 1.10-1.11, det poängteras dock i riktlinjerna att implementeringsåtgärder inte är avsedda att förändra bestämmelsers lydelse i nivå 1 reglering.

²³⁸ Hansen, *Where do we stand with MAR*, s. 382.

²³⁹ Di Noia och Gargantini, *Issues at midstream*, s. 500-501.

²⁴⁰ Mål c-45/08, *Spector Photo Group NV och Chris Raemdonck mot Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)*.

²⁴¹ Mål c-45/08, *Spector*, p. 66.

²⁴² Mål c-45/08, *Spector*, p.67-68.

²⁴³ Mål c-45/08, *Spector*, p.69.

²⁴⁴ Se Mål c-45/08, *Spector*, p.68.

avses förnuftig investerartestet, i vart fall kan förnuftig investerartestet ses som en precisering av priskänslighetsrekvisitet.

4.1.4.1 Utländska avgöranden

Förutom EU-rättsliga källor har dock ytterligare material använts som analysverktyg på grund av att det i detta avseende saknas tolkningsdata för att ge ett mer utförligt svar. För mer klargörande redogörelser samt tolkningar av priskänslighetsrekvisitet kan två utländska avgöranden uppmärksammas, nämligen *Massey mot FSA*²⁴⁵ samt *Rt. 2012 s.629*²⁴⁶.

I avgörandet *Rt. 2012 s. 629* från Norges *Høyesterett* klargjordes att det inte krävs en ”väsentlighets-utvärdering”²⁴⁷ som ett led i eller som ett tillägg till förnuftig investerartestet, utifrån norsk lag rörande definitionen av insiderinformation.²⁴⁸ Den norska domstolen menade att genom vad som kunde utläsas i Genomförandedirektivet, stod det klart att förnuftig investerartestet är definitionen för ”significant effect”, ytterligare ett argument som lyftes var att *Spector* avgörandet också talade för en sådan tolkning.²⁴⁹ Norsk rätts definition av insiderinformation motsvarar EU-rättens definition, innebärande att det inte ska tolkas som att det finns ett särskilt krav på kvantifierbar kurspåverknings effekt.²⁵⁰ Sammantaget talar det norska avgörandet för en tolkning att definitionen av priskänslighetsrekvisitet är förnuftig investerartestet och att inget slags väsentlighets-utvärdering som tillägg till förnuftig investerartestet behöver genomföras. Vissa likartade slutsatser kan dras utifrån det brittiska avgörandet *Massey mot FSA*. I avgörandet framgår att priskänslighetsrekvisitet, ”sannolikt ha en väsentlig inverkan på priset”, i sedvanlig mening får en annan betydelse än den annorlunda utvidgade betydelse som uttrycket ges genom bestämmelsen. Bestämmelsen utvidgade betydelse medför att det som ska avgöras är närmare bestämt om en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja det som en del i sitt investeringsbeslut.²⁵¹ Sålunda visar dessa olika tolkningar som framförts i utländska avgöranden på olika men ändå i viss mån samstämmiga tolkningar som talar för det faktum att definitionen av priskänslighetsrekvisitet är förnuftig investerartestet, eftersom det på ett tydligt vis i båda avgörandena framfördes att definitionen av priskänslighetsrekvisitet är förnuftig investerartestet. Det sagda skulle således tala för att om förnuftig investerartestet uppfylls då är kravet på väsentlig inverkan uppfyllt, vilket torde vara en rimlig tolkning av EU-rätten som det kan påstås finnas visst stöd för i avgörandet *Spector*. I *Spector* förtydligas att definitionen av priskänslighetsrekvisitet är förnuftig investerartestet, möjligen med mindre utförliga redogörelser i jämförelse med dessa ovan nämnda utländska avgöranden. Dels kan det i övrigt ges stöd för en sådan tolkning utifrån en texttrogen tolkning av bestämmelsen, definitionen av väsentligen inverkan (artikel 7.1 MAR) definieras i artikel 7.4 MAR, vilket följer av en texttrogen tolkningsmetod en tolkning som är i enlighet med denna slutsats.

Därtill kan det uppmärksammas att det norska avgörandet talar för en tolkning innebärande att det inte ska utföras något ”väsentlighets-test” i tillägg till förnuftig investerartestet.

²⁴⁵ David Massey v. Financial Services Authority [2011] UKUT 49 (TCC), Upper Tribunal.

²⁴⁶ Norges Høyesteretts dom den 23 april 2012 i mål nr 2011/2045, *Rt. 2012 s. 629*.

²⁴⁷ Översättning av ”merkbarhetsvurdering”.

²⁴⁸ *Rt. 2012 s. 629*, p. 30-31.

²⁴⁹ *Rt. 2012 s. 629*, p.45-49.

²⁵⁰ *Rt. 2012 s. 629*, p. 51.

²⁵¹ Se *Massey mot FSA*, 2011, UKUT 49, p. 23, 41, (bestämmelsen i 118C(6) Financial Service and Markets Act 2000 vilket tolkningen bygger på är likartad art. 7.4 MAR).

testet.²⁵² Det skulle tala för att priskänslighetsrekvisitet saknar ”eget innehåll”, om så är fallet skulle det potentiellt tala för en tolkning medförande att förnuftig investerartestet är att se som ett substitut för priskänslighetsrekvisitet och kräver därför en fortsatt analys.

Utifrån det ovan sagda kan det ifrågasättas varför kravet på väsentlig inverkan överhuvudtaget nämns i bestämmelsen med tanke på att innehållet och tolkningen av rekvisitet ger stöd för en inte helt självklar tolkning och definition av priskänslighetsrekvisitet. Det leder följaktligen till frågan om förnuftig investerartestet ska ses som ett substitut för rekvisitet. I ett brittiskt avgörande, *Hannam*, framgick ett tänkbart förtydligande alternativt en relevant tolkning av det sagda. I detta avgörande tydliggjordes tolkningen att förnuftig investerartestet är att se som definitionen av ”sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset”.²⁵³ Av avgörandet framgick därtill att det rimligen inte finns någon typ av information som uppfyller kravet på väsentlig inverkan på priset, som inte uppfyller förnuftig investerartestet. I det fall informationen sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset då skulle självfallet en förnuftig investerare använda informationen i sitt investeringsbeslut.²⁵⁴ En förnuftig investerare utnyttjar enbart information som sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset, däremot kommer inte en förnuftig investerare till grund för sitt investeringsbeslut inte utnyttja information som inte har någon priseffekt, information som följaktligen inte har någon möjlighet att väsentligen inverka på priset.²⁵⁵ Avgörandet är på så vis i denna del potentiellt motstridig det som sades i *Massey*, där det kunde tolkas som att det fanns information som inte kunde ha en priseffekt, information som sannolikt inte skulle ha en väsentlig inverkan på priset, som en förnuftig investerare ändå skulle ta hänsyn till.²⁵⁶ Avgörandet *Hannam* leder däremot till slutsatsen att priskänslighetsrekvisitet definieras av förnuftig investerartestet, en förnuftig investerare skulle dock inte utnyttja information som inte har någon väsentlig inverkan på priset.

4.1.5 Analys av priskänslighetsrekvisitet och förnuftig investerartestet

Utifrån en texttrogen tolkning av bestämmelsen i artikel 7 MAR framgår att definitionen av väsentlighetskravet (7.1 MAR) återfinns i artikel 7.4 MAR, ”information som en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja som en del av grunden i sitt investeringsbeslut”.²⁵⁷ Av avgörandet *Spector* klagörs det sagda, förnuftig investerartestet preciserar priskänslighetsrekvisitet. Emellertid är det nämnda möjligen inte tillräckligt klagörande i vissa avseenden. Det har därför medtagits utländska avgöranden som material för att ge utvidgad tolkningsdata och därigenom ge mer utförliga svar på uppsatsens frågeställningar. Vid behandlade av utländska avgöranden dras en likartad slutsats, innebärande att förnuftig investerartestet definieras det så kallade priskänslighetsrekvisitet. Av *Rt. 2012 s. 629* framgår därtill att inget ytterligare test förutom förnuftig investerartestet krävs, vid tolkning av de norska bestämmelserna, (tolkningen av den norska definitionen av begreppet insiderinformation motsvarar EU-rättens definition enligt avgörandet²⁵⁸).

²⁵² Se *Rt. 2012 s. 629*, p. 30-31.

²⁵³ Se *Hannam mot FCA 2014 UKUT 0233*, p. 100.

²⁵⁴ Se *Hannam mot FCA 2014 UKUT 0233*, p. 99.

²⁵⁵ Se *Hannam mot FCA 2014 UKUT 0233*, p. 102.

²⁵⁶ Se *Hannam mot FCA 2014 UKUT 0233*, p. 104-105.

²⁵⁷ Artikel 7.4 MAR.

²⁵⁸ Se *Rt. 2012 s. 629*, p. 29, 31, 51. I domen finns även den norska bestämmelsen (Verdipapirhandelloven 1997 § 2-2 første til tredje ledd) medtagen, vilken är likartad insiderinformationsbegreppet i EU-rätten. Ett av de centrala elementen för

Av *Massey* framgick att det kan finnas information som sannolikt inte skulle ha en väsentlig påverkan på priset (i allmän mening) som en förnuftig investerare ändå tar hänsyn till, om avgörandet ska tolkas som att det finns information som sannolikt inte skulle ha en väsentlig inverkan på priset men som en förnuftig investerare ändå tar hänsyn till skulle det potentiellt strida mot det faktum att förnuftig investerartestet är definitionen av väsentlighetskravet. Rimligen bör uttalandet tolkas som ett förklarande av det faktum att det inte enbart går att beakta ”sannolikt ha en väsentlig inverkan på priset” och bortse från den utvidgade definitionen av bestämmelsen. Av *Hannam* framgick däremot att en förnuftig investerare inte skulle använda information som inte har någon prisseffekt i sitt investeringsbeslut. Priskänslighetsrekvisitet definieras av förnuftig investerartestet, det innebär dock inte att priskänslighetsrekvisitet är obetydligt eller helt ska bortses ifrån. Exempelvis visar avgörandet *Hannam* att det snarare innebär att en förnuftig investerare inte skulle använda information som saknar prisseffekt alternativt kan det beskrivas som att en förnuftig investerare enbart tar hänsyn till information som sannolikt skulle ha en väsentlig påverkan på priset.²⁵⁹ Det sagda kan potentiellt ses som ett cirkelresonemang, ändå är det möjligen relativt klagörande eftersom det rimligen leder till att vid tillämpning av förnuftig investerartestet ska priskänslighetsrekvisitet finnas i åtanke även om det sagda inte innebär att det ska utföras ytterligare ett test.²⁶⁰ Detta kan möjligen tolkas som att förnuftig investerartestet blir ett hjälpmedel vid tillämpning av priskänslighetsrekvisitet.²⁶¹

Av det sagda framkommer slutsatsen att det finns en intim koppling mellan priskänslighetsrekvisitet samt förnuftig investerartestet. Rimligen finns det skäl att tro att det sistnämnda inte är ett substitut för det förstnämnda, att se testet som ett substitut är möjligen en något långtgående tolkning av att förnuftig investerartestet ska ses som en definition. Eftersom en förnuftig investerare rimligen enbart tar hänsyn till informationen som har en prisseffekt kan det beskrivas som att vid tillämpning av förnuftig investerartestet finns uttrycket väsentlig inverkan på priset i åtanke alltså bör det inte ses som ett substitut utan ett förtydligande. Vid en utveckling av resonemanget i *Hannam* kan slutsatsen dras att information som saknar prisseffekt utesluts från insiderinformationsbegreppet och följaktligen från krav på offentliggörande eftersom en förnuftig investerare inte tar hänsyn till information som sannolikt inte har en väsentlig påverkan på priset.²⁶² Det är även en rimlig teleologisk tolkning av bestämmelsen enligt min mening. I ljuset av de tidigare utredda syftena med bestämmelsen artikel 7 MAR, skulle sannolikt inte heller information som

begreppet insiderinformation i den norska bestämmelsen är ”egnet til å påvirke kursen merkbart” med vilket menas ”opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte (...)”, med andra ord verkar även den dåvarande norska bestämmelsen definiera priskänslighetsrekvisitet med förnuftig investerartestet.

²⁵⁹ Se *Hannam* mot FCA 2014 UKUT 0233, p. 102.

²⁶⁰ Jfr beträffande det resonemang som lyfts fram i avgörandet *Hannam* mot FCA 2014 UKUT 0233, p. 96, det framgår att myndigheten verkar vara av uppfattningen att ”*Authority does not suggest that the ‘reasonable investor’ test in section 118C(6) altogether supplants the test found in section 118C(2)(c). It stands by the way it was put in its skeleton argument: that is to say that the words “likely to have a significant effect on price” should be borne in mind in applying the reasonable investor test thus reflecting the constraint found in Article 17(2) of the Market Abuse Directive. This does not, it is said, detract from the fact that it is only the reasonable investor test which is to be applied*”.

²⁶¹ Jfr CESR 06/562b, p. 1.10-1.11.

²⁶² Jfr *Hannam* mot FCA 2014 UKUT 0233, p. 97, myndighetens synsätt beträffande att en rimlig investerare inte kommer ta hänsyn till information som saknar väsentlig inverkan på priset, det är därför inte erforderligt att offentliggöra informationen och det finns ingen rättslig anledning till att förhindra selektiv informationsgivning.

saknar priseffekt vara relevant för insiderinformationsbegreppet. Det skulle rimligen inte heller riskera att ge upphov till en marknad med stora informationsasymmetrier.²⁶³

Sammantaget kan det utifrån en texttrogen tolkning av bestämmelsen artikel 7 MAR samt avgörandet *Spector* konstateras att priskänslighetsrekvisitet får sin definition genom förnuftig investerartestet, tolkningen stöds även av utländska avgöranden, (vilket ovan har behandlats mer ingående). För mer utförliga förklaringar avseende kopplingen mellan priskänslighetsrekvisitet och förnuftig investerartestet ger inte bestämmelserna i MAR, praxis från EUD eller nivå tre regleringen mer klargöranden. Efter undersökning av icke EU-rättsligt material återfinns dock ytterligare tolkningsdata, vid analys av utländska avgöranden kan vissa slutsatser dras. Vid tillämpning av förnuftig investerartestet kommer priskänslighetsrekvisitet finnas i åtanke eftersom en förnuftig investerare enbart tar hänsyn till information som ger en priseffekt, information som väsentligen skulle påverka priset på det berörda finansiella instrumentet. Förnuftig investerartestet ska inte ses som ett substitut utan som ett hjälpmedel vid bedömning av priskänslighetsrekvisitet. Enligt min uppfattning torde inte en sådan tolkning heller vara i strid med MAR, det leder till att information som saknar priseffekt inte offentliggörs varför en sådan tolkning borde vara i överensstämmelse med syftena med artikel 7 MAR.²⁶⁴

4.1.6 Analys av olika uttalanden kring sannolikhet/storleks-doktrinen²⁶⁵

EUD har i olika avgöranden behandlat elementet specifik natur, däremot har EUD inte ännu beslutat i ett avgörande som på ett mer ingående vis har behandlat det fjärde elementet, ”väsentlig inverkan på priset”.²⁶⁶ EUD gjorde dock vissa uttalanden av intresse i avgörandet *Geltl mot Daimler* med koppling till det fjärde elementet, uttalanden av obiter dictum-formen.²⁶⁷ Ett uttalande i avgörandet som föranlett viss diskussion är följande:

”55. Det framgår visserligen av skäl 1 i direktiv 2003/124 att förnuftiga investerare grundar sina investeringsbeslut på all information som finns tillgänglig för dem vid beslutet. Utöver en händelses ”förväntade effekter” på en emittent, måste dessa investerare följaktligen även beakta sannolikhetsgraden för att händelsen ska inträffa. Sådana beaktanden brukar emellertid vara avgörande för huruvida information kan ha en väsentlig inverkan på priset på emittentens finansiella instrument.”²⁶⁸

I *Geltl mot Daimler* ställde sig domstolen nekande till sannolikhets/storleks-doktrinen i förhållande till elementet ”specifik natur” och flera menar på att det sagda innebär att

²⁶³ Se mer om detta i avsnitt 4.2; Se även avsnitt 2.2.3.

²⁶⁴ Se även avsnitt 2.2.2; En teleologisk tolkning av artikel 7 MAR torde ge stöd för en sådan uppfattning. Syftet, bland flera, med bestämmelsen är att inrymma tillräckligt med information i insiderinformationsbegreppet för att undvika selektiv informationsgivning som rimligen riskerar skada förtroendet för marknadsintegriteten, (jfr direktiv 2003/6/EG, skäl 24); En marknad med stora informationsasymmetrier kan på sikt kan få långtgående konsekvenser för marknadens existens, jfr Härkönen, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning*, s. 76-77. Akerlof, *The Market for "lemons"*, s. 489ff.

²⁶⁵ Översättning: ”The probability/magnitude doctrine”. Enligt denna doktrin finns det ett slags omvänt förhållande mellan sannolikheten för ett visst resultat och dess storlek, omständigheter eller händelser anses vara viktiga, även i det fall sannolikheten för dess inträffande är mycket låg, i det fall resultatet skulle vara av stor magnitud.

²⁶⁶ Hansen, *Where do we stand with MAR*, s. 382.

²⁶⁷ Se Krause och Brellochs, *Insider trading and the disclosure of inside information*, s. 290; Se även Hellgardt, *The notion of inside information*, s. 874.

²⁶⁸ Mål C-19/11, *Geltl mot Daimler*, p. 55.

doktrinen inte är tillämpbar på definitionen av insiderinformation.²⁶⁹ Hansen framför dock en annan mening, att domstolens uttalande inte innebar ett slutgiltigt förkastande av sannolikhets/storleks-doktrinen.²⁷⁰ Utifrån en sammanfattande förenkling av hans uttalanden, verkar hans uppfattning vara att domstolens uttalande i *Geltl mot Daimler* tar sikte på elementet ”specifik natur”. Således ska testet ses som irrelevant i förhållande till rekvisitet ”specifik natur” men möjligen inte i förhållande till det fjärde elementet, ”väsentligen kan påverka priset”. Hansen framför dock att problematiken och frågan som behandlades i avgörandet var beträffande det första elementet (specifik natur) och det var ifråga om det elementet som domstolen nekade testets relevans.²⁷¹ Uppfattning i doktrin av huruvida testet ifråga fortfarande kan ses som relevant är dock inte helt samstämmig. Krause och Brellochs menar att domstolen gör ett vagt och kortfattat uttalande avseende angelägenheten i fråga.²⁷² EUD framför som nämnt i avgörandet att ”(...) sådana beaktanden brukar emellertid vara avgörande för huruvida information kan ha en väsentlig inverkan på priset på emittentens finansiella instrument.”²⁷³ Krause och Brellochs menar att EUD:s uttalanden kan läsas som en indikation på att förnuftig investerartestet ska tolkas med hänsyn tagen till sannolikhets/storleks-testet men att så inte är fallet med tanke på att uttalandet är relativt vagt samt att EUD hade i så fall förklarat sina skäl till detta mer, särskilt med beaktande av det faktum att domstolen ställde sig nekande till testet i förhållande till tolkandet av rekvisitet specifik natur.²⁷⁴ De menar vidare att resultatet blir i princip detsamma oavsett om testet appliceras vid tolkningen av det första eller fjärde elementet, vilket enligt deras uppfattning främst skulle leda till att redan på ett väldigt tidigt stadium i en pågående process kan insiderinformation uppstå i det fall som påverkan skulle vara betydande. EUD har dock inte berört eller utvecklat dessa långtgående konsekvenser som tillförande av sannolikhets/storleks-doktrinen rimligen skulle leda till. När information klassificeras som insiderinformation triggas det igång både ett förbud mot handel och skyldighet att offentliggöra information, vilket skulle kunna leda till ett offentliggörande vid ett väldigt tidigt stadium i en pågående process.²⁷⁵

Det får rimligen anses som relativt oklart vilken ståndpunkt i doktrin som är mer korrekt, eventuellt gör Hansen en något långtgående tolkning i detta sammanhang det är ändå relevant att uppmärksamma hans ståndpunkt. EUD hade möjligen förtydligat sina skäl desto mer om förnuftig investerartestet ska tolkas med hänsyn tagen till sannolikhets/storleks-doktrinen, bland annat med beaktande av att en texttrogen tolkning av bestämmelsen inte inrymmer någon förklaring kring doktrinen samt att sannolikhets/storleks-doktrinen inte sågs som tillämplig i förhållande till rekvisitet ”specifik natur”. Det som dock möjligen talar för Hansen ståndpunkt är att EUD faktiskt gör ett uttalande kring kopplingen, emellertid ett relativt vagt uttalande. EUD använder sig av obiter dictum-formen för att utveckla unionsrätten i förhandsavgöranden och kan därför vara både viktigt och genomtänkt,

²⁶⁹ Se Ventrizzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 203; Se även Krause och Brellochs, *Insider trading and the disclosure of inside information*, s. 290; Se även Di Noia och Gargantini *Issuers at midstream*, s. 496.

²⁷⁰ Hansen, *Where Do We Stand With MAR*, s. 385.

²⁷¹ Se Hansen, *Say When*, s. 13, 18; Se även Hansen, *Where Do We Stand With MAR*, s. 385; Se även Mål C-19/11, *Geltl mot Daimler*, p. 55.

²⁷² Se Krause och Brellochs, *Insider trading and the disclosure of inside information*, s. 290.

²⁷³ Mål C-19/11, *Geltl mot Daimler*, p. 55.

²⁷⁴ Krause och Brellochs, *Insider trading and the disclosure of inside information*, s. 290.

²⁷⁵ Krause och Brellochs, *Insider trading and the disclosure of inside information*, s. 290.

uttalanden av obiter dictum formen ska tillerkännas betydande prejudikatsvärde.²⁷⁶ Ändock ger möjligen inte en tolkning av uttalandet i detta avseende tillräckligt stöd för en sådan uppfattning, att förnuftig investerartestet ska tolkas med hänsyn tagen till sannolikhets/storleks-doktrinen.

4.2 Analys och sammanfattande svar på uppsatsens andra fråga

Denna del avser analysera kapitel fyra och därmed besvara uppsatsens andra fråga: *Hur ska rekvisitet ”väsentlig inverkan på priset” i artikel 7.1 MAR förstås?*

”Väsentlig inverkan på priset” får sin definition genom artikel 7.4 MAR, vilket framgår av en texttrogen tolkning av bestämmelsen. EUD som uttolkare av unionsrätten har i avgörandet *Spector* även tydliggjort att priskänslighetsrekvisitet preciseras av förnuftig investerartestet samt att förmågan att väsentligt inverka på priset ska ”a priori bedömas mot bakgrund av informationens innehåll och sammanhanget”.²⁷⁷ Slutsatsen blir sålunda att utifrån EU-rättsligt material kan det konstateras att priskänslighetsrekvisitet preciseras i artikel 7.4 MAR genom förnuftig investerartestet. EUD har ändock inte på ett mer ingående vis behandlat elementet ”väsentlig inverkan på priset” i ett avgörande ännu. Däremot har regelnmakaren gjort vissa förtydliganden kring den förnuftiga investeraren i MAR, emellertid tar förklaringarna som ges i MAR beträffande förnuftiga investerare sikte på själva bedömningen, av den framgår att en förnuftig investerare stödjer sina beslut på förhandsinformation. Bedömningen ska beakta de potentiella följderna av uppgifterna vilka ska ses i ljuset av den berörda emittentens verksamhet som helhet. Faktorer som därtill ska beaktas är tillförlitligheten av informationskällan samt andra marknadsvariabler som kan förväntas ha viss påverkan på priset.²⁷⁸ Det framgår därtill av MAR (samt mer utförligt beskrivet i riktlinjerna) att eftersom bedömningen sker utifrån objektiva ex-ante kriterier, är det irrelevant huruvida priset faktiskt ändras.²⁷⁹ I skälen till MAR förtydligas nämligen att efterhandsinformation används som ett slags kontrollinstrument men att personer som dragit rimliga slutsatser av förhandsinformation ska det inte vidtas åtgärder mot. Av nivå tre reglering framgår även vissa specifika faktorer som bedömningen föreslås ta hänsyn till samt vissa indikationer. Beträffande faktorer nämns bland annat tillförlitligheten av källan samt alla marknadsvariabler som påverkar det berörda finansiella instrumentet, ifråga om indikationer nämns bland annat om informationen tidigare har haft en väsentlig inverkan på priset.²⁸⁰ I fråga om hur uttrycket en förnuftig investerare ska förstås, ger nivå tre regleringen en kortfattad vägledning i detta, det tydliggörs att det är en person som tänker och betar sig på ett rationellt vis.²⁸¹ Av doktrin framgår dock att det sagda möjligen är en nödvändig förenkling av en mer komplex realitet.²⁸²

²⁷⁶ Jfr Hettne och Otken Eriksson, *EU- rättslig metod Teori och genomslag*, s. 53. Uttalanden av obiter dictum-formen kan allmänt beskrivas som mindre genomtänkta i jämförelse med de skäl som ligger till grund för själva avgörandet, i jämförelse mellan tvister och förhandsavgöranden ser det dock något annorlunda ut. EUD använder obiter dictum-formen för att utveckla unionsrätten i förhandsavgöranden, ett sådant uttalande kan sålunda både vara viktigt och genomtänkt, vilket leder till slutsatsen att även uttalanden av obiter dictum-formen ska tillerkännas prejudikatsvärde.

²⁷⁷ Mål c-45/08, *Spector Photo*, p. 69.

²⁷⁸ MAR, skäl 14.

²⁷⁹ Se MAR skäl 14-15.

²⁸⁰ CESR, c/02-562b p.1.14.

²⁸¹ CESR/02-089d, p. 27 (se fotnot).

²⁸² Se Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 203.

För att på ett mer utförligt vis kunna analysera och behandla uppsatsens andra fråga, främst i fråga om kopplingarna mellan priskänslighetsrekvisitetet och förnuftig investerartestet, har utländska avgöranden använts som tolkningsdata. Vid sammanfattning av slutsatserna i dessa avgöranden framkommer följande bild. Förnuftig investerartestet definierar priskänslighetsrekvisitetet, det torde även vara tänkbart att inget annat än detta test ska genomföras som tillägg till testet.²⁸³ Det förefaller vara en rimlig tolkning med tanke på att en texttrogen tolkning av MAR inte heller ger stöd för något annat än tillämpandet av förnuftig investerartestet. Rimligen kan det dock ifrågasättas om förnuftig investerartestet ersätter priskänslighetsrekvisitetet. Av avgörandet *Hannam* ges svar på denna fråga genom ett slags cirkelresonemang bestående av att en förnuftig investerare enbart skulle utnyttja information som har en väsentlig inverkan på priset likaväl som att den förnuftige investeraren inte skulle använda information som inte har någon priseffekt eller som inte har en väsentlig inverkan på priset.²⁸⁴ Sålunda blir slutsatsen av det sagda rimligen att testet inte ska ses som ett substitut.

Att en förnuftig investerare enbart tar hänsyn till information som är priskänslig stöds potentiellt även av en teleologisk tolkning av artikel 7 MAR. Givet att syftet med artikel 7 MAR bland annat är att avgränsa bort samt ringa in information som ska rymmas inom insiderinformationsbegreppet, i ljuset av informationsgivningskraven, vilket detta begrepp är nära kopplat till, finns det följaktligen skäl att tro att regelnmakaren vill inrymma tillräckligt med information i begreppet för att undvika en marknad med stora informationsasymmetrier. Utifrån ett sådant resonemang anses information som sannolikt inte skulle väsentligen påverka priset, inte vara relevant för insiderinformationsbegreppet. En slutsats som kan dras är sålunda att information som inte är priskänslig kommer inte en förnuftig investerare att ta hänsyn till och det kommer få följden att icke priskänslig information faller utanför insiderinformationsbegreppet. Det är rimligt att anta, utifrån en teleologisk tolkning av bestämmelsen, att insiderinformationsbegreppet inte behöver inrymma information som inte är priskänslig, vilket annars (i vissa fall) skulle leda till krav på offentliggörande av insiderinformation uppkommer, vilket potentiellt skulle kunna vilseleda marknaden. Det torde inte heller föreligga risk för selektiv informationsgivning, vilket i sådana fall skulle kunna riskera att skada förtroendet hos investerare beträffande marknadsintegritet.²⁸⁵ Det förefaller sålunda vara en rimlig tolkning att en förnuftig investerare enbart beaktar information som sannolikt kan ha en väsentlig inverkan på priset, en sådan tolkning torde inte vara i strid med MAR, utan snarare i överensstämmelse med bakomliggande syften med artikel 7 MAR.

Utifrån resonemanget i avgörandet *Hannam* kan slutsatsen dras att antingen uppfylls både priskänslighetsrekvisitetet samt förnuftig investerartestet eller inget alls, vilket beror på att de är intimt förbundna. I det fall förnuftig investerartestet inte uppfylls, om en förnuftig investerare väljer att inte utnyttja informationen som en del av grunden för sitt investeringsbeslut, då kan rimligtvis inte heller priskänslighetsrekvisitetet anses vara uppfyllt

²⁸³ Se Rt. 2012 s. 629, p. 30-31; Jfr. Massey p. 41 varav det framgår indirekt att det inte ska ske något tillägg till förnuftig investerartestet, eftersom det inte spelar någon roll huruvida informationen hade "väsentlig inverkan på priset" i vanlig mening eftersom det är förnuftig investerartestet som ska beaktas.

²⁸⁴ Jfr *Hannam* mot FCA 2014 UKUT 0233, p. 102.

²⁸⁵ Se direktiv 2003/6/EG, skäl 24, beträffande att selektiv informationsgivning kan orsaka förlorat förtroende hos investerare beträffande marknadsintegritet; Se även diskussion i avsnitt 2.2.2 kring koppling till MAR.

eftersom rekvisitet definieras av förnuftig investerartestet. Det torde därför inte vara möjligt att enbart uppfylla testet men inte rekvisitet eller tvärtom. Om informationen, om den offentliggjordes, är priskänslig, då är det information som en förnuftig investerare tar hänsyn till (utifrån resonemanget i avgörandet *Hannam*). Om en förnuftig investerare väljer att utnyttja informationen som en del av grunden för sitt investeringsbeslut då kommer informationen anses ha en väsentlig inverkan på priset (vid bortseende av resonemanget i *Hannam* kan det dock ifrågasättas om samma resultat hade uppnåtts, antagligen eftersom förnuftig investerartestet definierar priskänslighetsrekvisitet). Det har även tidigare klargjorts att inget annat test än förnuftig investerartestet ska beaktas. När testet tillämpas ifrågasätts om en ”förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja informationen som en del av grunden i sitt investeringsbeslut” är svaret på frågan ja anses det som, med beaktande av *Hannam*, att informationen har en väsentlig påverkan på priset. En förenklande beskrivning av det sagda, med beaktande av avgörandet *Hannam*, torde vara att istället ifrågasätta om *den förnuftige investeraren sannolikt skulle bedöma informationen som att den sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset?* (Med bedömning menas att det sker genom att den förnuftige investeraren sannolikt skulle utnyttja informationen som en del av grunden för sitt investeringsbeslut.) Frågan är inte ställd som ett substitut av det ovan utredda utan som ett förtydligande och förenklande av det ovan sagda, vilket även påvisar kopplingarna mellan rekvisitet och definitionen. Eftersom en förnuftig investerare, utifrån resonemanget i *Hannam*, enbart tar hänsyn till information som sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset då anses informationen vara priskänslig om den förnuftige investeraren faktiskt tar hänsyn till informationen och det är på så vis de också är intimt sammankopplade.

Som slutsats kan det konstateras att EU-rättsligt bindande material ger inget utförligt svar på hur ”väsentlig inverkan på priset” ska förstås, desto mer tolkningsdata finns dock att finna i utländsk praxis. Som slutsats kan det därtill konstateras att det mest lämpliga sättet för regelnmakaren att definiera priskänslighetsrekvisitet har rimligen varit genom förnuftig investerartestet. Istället för att försöka definiera elementet ”väsentlig inverkan på priset”, genom att exempelvis tydliggöra hur viss information ska bedömas i fråga om när informationen sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset, vilket det kan finnas olikartade uppfattningar om, har istället förnuftig investerartestet rimligen ansetts vara ett bättre alternativ. Även om förnuftig investerartestet sannolikt är väl lämpat för att definiera priskänslighetsrekvisitet finns det ändå behov av klargöranden för att på ett närmare vis förstå hur rekvisitet ska förstås, vid utredande genom enbart unionsrättsligt material eller genom EU-rättsliga tolkningsmetoder hade det funnits brist på tolkningsdata och brist på mer konkretiserade tolkningar.

KAPITEL V - Sammanfattande analysdel med slutsatser samt avslutande kommentarer

5.1 Inledande slutsatser

Inledningsvis behandlades EU-rättens tolkningsmetoder, översiktligt kan det beskrivas som att EUD använder sig av en relativt fri och ändamålsorienterad tolkningsteknik. Det finns dock olika typer av tolkningsmetoder, bland annat en så kallad teleologisk tolkningsmetod. Den teleologiska tolkningsmetoden är inte enbart en snäv metod som enbart tar sikte på det specifika syftet med en viss bestämmelse utan kräver även en viss systematisk förståelse och en rättslig kontext. Metoden används främst när det råder oklarheter, vilket inte är ovanligt eftersom unionsrätten i stor utsträckning kan beskrivas som vag eller oklar.²⁸⁶ Med det i åtanke, kan den teleologiska tolkningsmetoden som EU-domstolen använder sig av att beskrivas som oförutsägbar till viss mån. Det har sålunda förekommit svårigheter med att klargöra hur bestämmelserna i MAR ska förstås genom användandet av en ”EU-rättslig metod” (EU-rättsliga tolkningsmetoder) och EU-rättsliga källor. Sålunda har ett bredare angreppssätt varit nödvändigt i syfte att behandla de olika frågeställningarna och utreda hur vissa centrala rekvisit i bestämmelsen artikel 7 MAR ska förstås, exempelvis har det resulterat i användandet av material som inte tillhör EU:s rättskällor. Även om syftet med denna uppsats inte är att behandla och undersöka de potentiella brister med EUD:s tolkningsmetoder, är det ett resultat av intresse och en slutsats som jag drar mot bakgrund av de slutsatser och analyser som har gjorts i denna uppsats. Detta är av vikt att ha i åtanke vid utläsande och analys av de specifika bestämmelserna i marknadsmissbruksförordningens och bestämmelsernas respektive syften samt vid behandlandet av rekvisiten.

För att kunna tolka bestämmelser från EU-rätten krävs vanligen en tolkning mot bakgrund av dess syfte, teleologisk tolkning, följaktligen är det viktigt att ifrågasätta vilka syften som är centrala för bestämmelsen artikel 7 MAR. Vid undersökningen av vilka bakomliggande överväganden och syften som ligger till grund för regleringen av informationsgivning på marknaden har framförallt de skäl som framgår av MAR samt tidigare gällande direktiv, doktrin på området samt ekonomiska teorier och överväganden lyfts fram. Sammantaget kan konstateras att ett viktigt bakomliggande syfte är att för ekonomiskt välstånd och tillväxt krävs väl fungerande värdepappersmarknader.²⁸⁷ Det kan även konstateras att centrala syften med MAR är bland annat att upprätthålla allmänhetens förtroende, bevara marknadens integritet samt inte minst upprätta en verklig inre marknad för finansiella instrument och motverka snedvriden konkurrens mellan medlemsstater.²⁸⁸ Sammanfattningsvis kan konstateras, att det finns tydliga kopplingar till ekonomiska teorier vid regleringen av informationsgivning och det är därför av intresse att redogöra för. Marknader för finansiella instrument har flera centrala uppgifter bland annat att vara en källa till kapital för företag och underlätta för korrekta investeringsbeslut genom att priser etableras som bärare av information.²⁸⁹ Det är viktigt att reglera emittenters

²⁸⁶ Se Hettne och Otken Eriksson, *EU- rättslig metod Teori och genomslag*, s. 168.

²⁸⁷ Se avsnitt 2.2.2; Se även direktiv 2003/6/EG, skäl 2.

²⁸⁸ Jfr MAR skäl, 1, 2, 4, 5; Se även avsnitt 2.2.2.

²⁸⁹ Se Prop. 2004/05:142, s. 40.

informationsgivning för en likvid och effektiv värdepappersmarknad, regleringen skapar förutsättningar för en effektiv prisbildning vilket i sig är sammankopplat med tillgången av information.²⁹⁰ Enligt Akerlofs "*The theory of lemons*"²⁹¹ kommer inte en marknad fungera optimalt eller möjligen inte alls om det förekommer stora informationsasymmetrier på marknaden. Köparna kommer tro att de inte är tillräckligt informerade, vilket får påverkan på deras investeringar. Investerares kommer i sina värderingar medräkna det faktum att bolaget inte offentliggjort relevant information, vilket även leder till att de bolag som har offentliggjort all relevant information riskerar värderas under sitt reella värde, vilket kan få konsekvensen att sådana bolag söker sig utanför värdepappersmarknaden för att anskaffa kapital. Marknaden riskerar att inte fungera optimalt och det föreligger risk för att enbart *lemons* återfinns på marknaden, vilket kan få långtgående konsekvenser för marknads existens.²⁹²

Sammanfattningsvis kan följande syften med artikel 7 MAR anföras, ett viktigt syfte med artikel 7 MAR är att en detaljerad definition ges av bestämmelsen, framförallt av dess två centrala element, för att uppnå ökad klarhet för marknadsaktörerna och på så vis ökad rättssäkerhet. Ett annat centralt syfte med bestämmelsen är dels att definiera begreppet insiderinformation och därigenom ges mångskiftande betydelser beroende på det olikartade användandet i andra bestämmelser i förordningen. Definieringen av begreppet kan beskrivas som både ett avgränsande av vad som inte ska ingå i begreppet likaväl som ett inringande av sådant som begreppet ska innefatta, vilket således är att se som en första gränsdragning och som får betydelse för de andra bestämmelserna beträffande vad som exempelvis ska offentliggöras likaväl i vad som avses med förbudet mot insiderhandel.

Begreppet insiderinformation är kopplat till kraven på informationsgivning, i ljuset av dessa krav kan ett tredje syfte skönjas. Med beaktande av det så kallade "lemons" fenomenet samt de negativa konsekvenser det kan få för en marknads funktion samt existens, finns det skäl att tro att regleringen syftar till att motverka förekomsten av marknader med stora informationsasymmetriska förhållanden. Det tredje syftet kan således beskrivas som att insiderinformationsbegreppet bör syfta till att inrymma nödvändigt mycket information för att undvika sådana negativa konsekvenser. Tillräckligt mycket information för att på sikt motverka en suboptimalt fungerande marknad, en marknad med stora informationsasymmetrier vilket leder till att bolag som väljer att offentliggöra kurspåverkande information värderas under sitt reella värde och investerares kommer medräkna det sagda i sina bedömningar då de saknar vetskap om vilka bolag som inte har offentliggjort kurspåverkande information. I förlängningen riskerar det att leda till att enbart "lemons" kommer finnas kvar, långtgående konsekvenser för marknads existens förutspås vara följden.

²⁹⁰ Se avsnitt 2.1.2

²⁹¹ Se Akerlof, *The Market for "lemons"*, s. 489ff.

²⁹² "*The theory of lemons*" är i viss mån förenligt med skälen till MAD, där det framgår att selektiv informationsgivning skadar förtroendet beträffande finansmarknadens integritet, enligt teorin verkar investerarnas förtroende till marknaden skadas eller i vart fall kommer aktörernas investeringsbeslut påverkas genom medräknande av det faktum att vissa bolag är selektiva med sin informationsgivning.

5.2 Begreppet insiderinformation

Det kan konstateras att definitionen av begreppet insiderinformation styr och är direkt sammanlänkat med flertalet bestämmelser i förordningen och kan sålunda ses som ett centralt begrepp i MAR. Begreppet insiderinformation kan beskrivas bestå av fyra element, varav två definieras ytterligare, nämligen *specifik natur* samt *väsentlig inverkan på priset*. Det är även dessa två element som har behandlats och analyserats vilket tillgodogör syftet med uppsatsen.

5.2.1 Specifik natur

Detta avsnitt är skrivet i syfte att behandla uppsatsens analyser och slutsats samt syftar till att besvara frågeställningen *ii*, vilken lyder, *hur ska rekvisitet "specifik natur" i artikel 7.1 MAR förstås?* Begreppet *specifik natur* är en del av de fyra element som kan beskrivas ingå i begreppet insiderinformation, varpå begreppet insiderinformation definieras i artikel 7.1 MAR och begreppet *specifik natur* ges en närmare definition i artikel 7.2 MAR. Därtill kan begreppet specifik natur ses som indelat i två kumulativa kriterier. Respektive kriterium har behandlats i två olika mål från EUD, *Geltl* respektive *Lafonta*. I *Geltl* konstaterade EUD vad uttrycken *rimligtvis kan komma att* eller *rimligtvis kan förväntas* innebär. EUD konstaterade att det inte innebär att det krävs en hög sannolikhetsgrad för händelsen eller omständigheterna att uppkomma, det skulle innebära en väldigt restriktiv tolkning som riskerar undergräva vissa angivna mål. Det ska dock inte heller vara osannolikt att händelsen eller omständigheterna kommer inträffa eller föreligga, i så fall rör det sig inte om information av specifik natur. Istället konstaterade EUD att rimligen kan förväntas eller rimligtvis kan komma att innebär efter en helhetsbedömning mot bakgrund av alla tillgängliga faktorer, att det "finns faktiska utsikter för att de framtida omständigheterna och händelserna kommer att uppkomma".²⁹³ Flertalet inom doktrin på området verkar vara av uppfattningen att rimligförväntanhetstestet därmed innebär att det ska föreligga mer än 50 procents sannolikhet.²⁹⁴ Det finns dock anledning att kritisera en sådan ståndpunkt, eftersom det möjligen är en långtgående tolkning av vad *faktiska utsikter* innebär. Hansen, är av olikartad uppfattning och föreslår istället ett slags erfarenhetstest, som baseras på erfarenheter vilka appliceras på framtida händelser.²⁹⁵ Enligt min mening följer det på ett bättre vis EUD:s uttalanden i avgörandet *Geltl*. Även om flertalet i doktrin verkar stödja den förstnämnda uppfattningen, visar även en tolkning i det utländska avgörandet *Hannam*, en olikartad uppfattning vid tolkande av "faktiska utsikter". I detta avgörande uttolkades faktiska utsikter som relativt ett lågt ställt krav, med faktiska utsikter menas att det inte ska vara fantasifullt att händelsen eller omständigheten ska uppkomma. Det behöver sålunda inte vara mer troligt än inte, att omständigheter ska komma att föreligga eller händelser att inträffa för att det ska anses finnas faktiska utsikter. Denna tolkning visar på ett lägre ställt krav på sannolikhet (än mer troligt än inte eller mer än 50 procents sannolikhet). Även om denna tolkning inte rättsligt inverkar på EUD:s framtida bedömningar kan det ändå finnas anledning för emittenter, vid sina bedömningar, att ta hänsyn till den potentiella osäkerhet som råder med

²⁹³ Mål C-19/11, *Geltl* mot Daimler, p. 49.

²⁹⁴ Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 192 som kan beskrivas som standardverket på området, med hänvisning "bland flera" som stödjer denna uppfattning, att det krävs en sannolikhet med mer än 50 procent, är bland annat Krause och Brellachs, *Insider trading and the Disclosure of Inside Information*, s. 288; Di Noia och Gargantini, *Issuers at midstream*, s. 495; Se även avsnitt 3.2.3.3.

²⁹⁵ Se Hansen, *Where Do We Stand With MAR*, s. 384-385; Se Hansen, *Issuers' duty*, s. 27-28.

tanke på de olikartade tolkningarna av EUD:s praxis. Rimligen är Hansens erfarenhetstest ett bättre alternativ som förefaller vara mer närliggande uttalandena i *Geltl* i jämförelse med en tolkning innebärande att det krävs en sannolikhetsgrad med mer än 50 procent.

Det andra kriteriet, som ibland benämns för specificitetstestet, används för att beskriva ”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 (...)”²⁹⁶. Information måste således förutom att nå upp till det andra kumulativa kriteriet även vara tillräckligt specifik för att därigenom nå upp till kravet på specifik natur. Det krävs sålunda att informationen är tillräckligt specificerad eller tillräckligt konkretiserad för att kunna dra slutsatser om dess effekt på priset, vilket följer av en bokstavstrogen tolkning av bestämmelsen men i *Lafonta* klargör EUD att det inte krävs att det ska vara möjligt att i förväg avgöra i vilken riktning priset kommer påverkas.

Generaladvokaten framhåller i sitt förslag till avgörande beträffande *Lafonta*, att information av allmän eller obestämd karaktär inte innefattas, information som på grund av brist på specifik karaktär inte gör det möjligt att dra slutsatser om dess sannolika effekt eller inverkan på priset (avseende det berörda finansiella instrumentet). Om ”svårbedömd” information skulle uteslutas från definitionen skulle det öppna upp för selektiv informationsgivning. En sådan tolkning är i linje med en närliggande texttrogen tolkning av bestämmelsen och EUD verkar följa generaladvokatens argumentation i dessa delar.²⁹⁷ Därför torde det inte vara omöjligt att det sagda är en rimlig tolkning som bör tillerkännas ett något högre rättskällevärde än vägledande. Mot bakgrund av syftet med bestämmelsen artikel 7 MAR, kan det poängteras att en teleologisk tolkning borde ge stöd för att kravet på specificitet inte ska tolkas för restriktivt. Eftersom det skulle kunna leda till selektiv informationsgivning och i längden en marknad med stora informationsasymmetrier. Sålunda bör enbart allmän eller obestämd information som inte uppnår kravet på tillräcklig specificitet bortses ifrån. Däremot vore det som nämnt potentiellt i strid med syftet med bestämmelsen att göra en restriktiv tolkning av specificitets-testet.

5.2.2 Väsentlig inverkan på priset

Denna del avser att behandla fråga *ii*, frågan är ställd på följande vis: *Hur ska rekvisitet ”väsentlig inverkan på priset” i artikel 7.1 MAR förstås?* Rekvisitet ”väsentlig inverkan på priset” beskrivs i andra ordalag för priskänslighetsrekvisitet, en definition ges i artikel 7.4 MAR. Det sagda kan anses följa av en texttrogen tolkning av bestämmelsen artikel 7 MAR. Därtill förtydligas det sagda av avgörandet *Spector* varav det framgår att ”*information som skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument innebära information som en förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut*”²⁹⁸. Av riktlinjer från CESR framgår att förnuftig investerartestet är att se som ett hjälpmedel för priskänslighetsrekvisitet. EUD som uttolkare av unionsrätten har dock inte tydliggjort om det sagda betyder en tolkning innebärande att förnuftig investerartestet är att se som ett slags substitut för rekvisitet det är tänkt att definiera. Utifrån analysen av utländska avgöranden skulle det sagda potentiellt besvaras

²⁹⁶ Artikel 7.2 MAR.

²⁹⁷ Jfr Mål C-628/13, *Lafonta*; Se även avsnitt 3.3.1.3.

²⁹⁸ Mål c-45/08, *Spector Photo*, p. 51.

nekande, trots att förnuftig investerartestet är det centrala för bedömningen och priskänslighetsrekvisitet inte ska bedömas som ett tillägg till eller som ett led i testet, med hänsyn tagen till utländsk praxis.²⁹⁹ En förnuftig investerare tar dock enbart hänsyn till information som är priskänslig och rimligen kan förväntas ha en inverkan på priset, enligt avgörandet *Hannam*. Möjligtvis är det således, utifrån en samlad analys av olikartade avgöranden, att vid en bedömning ses förnuftig investerartestet i ljuset av priskänslighetsrekvisitet vilket får stöd av uppfattningen att en förnuftig investerare enbart tar hänsyn till priskänslig information. På sådant vis är priskänslighetsrekvisitet och förnuftig investerartestet nära anknutna. Utifrån en utveckling av resonemanget i avgörandet *Hannam* kan det därtill konstateras att rimligen kan inte priskänslighetsrekvisitet anses vara uppfyllt om inte förnuftig investerartestet är uppfyllt och tvärtom.

Som ett led i att tydliggöra hur väsentlig inverkan på priset ska förstås är det även av intresse att ifrågasätta vad uttrycket ”förnuftig investerare” innefattar. Den slutsats som kan dras är att uttrycket möjligen är en förenklad bild av en mer komplex verklighet som kan beskrivas som en nödvändighet. En förnuftig investerare är enligt riktlinjer från CESR en person som tänker rationellt och som tar rationella beslut.³⁰⁰ Ifråga om vad som bedömningen ska ta hänsyn till klargörs det av skälen till MAR att en förnuftig investerare stödjer sina beslut avseende investeringar på förhandsinformation.³⁰¹ Bedömningen tar hänsyn till vissa faktorer som exempelvis informationens tillförlitlighet samt alla andra marknadsvariabler som potentiellt kan påverka de finansiella instrumenten. Av riktlinjer framgår ytterligare vägledande faktorer samt indikationer.

Avseende det så kallade sannolikhets/storleks-doktrinen är det tämligen svårt att på ett närmare vis tolka EUD:s uttalanden beträffande doktrinen, om det ska anses som att frågan om dess tillämplighet enbart besvarades nekande i förhållande till det förstnämnda elementet eller inte och huruvida doktrinen ska anses gälla i förhållande till det fjärde elementet. Det kan även tilläggas att i doktrin på området finns det olikartade uppfattningar gällande kopplingar mellan det fjärde elementet samt sannolikhets/storleks-doktrinen och doktrinens tillämplighet skulle potentiellt få effektfulla konsekvenser. Det förefaller finnas olika uppfattningar i doktrin beträffande denna fråga och det är snarare upp till regelmakaren eller EUD att göra förtydliganden, rättsläget är sålunda väldigt oklart i denna tolkningsfråga. Ändock finns det skäl att tro, vilket även framförs i doktrin, att en tolkning som stödjer tillämpligheten av doktrinen möjligen är för långtgående.³⁰²

Sammantaget kan det konstateras att vid undersökning av elementet ”väsentlig inverkan på priset” med behandlande av enbart unionsrättsligt bindande material kvarstår vissa oklarheter, möjligen kan det vara ett resultat av att EUD ännu inte på ett mer utförligt vis i ett avgörande behandlat det ifrågavarande elementet. Emellertid kan det möjligen anses vara behövligt med vissa klargöranden inom EU-rätten för att uppnå mer konkret och tydlig reglering. De förtydligande analyser i denna uppsats som behandlat elementet ”väsentlig inverkan på priset” och har resulterat i mer belysande eller konkreta slutsatser har istället varit ett resultat baserat på material bestående av icke unionsrättsligt material. Utländska

²⁹⁹ Jfr Rt. 2012 s. 629, p. 30-31.

³⁰⁰ CESR/02-089d, p. 27 (se fotnot.)

³⁰¹ MAR skäl 14.

³⁰² Se avsnitt 4.1.6.

avgöranden har på så vis fungerat som central tolkningsdata. Likartade slutsatser hade varit svårartade att nå genom en texttrogen tolkning av bestämmelserna eller en teleologisk tolkning av MAR, enligt min mening. Det sagda bör även ses i ljuset av den stora påverkan MAR har på emittenter inom EU.

5.3 Avslutande anmärkning

Till viss del kan de specifika bestämmelserna som är av intresse för denna uppsats anses vara vaga och i vissa delar oklara, vilket i vissa fall ökar svårigheten att utreda *de lege lata*. En konklusion är således att det är relativt hög abstraktionsnivå i vissa delar, dock finns det vissa råd samt riktlinjer från ESMA/CESR som möjligen innehåller mer konkretiserande material men det ska då poängteras att dessa inte är bindande. Inte heller tolkningar i doktrin är att se som bindande. Däremot finns det viss relevant praxis från EUD, som kan beskrivas som en uttolkare av unionsrätten, emellertid har avgöranden inom detta ämnesområde flertalet gånger givit upphov till olika tolkningar i doktrin. Dessutom har uppsatsen behandlat utländska avgöranden, vilka inte är att se som unionsrättsliga källor utan som analysverktyg, ändock kan dessa anses ha givit mer tolkningsdata samt på ett mer ingående vis och mer konkretiserat behandlat olika oklarheter. Dessvärre har en närmare undersökning av detta ämnesområde inte enbart besvarat och förtydligat vissa oklarheter utan möjligen även givit upphov till fler frågor, vilka med hänsyn till utrymmet för denna uppsats inte kan besvaras. Potentiellt leder dessa oklarheter till, inom ramen för förståelsen av insiderinformationsbegreppet, ökade svårigheter gällande regelefterlevnad vilket kan orsaka att ett ökat antal sanktioner utdelas samt att större resurser läggs ner på regelefterlevnad hos emittenter. Ifråga om informationsgivning kan det få effekten att fler uppskjutningar av offentliggöranden sker. Det kan konstateras att reglering bör vara välavvägd för att fungera väl, en balansgång mellan att å ena sidan motverka för stora informationsasymmetrier på marknaden samtidigt som alltför ingripande eller otydliga krav möjligen också kan vara skadligt utifrån andra aspekter. Samtidigt är en effektiv prisbildning på värdepappersmarknaden knuten till tillgången på information och det uttrycks vara av stor betydelse för att kunna upprätthålla en likvid och effektiv värdepappersmarknad att reglera emittenters informationsgivning. Likaväl är det viktigt att investerarskyddet och förtroendet för värdepappersmarknaden upprätthålls för en välfungerande värdepappersmarknad, avsaknad av reglering skulle potentiellt leda till det motsatta.

Av MAR framgår att *”Rättsäkerheten bör förbättras för marknadsdeltagarna genom en mer detaljerad definition av två av de aspekter som är väsentliga för definitionen av insiderinformationen och betydelsen av dess potentiella effekter på priserna på de finansiella instrumenten (...)*”³⁰³. Utifrån behandlandet av dessa element i denna uppsats samt efterföljande analyser och slutsatser kan det ifrågasättas om denna målsättning har uppnåtts.

³⁰³ MAR, skäl 18.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Propositioner

Prop. 2004/05:142 Marknadsmisbruk

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

Statens offentliga utredningar

SOU 2006:50

Offentligt tryck från EU

Grundfördrag

Fördraget om Europeiska Unionens funktionssätt (2007) EUF-fördraget, FEUF.

Förordningar

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, Eur-Lex 32016R1055.

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 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, Eur-Lex 32014R0596.

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1095/2010 av den 24 november 2010 om inrättande av en europeisk tillsynsmyndighet (Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten), om ändring av beslut nr 716/2009/EG och om upphävande av kommissionens beslut 2009/77/EG, Eur-Lex 32010R1095.

Direktiv

Europaparlamentets och Rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk), EUR-Lex 32003L0006.

Kommissionens direktiv 2003/124/EG av den 22 december om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller definition och offentliggörande av insiderinformation och definition av otillbörlig marknadspåverkan, EUR-Lex 2003L0124.

Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/57/EU av den 16 april 2014 straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk (marknadsmissbruksdirektiv), EUR-lex 32014L0057.

Övrigt

Förslag till avgörande av generaladvokat Melchior Wathelet, föredraget den 18 december 2014, Mål C-628/13, Jean-Bernard Lafonta mot Autorité des marchés financiers (AMF), ECLI:EU:C:2014:2472, Eur Lex: 62013CC0628.

Rättspraxis

Mål C-19/11, Markus Gelrtl mot Daimler AG, EU:C:2012:397, [cit. Gelrtl mot Daimler].

Mål C-628/13, Lafonta mot Autorité des marchés financiers, EU:C:2015:162., [cit. Lafonta].

Mål c-45/08, Spector Photo Group NV och Chris Raemdonck mot Commissie voor het Bank-Financie- en Assurantiewezen (CBFA), ECLI:EU:C:2009:806, [cit. Spector].

Mål 238/81, Srl CILFIT och Lanificio di Gavardo SpA mot Ministero della sanità, svensk specialutgåva, ECLI:EU:C:1982:335, [cit. Cilfit].

Material från CESR

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

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

Offentligt tryck övrigt

Utländsk rättspraxis

Ian Charles Hannam v. Financial Conduct Authority [2014] UKUT 0233 (TCC), Upper Tribunal, 27 maj 2014, Appeal number FS/2012/0013, [cit. Hannam].

David Massey v. Financial Services Authority [2011] UKUT 49 (TCC), Upper Tribunal, Upper Tribunal reference FIN/2009/0024, [cit. Massey].

Norges Høyesteretts dom den 23 april 2012 i mål nr 2011/2045, Rt. 2012 s. 629, [cit. Rt. 2012 s. 629].

Litteratur

Akerlof, George A, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and The Market Mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, 1970, s. 488-500, [cit. Akerlof, *The Market for "Lemons"*].

Di Noia, Carmine & Gargantini, Matteo, *Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime*, *European Company and Financial Law Review*, Vol.9(4), 2012, s.484-529 [cit. Di Noia och Gargantini, *Issuers at midstream*].

Foster, Nigel, *EU Law Directions*, 4 uppl. Oxford University Press, Oxford, 2014, [cit. Foster, *EU Law*].

Hansen, Jesper L, *Market Abuse Case Law - Where Do We Stand With MAR?*, *European Company and Financial Law Review*, vol.14(2), 2017, s. 367-390 [cit. Hansen, *Where Do We Stand With MAR*].

Hansen, Jesper L, *Issuers' duty to disclose inside information*, *ERA Forum*, vol.18(1) 2017, s. 21-39 [cit. Hansen, *Issuers' duty*].

Hansen, Jesper L, *Say When: When must an issuer disclose insider information?*, *Nordic & European Company Law Working Paper*, nr. 16-03, University of Copenhagen Faculty of Law Research Paper Series, nr. 2016-28, 2016 [cit. Hansen, *Say When*].

Hansen, Jesper L, *The Hammer and the Saw – A Short Critique of the Recent Compromise Proposal for a Market Abuse Regulation*, *Law Research Paper Series*, nr. 10-35, 2012 [cit. Hansen, *The Hammer and the Saw*].

Hellgardt, Alexander, *The notion of inside information in the Market Abuse Directive: Geltl*, *Common Market Law Review*, 50, 2013, s. 861-874. [cit. Hellgardt, *The notion of inside information*].

Hettne, Jörgen & Otken Eriksson, Ida, (red.), *EU- rättslig metod Teori och genomslag i svensk rättstillämpning*. 2 uppl. Nordstedts Juridik, Stockholm, 2011 [cit. Hettne och Otken Eriksson, *EU-rättslig metod Teori och genomslag*].

Härkönen, Elif, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning, – särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper*, *Jure*, Stockholm, 2013, [cit. Härkönen, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning*].

Hörngren, Lars och Sjöberg, Gustaf, *Statlig reglering av handel med aktier*, Gunnar Nord och Per Thorell (red), Regelfrågor på en förändrad kapitalmarknad, Corporate Governance Forum, 2009, s 75-104, [cit. Hörngren och Sjöberg, Statlig reglering av handel med aktier].

Kleineman, Jan, Rättsdogmatisk metod, Korling, Fredrik & Zamboni, Mauro (red.), *Juridisk Metodlära*, Studentlitteratur, Lund, 2013, s. 21-45, [cit. Kleineman, Rättsdogmatisk metod].

Krause, Hartmut & Brellochs, Michael, *Insider trading and the disclosure of inside information after Geltl v Daimler — A comparative analysis of the ECJ decision in the Geltl v Daimler case with a view to the future European Market Abuse Regulation*, Capital Markets Law Journal, vol. 8, nr. 3, 2013, s. 283-299, [cit. Krause och Brellochs, Insider trading and the disclosure of inside information].

Kishtainy, Niall & Lewenhaupt, Ann (red.), *Stora boken om ekonomi*, Stockholm: Lind & Co. 2014, [cit. Stora boken om ekonomi].

Maduro, Miguel Poyares, *Interpreting European Law: Judicial Adjudication in a Context of Constitutional Pluralism*, Working Paper IE Law School, WPLS08-02, 2008-02-05, [cit. Maduro, *Interpreting European Law*].

MacLeod Heminway, Joan, *Female Investors and Securities Fraud: Is the Reasonable Investor a Woman*, William and Mary Journal of Women and the Law, vol. 15, nr 2, 2009, s. 291-336. [citerad: MacLeod Heminway, *Is the Reasonable Investor a Woman*].

Möllers, Thomas MJ, *European Legal Theory and Legislation in Capital Market Law: Complete harmonization, blanket clauses and soft law as means for creating standards in the context of the Lamfalussy Process*, Journal of Interdisciplinary Economics, vol. 22, 2010, s.133-164 [cit. Möllers, *European Legal Theory and Legislation in Capital Market Law*].

Reichel, Jane, EU-rättslig metod, Korling, Fredrik & Zamboni, Mauro (red.), *Juridisk Metodlära*, Studentlitteratur, Lund, 2013, s. 109-140, [cit. Reichel, EU-rättslig metod].

Sandgren, Claes, *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare: Ämne, material, metod och argumentation*, 3 uppl. Nordstedts Juridik, Stockholm, 2015 [cit. Sandgren, *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare*].

Schmauch, Magnus, *EU:s marknadsmissbruksförordning m.m. En kommentar*, Nordstedts Juridik, Stockholm, 2018. (s. 80-93.) [cit. Schmauch, *EU:s marknadsmissbruksförordning*].

Ventoruzzo, Marco & Mock, Sebastian, (red.), *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide*, Oxford University Press, Oxford, 2017 [cit. Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*].

Örtengren, Torsten, Noterade bolags informationsplikt, Sevenius, Robert & Örtengren, Torsten (red.). *Börsrätt*. 4 uppl. Studentlitteratur, Lund, 2017, s. 189-207,[cit. Örtengren, Noterade bolags informationsplikt].

Övriga källor

Europeiska kommissionen, ”Regulatory process in financial services”, (u.å) tillgänglig: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-their-progress/regulatory-process-financial-services/regulatory-process-financial-services_en#level-2-measures, (hämtad 2019-03-10).

Svenska akademiens ordböcker, ”Omständighet” tillgänglig: <https://svenska.se/tre/?sok=omst%C4ndighet&pz=1>, (hämtad 2019-03-20).

Svenska akademiens ordböcker, ”Händelse”, tillgänglig: <https://svenska.se/tre/?sok=h%C4ndelse&pz=1>, (hämtad 2019-03-20).

EUR-Lex, ”Sammanfattning av EU-lagstiftningen”, (13.12.2017) tillgänglig: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/?uri=LEGISSUM%3A114534>, (hämtad: 2019-06-03).