Juridiska institutionen
Juristprogrammet, HT 2020
Examensarbetet, 30 hp

GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Så snart som möjligt

Tidpunkten för offentliggörande av insiderinformation och särskilt om handelsfrekvensens påverkan

Författare: Lisa Flink
Handledare: Erik Lidman
Examinator: Rolf Skog

Innehåll

Abstract 7

Förkortningar 9

KAPITEL I – Inledande avsnitt 11

1.1 Bakgrund 11

1.1.1 Marknadsmissbruksförordningen 11

1.1.2 Insiderinformation 12

1.1.3 Handel med noterade aktier i Sverige 12

1.1.4 Varför det är relevant att diskutera ett alternativ till daglig handel 13

1.1.5 Handelsfrekvensens påverkan på bedömningen av ”så snart som möjligt” 14

1.2 Syfte 15

1.3 Frågeställning 15

1.4 Avgränsning 15

1.5 Metod 16

1.6 Material 17

1.7 Disposition 18

KAPITEL II – Informationsgivningskravet i MAR 20

2.1 Artikel 17(1) MAR - informationsgivningskravet 20

2.1.1 En språklig bedömning av rekvisitet 20

2.1.1.1 ”Så snart som möjligt” 20

2.1.1.2 ”Omedelbart” och ”utan dröjsmål” 21

2.1.1.3 Kommentar 22

2.1.2 Syften med artikel 17 (1) 22

2.1.2.1 Motverkande av insiderhandel 23

2.1.2.2 Investerarskydd genom ökad transparens 25

2.1.2.3 Informationsgivningskravets historia och sammanhang 25

2.1.2.4 Kommentar 27

2.2 Artikel 17 (4) – Uppskjutet offentliggörande 29

2.2.1. Skada på legitima intressen 29

2.2.2 Vilseledande av allmänheten 30

2.2.3 Säkerställande av att informationen förblir konfidentiell 31

2.3 Sambandet mellan artikel 17 (1) och artikel 17 (4) 31

KAPITEL III – Syften och utgångspunkter för värdepappersmarknadsrättslig reglering 33

3.1 En generell överblick över värdepappersmarknadsrättslig reglering 33

3.1.1 Varför värdepappersmarknadsrättslig reglering är viktig 33

3.1.2 Den finansiella marknadens roll och uppgifter ... *34*

3.1.3 Vikten av en välfungerande andrahandsmarknad ... *34*

3.1.4 Tillgång till information som en faktor på marknaden ... *35*
3.1.4.1 Införande av finansiell reglering som hantering av marknadsmisslyckanden ... 37

3.1.5 Samhällsintressen som grund för införande av reglering ... *37*

KAPITEL IV – Syften och motiv med MAR ... **39**

4.1 Bakgrund till införandet av MAR ... **39**

4.1.1 Tidigare EU-rättslig reglering ... *39*
4.1.1.1 Marknadsmissbruksdirektivet (MAD) ... 40

4.1.2 Tidigare svensk marknadspraxis på området ... *43*
4.1.2.1 Tidigare beslut från Nasdaqs disciplinnämnd ... 44
4.1.2.2 Tidigare beslut från NGMs disciplinnämnd ... 45

4.1.3 Förhandlingarna inför införandet av MAR ... *45*

4.1.4 Osäkerheter kring tillämpningen av MAR ... *46*

4.2 Bakomliggande motiv och syften med MAR ... **47**

4.2.1 En effektiv marknad ... *48*

4.2.2 Samhällsnytta ... *48*

4.2.3 Enhetlig reglering ... *49*

4.2.4 Hänsyn till mindre bolag ... *50*

4.3 Artikel 17 (1) i ljuset av MARs övergripande motiv och syften ... **50**

4.4 Skälen till MAR ... **51**

4.5 Lamfalussymodellen ... **53**

4.6 Konsekvenser av MAR ... **55**

KAPITEL V – Uttalanden från relevanta aktörer ... **57**

5.1 Uttalanden från EU ... **57**

5.2 Domstolspraxis ... **57**

5.2.1 EU-domstolens praxis ... *57*

5.2.2 Nationell domstolspraxis ... *58*

5.3 Uttalanden och vägledning från relevanta myndigheter ... **58**

5.3.1 ESMA ... *58*
5.3.1.1 Q&A ... 58

5.3.2 Finansinspektionen ... *59*
5.3.2.1 Q&A ... 59
5.3.2.2 Finansinspektionens beslut FI Dnr 18-6639 (Hoylu AB) ... 60

5.3.3 Tillsynsmyndigheter i andra medlemsstater ... *61*
5.3.3.1 Tyskland – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ... 61
5.3.3.2 Storbritannien – Financial Conduct Authority (FCA) ... 62

5.3.4 Jämförelse av medlemsstaterna ... *62*

5.4 Uttalanden och vägledning från marknadsplatser 63

5.4.1 Nasdaq 63

5.4.1.1 Vägledning kring Nasdaqs regelverk 63

5.4.1.2 Q&A 64

5.4.2 NGM 66

5.4.3 Spotlight Stock Market 67

5.4.3.1 Vägledning kring Spotlight Stock Markets regelverk 67

5.4.3.2 Spotlights svarsbrev till ESMA 67

5.5 Beslut från disciplinnämnder 68

5.5.1 Nasdaqs disciplinnämnd 69

5.5.1.1 2017:02 Hexagon 69

5.5.1.2 2018:07 Oscar Properties 70

5.5.1.3 2018:09 Invuo Technologies 70

5.5.1.4 2019:06 C-RAD 70

5.5.2 NGMs disciplinnämnd 71

5.5.3. Spotlights disciplinnämnd 71

5.5.4 Kommentar 72

KAPITEL VI – Slutsats 73

6.1 Bör handelsfrekvensen i en noterad aktie tillåtas påverka bedömningen av rekvisitet *så snart som möjligt* i art. 17 MAR? 73

BILAGA – Skriftlig intervju med Philip Scholtzé (Pepins) 77

KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING 79

Abstract

Article 17 (1) of the Market Abuse Regulation (MAR) states that an issuer shall inform the public *as soon as possible* of inside information which directly concerns that issuer. The possibility to delay the disclosure to the public of inside information, as stated in article 17 (4) of the Market Abuse Regulation, is an exception from this. There is no clear guidance from the EU as to what "as soon as possible" means. The general consensus is that it requires the disclosure of inside information to be done quickly. However, how quickly it should be done is still unclear. All organized trade of publicly traded stocks in Sweden is identical when it comes to the frequency of how often the stocks can be traded. The marketplaces all have the same opening hours. However, interest has been shown in possibly organizing trade of publicly traded stocks with a lower frequency, i.e., not daily.

In this thesis I discuss the requirement to disclose inside information *as soon as possible* and, more specifically, whether the frequency with which a company's publicly traded stocks is traded should affect the assessment of whether a disclosure of inside information has been done *as soon as possible*. I come to the conclusion that this should not be the case, based on numerous factors.

Förkortningar

ESMA European Securities and Markets Authority

ESME European Securities Markets Expert group

EU Europeiska unionen

EUD Europeiska unionens domstol

FI Finansinspektionen

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

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

MTF Multilateral handelsplattform

OTF Organiserad handelsplattform

SME Small and Medium Enterprises

KAPITEL I – Inledande avsnitt

1.1 Bakgrund

1.1.1 Marknadsmissbruksförordningen

MAR trädde i kraft 2014 och har i dagsläget varit gällande i EU:s medlemsstater i sex år. Införandet av MAR innebar också att det tidigare gällande MAD upphävdes. MAR är i egenskap av EU-förordning direkt tillämplig i alla medlemsstater och kan åberopas direkt i nationell domstol. Regleringen varken får eller skall implementeras i svensk reglering utan skall äga tillämpning direkt som den är.[1] Den är också bindande i sin helhet, vilket betyder att hela regleringen skall tillämpas på ett identiskt sätt i hela EU.[2] Trots detta har MAR inneburit att vissa svenska lagar ändrats för att dessa inte skall stå i strid med MAR eller innehålla sådant som numer regleras genom MAR.[3]

MAR reglerar marknadsmissbruk och frågor om insiderhandel. Dessutom fastställer förordningen ett flertal åtgärder med syfte att säkerställa finansmarknadernas integritet i unionen och förbättra investerarskyddet.[4] MAR är tillämplig på finansiella instrument vilket avser aktier, andra överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, fondandelar, finansiella derivatinstrument och utsläppsrätter. För att MAR skall äga tillämplighet skall de finansiella instrumenten vara upptagna till handel på en reglerad marknad eller på en MTF. MAR är även tillämplig om instrumenten ännu inte är upptagna till handel men en ansökan om att så skall ske har lämnats in, eller om instrumenten handlas på en OTF.[5]

I artikel 17 (1) MAR regleras offentliggörande av insiderinformation och där sägs att sådan information skall offentliggöras *så snart som möjligt*. Det är centralt för denna uppsats.

[1] FEUF artikel 288. Se även Prop. 2016/17:22 s. 59 och Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 3.
[2] Ventoruzzo & Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 3-4.
[3] Prop. 2016/17:22 s. 88.
[4] MAR, artikel 1.
[5] MAR, artikel 2.

1.1.2 Insiderinformation

Begreppet *insiderinformation* är centralt i MAR och hur det definieras är därför viktigt för att förstå även övriga bestämmelser i förordningen såsom informationsgivningskravet i artikel 17 (1).[6]

Insiderinformation definieras i artikel 7 (1) a) MAR på följande sätt:

> ”Information av specifik natur som inte har offentliggjorts, som direkt eller indirekt rör en eller flera emittenter eller ett eller flera finansiella instrument och som, om den offentliggjordes, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade finansiella derivatinstrument.”[7]

Det sägs också att även ett mellanliggande steg i en över tiden pågående process kan utgöra insiderinformation om det uppfyller ovan nämnda kriterier.[8]

1.1.3 Handel med noterade aktier i Sverige

Organiserad handel med noterade aktier ser idag väldigt likartad ut, oavsett vilken handelsplats man ser till. Märkbara skillnader finns när det kommer till storleken på de bolag vars aktier är noterade på de olika marknadsplatserna men när det gäller handelsfrekvensen, det vill säga hur ofta och när handel i aktierna kan ske, ser förutsättningarna likadana ut hos samtliga aktörer i Sverige.

I Sverige finns ett antal marknadsplatser för handel med noterade aktier i publika aktiebolag. Nasdaq OMX Stockholm (i dagligt tal Stockholmsbörsen) är utan tvekan den med flest stora bolag listade. Det är också den marknadsplats som funnits längst i Sverige och som från början var det enda alternativet för de bolag som ville notera sina aktier. Nasdaq OMX Stockholm är idag en av två reglerade marknader i Sverige, den andra är NGM Main Regulated. Både Nasdaq och Nordic Growth Market (NGM) driver i sin tur varsin MTF som båda är registrerade som

[6] Schmauch, *EU:s marknadsmissbruksförordning*, kap. 2.
[7] MAR, artikel 7 (1) a).
[8] MAR, artikel 7 (3).

SME-plattformar, Nasdaq First North Growth Market och NGM Nordic SME. Utöver dessa två handelsplattformar finns en tredje vid namn Spotlight Stock Market, även denna registrerad som SME-plattform. Samtliga tre handelsplattformar har det gemensamt att det är betydligt mindre bolag vars aktier handlas där jämfört med de större reglerade marknaderna, detta gäller särskilt Spotlight Stock Market.

På samtliga av ovan nämnda reglerade marknader och handelsplattformar sker handel i de där noterade aktierna fem dagar i veckan, måndag till fredag. De har alla öppet samma tid på dygnet mellan kl. 09:00 och 17:30 svensk tid. När det gäller handelsfrekvens och öppettider är alltså förutsättningarna på de olika marknadsplatserna identiska.

1.1.4 Varför det är relevant att diskutera ett alternativ till daglig handel

Även om det i dagsläget inte finns något alternativ i publik, noterad miljö till handel fem dagar i veckan är ett sådant alternativ högst relevant att diskutera. För det första finns det inget egentligt hinder mot att utforma handeln på en handelsplattform på det sättet så länge de krav som måste uppfyllas är uppfyllda. Något direkt krav på handelsfrekvens i form av organiserad daglig handel finns alltså inte. För det andra är frågan aktuell eftersom Pepins[9] år 2017[10] lämnade in en ansökan till FI om att starta en MTF med just det särdraget att handel inte sker dagligen utan med lägre frekvens. Tanken var istället att handel skulle ske regelbundet, vid regelbundna handelsperioder, varje månad, kvartal, halvår och år, samt vid ett tillfälle i veckan utöver dessa perioder. Någon daglig handel skulle alltså inte ske på denna planerade MTF utan ett bolags aktier skulle som mest kunna handlas en gång i veckan. Pepins ansåg att det fanns ett behov på marknaden för en sådan handelsmodell, särskilt med hänvisning till att regelbunden handel utan realtidshandel varje dag skulle minska risken för hög volatilitet och instabil prissättning i illikvida aktier.[11] Ansökan avslogs av FI, dock utan att frågan om handelsfrekvensen berördes.

[9] Pepins Securities AB (Pepins).
[10] Finansinspektionens beslut FI Dnr 17-22855 och 18-633 (Pepins Securities AB), s. 1.
[11] Se bilaga, skriftlig intervju med Philip Scholtzé (Pepins).

Pepins ansökan hos FI innefattade flertalet tillstånd där det mest framträdande var tillstånd om drift av MTF.[12] FI bedömde verksamheten och de sökta tillstånden tillsammans[13] och kom fram till att Pepins inte hade visat att de uppfyllde de krav som finns för drift av MTF varför ansökan avslogs.[14] Bedömningen att Pepins inte hade visat att de uppfyllde diverse krav grundades till stor del på det faktum att Pepins ingått ett samarbete med en tredje part, vilken skulle ansvara för bland annat handelsövervakningen, till vilket Pepins ofta hänvisade i ansökan utan att i detalj beskriva hur detta samarbete uppfyllde de relevanta kraven.[15] Mot bakgrund av att FI ansåg sig kunna avslå ansökan redan på dessa grunder berördes inte övriga delar av ansökan. Det faktum att Pepins planerat att organisera handeln på deras MTF så att öppettiderna endast skulle omfatta en dag i veckan kommenterades aldrig. Vad FI ansåg om detta framgick inte.

Pepins ansökan hos FI visar att det finns ett intresse bland marknadens aktörer att utforska möjligheterna att organisera handel med noterade aktier på andra sätt än hur det sker idag. Särskilt intressant är att just en lägre handelsfrekvens än dagligen var centralt i upplägget för Pepins planerade MTF. Detta gör att de frågor om hur reglering skall tolkas och tillämpas som uppstår i en sådan situation blir högst relevanta att ställa.

1.1.5 Handelsfrekvensens påverkan på bedömningen av ”så snart som möjligt”

Förslaget om en sådan alternativ organisation av handel med noterade aktier väcker frågan om hur kravet på emittenters informationsgivning enligt MAR bör tillämpas i sådana fall. Offentliggörande av insiderinformation ad hoc regleras i artikel 17 (1) MAR enligt vilken insiderinformation skall offentliggöras *så snart som möjligt.* Då någon specifik tidsangivelse inte ges kan det diskuteras vad *så snart som möjligt* innebär. Särskilt öppet för diskussion blir det i det fall att handel i de aktuella emittenternas aktier sker mer sällan än dagligen. All praxis, alla uttalanden, och allt som finns skrivet på området idag utgår mer eller mindre medvetet från en situation där handel i emittenternas aktier sker dagligen. Detta eftersom något annat inte existerat eller varit föremål för diskussion tidigare. Vad som bör vara tolkningen av *så snart som möjligt* i en sådan situation är alltså oklart.

[12] Finansinspektionens beslut FI Dnr 17-22855 och 18-633 (Pepins Securities AB), s. 1.
[13] Finansinspektionens beslut FI Dnr 17-22855 och 18-633 (Pepins Securities AB), s. 14.
[14] Finansinspektionens beslut FI Dnr 17-22855 och 18-633 (Pepins Securities AB), s. 15.
[15] Finansinspektionens beslut FI Dnr 17-22855 och 18-633 (Pepins Securities AB), s. 8 ff.

Något färdigt svar på frågan finns inte. EUD som enda instans med faktiskt mandat att uttolka EU-rätten har aldrig bedömt frågan och någon direkt vägledning finns alltså inte därifrån.

1.2 Syfte

Syftet med uppsatsen är att utreda om handelsfrekvensen i ett bolags noterade aktier bör påverka bedömningen av vad som utgör *så snart som möjligt* vid offentliggörande av insiderinformation enligt artikel 17 (1) MAR.

1.3 Frågeställning

Bör handelsfrekvensen i ett bolags noterade aktier påverka bedömningen av vad som utgör *så snart som möjligt* vid offentliggörande av insiderinformation enligt artikel 17 (1) MAR?

1.4 Avgränsning

Reglerna i MAR om emittenters skyldighet att offentliggöra information träffar flera olika typer av finansiella instrument. Det finns även särskilda regler för deltagare på marknaden för utsläppsrätter. I denna uppsats fokuserar jag dock inte på sådan specialreglering och har i övrigt avgränsat arbetet till att omfatta emittenter som givit ut aktier. Jag kommer inte heller beröra de särskilda regler och skäl som gäller för olika typer av finansiella verksamheter, exempelvis vid uppskjutet offentliggörande.

I artikel 17 (1) MAR anges att insiderinformation skall offentliggöras *så snart som möjligt*. Av den formuleringen följer naturligtvis frågan om vad som är *möjligt* för ett bolag, särskilt när det gäller mindre bolag med begränsad informationsgivningskapacitet för vilka kostnaderna för övervakning och juridisk rådgivning kan upplevas som mycket höga. Jag kommer dock inte gå in på det i detalj utan nöjer mig med att nämna det i de sammanhang där det är relevant för

förståelsen av uppsatsen. Istället ligger mitt fokus på själva tidsaspekten av rekvisitet, det vill säga när informationen skall offentliggöras.

Jag kommer enbart beröra den typen av informationsgivning som sker ad hoc, det vill säga löpande baserat på inträffade händelser. Jag kommer inte redogöra för periodvis offentliggörande av insiderinformation, exempelvis i form av kvartalsrapporter.

MAR är konstruerad på ett sådant sätt att många artiklar påverkar eller är beroende av varandra. Av den anledningen kommer jag att nämna, eller kortare redogöra för, andra delar av regleringen än artikel 17 (1). Som exempel kan nämnas definitionen av insiderinformation i artikel 7 MAR och förbudet mot insiderhandel i artikel 14 MAR. Jag kommer dock inte lägga något större fokus på dem eftersom det inte är vad som huvudsakligen skall undersökas i denna uppsats. Däremot har jag valt att ge uppskjutandemöjligheten i artikel 17 (4) MAR större utrymme eftersom den är central för förståelsen av tidsaspekten av informationsgivningskravet i artikel 17 (1) MAR.

1.5 Metod

Den här uppsatsen behandlar den reglering som ställer krav på löpande offentliggörande av insiderinformation. Det är en del av den värdepappersmarknadsrättsliga regleringen i stort och uppsatsen har därför ett tydligt rättsekonomiskt perspektiv där vissa ekonomiska grundantaganden förutsätts såsom hypotesen om den effektiva marknaden. Detta är viktigt för att förstå de syften och motiv som ligger till grund för den aktuella regleringen vilket i sin tur är en förutsättning för att kunna svara på frågeställningen.

Eftersom frågeställningen syftar till att förstå hur en viss reglering skulle användas i en specifik situation är det viktigt att få en så god förståelse som möjligt för innebörden av den aktuella regleringen. Av den anledningen har jag tittat både på själva regleringen i sig i form av kravet på offentliggörande av insiderinformation *så snart som möjligt* i artikel 17 (1) MAR, på MAR som helhet samt på värdepappersmarknadsrättslig reglering generellt. Utöver detta har jag också redogjort för relevant praxis i form av domar, disciplinnämndsbeslut och olika uttalanden. Att jag valt att titta på en så stor mängd uttalanden som kan hänföras till marknadspraxis följer

av att EUD, som enda instans med mandat att komma med bindande tolkningar av EU-rätten, inte uttalat sig i frågan.

Uppsatsen innehåller även ett visst komparativt moment där jag vid några olika tillfällen gör en utblick mot andra medlemsstater i EU för att jämföra vad som sagts av nationella aktörer i dessa medlemsstater med vad som sagts i Sverige samt hur regleringen har tillämpats lika eller olika inom EU.

Någon organiserad handel med lägre handelsfrekvens än fem dagar i veckan förekommer inte idag. Av den anledningen tar jag upp den ansökan som gjordes av Pepins hos FI om tillstånd att driva en MTF med just det särdraget att handel skulle ske endast en dag i veckan. Jag har både tittat på FI:s beslut i frågan och genomfört en intervju med Pepins som inkom med ansökan för att redogöra för dess utformning och de motiv som låg bakom.

Min metod för att svara på frågeställningen har alltså varit att titta på allt det material jag bedömt vara relevant och utifrån det bilda mig en uppfattning av huruvida handelsfrekvensen i ett bolags noterade aktier bör påverka bedömningen av rekvisitet *så snart som möjligt* i art. 17 (1) MAR eller inte.

1.6 Material

Det material som presenteras i denna uppsats har behandlats enligt en viss hierarki. Detta grundas framför allt i att regleringen som behandlas är EU-rättslig och i form av en förordning varför den är direkt tillämplig i samtliga medlemsstater utan implementering. Artikel 17 (1) MAR, och marknadsmissbruksförordningen som helhet, har därför behandlats i första hand. Efter detta har jag tittat på värdepappersmarknadsrättslig reglering generellt och vad som ligger bakom införandet av sådan reglering. Vid genomgången av uttalanden från relevanta aktörer behandlas i första hand EUD och övriga relevanta aktörer på EU-nivå. I andra hand behandlas nationella aktörer så som tillsynsmyndigheter, marknadsplatser och disciplinnämnder. I sammanhanget då tillsynsmyndigheter behandlas har Storbritanniens tillsynsmyndighet tagits upp som exempel, trots att Storbritannien lämnat EU. Utträdet skedde dock så pass nyligen att den vägledning den brittiska tillsynsmyndigheten gett ut trots allt är relevant att titta på.

Genomgående i uppsatsen behandlas också doktrin på området i form av relevanta böcker och artiklar.

Det material jag presenterar är omfattande, särskilt när det gäller praxis av olika slag, vilket är en konsekvens av avsaknad av vägledning från EUD. Jag har behandlat en stor mängd andra uttalanden och beslut, dock medveten om att dessa inte är bindande eller har samma tyngd som ett beslut från EUD skulle haft. Som exempel innebär ett beslut från Nasdaqs disciplinnämnd ingen direkt tolkning av EU-rätten utan istället en tolkning av Nasdaqs regelverk vilket dock i sin tur hänvisar till den EU-rättsliga regleringen.

I de delar av uppsatsen som behandlar värdepappersmarknadsrättslig reglering generellt har jag använt förarbeten till vad som nu är inaktuell reglering såsom till implementeringen av det tidigare gällande MAD. Detta har gjorts eftersom detta trots allt kan ge vägledning kring utvecklingen av och förståelsen för värdepappersmarknadsrättslig reglering som rättsligt område även om det inte ger vägledning kring MAR specifikt.

1.7 Disposition

Uppsatsens disposition ser ut som följer. I kapitel I finns de inledande delar som sätter ramen för uppsatsen såsom syfte, frågeställning, avgränsning och metod. Där redogörs för hur handel med noterade aktier sker i dagsläget i Sverige, samt för bakgrunden till frågeställningen och varför den är relevant. I kapitel II presenteras den aktuella regleringen i form av artikel 17 (1) MAR och både en språklig och en syftesorienterad bedömning av rekvisitet *så snart som möjligt* görs. Jag presenterar även kort de hänsyn som tagits kring så kallade SME-bolag. I kapitlet återfinns också ett avsnitt kring möjligheten att skjuta upp ett offentliggörande av insiderinformation enligt artikel 17 (4) MAR. I kapitel III presenteras ett bredare och mer övergripande perspektiv på frågeställningen genom att redogöra för de syften som motiverar värdepappersmarknadsrättslig reglering generellt, och därmed även MAR. Här beskrivs även de ekonomiska teorier som är relevanta för att förstå regleringen. I kapitel IV ges sedan en helhetsbild av ur MAR ett historiskt perspektiv och jag redogör också för bakomliggande motiv och syften med regleringen. Här beskrivs också vilka konsekvenser införandet av MAR fått när det gäller informationsgivningskraven som ställs på emittenter. I kapitel V ges en betydligt mer

praktisk bild av hur regleringen faktiskt tillämpas. Här presenteras uttalanden och beslut som kan ge vägledning i frågan från EU, relevanta myndigheter (både på EU- och svensk nivå), marknadsplatser och disciplinnämnder. I kapitel VI presenterar jag sedan min slutsats.

KAPITEL II – Informationsgivningskravet i MAR

2.1 Artikel 17(1) MAR - informationsgivningskravet

I artikel 17 (1) MAR ställs krav på att emittenter skall offentliggöra insiderinformation *så snart som möjligt*. Där framgår följande:

> ”En emittent ska så snart som möjligt informera allmänheten om insiderinformation som direkt berör den emittenten.”[16]

Den informationsgivning det ställs krav på är så kallad ”ad hoc” eller löpande informationsgivning. Detta krav är delvis en preventiv åtgärd mot marknadsmissbruk men innebär också stora praktiska konsekvenser för de aktörer som berörs.[17] Offentliggörande av information ad hoc är en av grundpelarna när det kommer till emittenters informationsgivning och artikel 17 (1) MAR är utan tvekan en hörnsten i europeisk värdepappersmarknadsrättslig reglering.[18]

2.1.1 En språklig bedömning av rekvisitet

2.1.1.1 ”Så snart som möjligt”

Formuleringen *så snart som möjligt* är ingen nyhet i MAR utan har funnits sedan tidigare. I MARs föregångare MAD fanns en liknande reglering av när insiderinformation skulle offentliggöras. I den engelska versionen av direktivet uttrycktes tidskravet som att insiderinformation skulle offentliggöras ”as soon as possible”. I den svenska översättningen valdes formuleringen *så snabbt som möjligt*. Formuleringen av rekvisitet på engelska var alltså

[16] MAR, artikel 17 (1).
[17] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 51-52.
[18] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 349.

densamma i MAD som den är i MAR. Den svenska formuleringen å andra sidan har ändrats från *så snabbt som möjligt* till *så snart som möjligt*. Däremot användes formuleringen *så snart som möjligt* i den svenska implementeringen av MAD.[19] Någon större förändring har alltså inte skett på svenska heller.

Då formuleringen av rekvisitet är konsekvent i MAD och MAR bör detta, utifrån ett rent språkligt perspektiv, innebära att rekvisitet och dess innebörd är detsamma i MAR som i MAD. Därmed skulle också tidigare praxis och vägledning som gällde innan MAR trädde i kraft fortfarande vara relevant för att bedöma hur motsvarande rekvisit i MAR bör tolkas. Som jag redogör för nedan innebar den tidigare gällande marknadspraxisen i Sverige att börsens öppettider tilläts påverka bedömningen av om insiderinformation offentliggjorts i tid.[20] I verkligheten är det dock knappast så enkelt att bara det faktum att formuleringen sett likadan ut sedan tidigare innebär att läget inte kan ha förändrats. Det betyder för den delen inte heller att den tidigare tolkningen var korrekt från första början. Det kan också konstateras att regleringen i praktiken tillämpas betydligt striktare idag än vad som var fallet när MAD gällde.

2.1.1.2 ”Omedelbart” och ”utan dröjsmål”

Det finns också en poäng med att jämföra formuleringen *så snart som möjligt* med andra formuleringar som ibland nämns i samma sammanhang eller används som synonymer till vad som står i artikel 17 (1) MAR. Detta gäller främst formuleringarna *omedelbart* eller *utan dröjsmål*.

Det är inte ovanligt att kravet på offentliggörande av insiderinformation enligt MAR i dagligt tal omnämns som att det skulle handla om ett krav på *omedelbart* offentliggörande. Här är det viktigt att uppmärksamma att begreppet *omedelbart* eller *utan dröjsmål* faktiskt används vid ett flertal tillfällen i MAR, dock inte i informationsgivningskravet i artikel 17 (1). Exempel på när dessa skarpare formuleringar används i MAR är artikel 16 (1), i vilken det finns ett krav på att

[19] MAD, artikel 6.
[20] Se avsnitt 4.1.2.

utan *dröjsmål* underrätta behörig myndighet.[21] I artikel 16 (4) ställs vidare ett krav på att behörig myndighet *omedelbart* skall vidarebefordra information.[22]

Det förefaller alltså vara så att lagstiftaren med *så snart som möjligt* menar något annat än *omedelbart* och att dessa begrepp därför medvetet använts i olika sammanhang. Rimligtvis har detta gjorts för att ge uttryck för att olika mycket skyndsamhet krävs i olika situationer. *Omedelbart* eller *utan dröjsmål* ger uttryck för något som skall ske direkt, medan *så snart som möjligt* ger uttryck för något som visserligen skall ske snart men där ett utrymme för fördröjning ändå finns. Hur stort det utrymmet är framgår dock inte. Vad som kan konstateras är att det i vart fall inte alltid innebär *omedelbart*, däremot kan det kanske innebära det i vissa situationer.

2.1.1.3 Kommentar

En språklig bedömning av rekvisitet leder till konstaterandet att begreppet *så snart som möjligt* använts även tidigare när en mer tillåtande marknadspraxis gällde, samtidigt som detta inte nödvändigtvis säger någonting om hur rekvisitet bör tolkas idag. Det verkar vara fråga om ett medvetet val från lagstiftarens sida att inte ge uttryck för ett krav på *omedelbar* informationsgivning utan lämna visst utrymme för fördröjning. Något ytterligare om hur stort detta utrymme är går dock inte att säga bara utifrån det ordval som gjorts.

2.1.2 Syften med artikel 17 (1)

Skäl 49-55 till MAR berör särskilt artikel 17 (1). Här ges viss vägledning för tolkning av rekvisitet *så snart som möjligt.* Det huvudsakliga ändamålet med artikel 17 (1) MAR består av två delar, att motverka insiderhandel och skydda investerare genom ökad transparens. Detta uttrycks i förordningens 49:e skäl på följande sätt:

[21] MAR, artikel 16 (1).
[22] MAR, artikel 16 (4).

> ”Det är viktigt att en emittent offentliggör insiderinformation för att motverka insiderhandel och säkerställa att investerare inte vilseleds. Emittenter bör därför åläggas att så snart som möjligt underrätta allmänheten om insiderinformation.”[23]

Detta kompletteras med en förklaring om att ett uppskjutet offentliggörande är möjligt om det annars finns risk för skada av emittentens legitima intressen och investerare inte vilseleds.[24] Möjligheten att skjuta upp ett offentliggörande av insiderinformation berörs vidare i avsnitt 2.2.

De syften som lyfts fram särskilt som bakomliggande till artikel 17 (1) är i linje med de övergripande syften som är grunden för MAR som helhet, nämligen motverkande av marknadsmissbruk och ökad transparens. Med tanke på att artikel 17 (1) ställer krav på offentliggörande av insiderinformation blir syftet om ökad transparens extra framträdande.

Artikel 17 (1) är en av de bestämmelser i förordningen som ställer krav på ett positivt agerande från den som träffas av bestämmelsen, till skillnad från exempelvis bestämmelserna om insiderhandel som är negativa i bemärkelsen att de stadgar vad den berörda aktören inte får göra. Det finns en stark koppling där emellan eftersom offentliggörande av insiderinformation minskar sannolikheten för att insiderhandel förekommer genom att mängden information som bara är tillgänglig för nåra aktörer på marknaden istället för alla minskar. Sett till detta förefaller bestämmelsen snarare komplettera de mer centrala bestämmelserna om marknadsmissbruk som syftar till att förhindra insiderhandel än att fylla ett eget syfte om ökad transparens.[25] Huruvida så verkligen är fallet har dock diskuterats och ifrågasatts i doktrinen. För att få en bättre förståelse för hur detta hänger ihop kommer jag därför att kort behandla syftet med att motverka insiderhandel.

2.1.2.1 Motverkande av insiderhandel

Insiderhandel förbjuds i artikel 14 MAR.[26] Av skälen till MAR framgår att motiveringen bakom förbudet är att den som utför själva insiderhandeln får en fördel till nackdel för den tredje part

[23] MAR, skäl 49.
[24] MAR, skäl 49.
[25] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 47.
[26] MAR, artikel 14.

som inte har tillgång till samma information. Detta anses i sin tur undergräva finansmarknadens integritet och investerarnas förtroende för den.[27]

Det har på vissa håll i doktrinen ifrågasatts om motverkande av insiderhandel verkligen skall anses utgöra ett syfte med artikel 17 (1) MAR, trots att så faktiskt sägs ordagrant i skälen till förordningen. Det som då har lyfts fram är att ändamålet med artikeln bör tolkas på ett annat sätt, och att man istället bör se på artikel 17 (1) och artikel 14 som självständiga och som att de uppfyller olika syften. Artikel 14 skulle då anses uppfylla syftet om motverkande av insiderhandel medan artikel 17 endast skulle anses uppfylla syftet om ökad transparens.[28]

Kortfattat kan kritiken sammanfattas som följer. Att motverkande av insiderhandel ses som ett underliggande syfte med artikel 17 (1) innebär vissa praktiska problem i förhållande till hur tidigt offentliggörandet av insiderinformationen skall ske. Ju tidigare emittenten måste offentliggöra insiderinformationen, och ju mer omfattande den information som offentliggörs måste vara, desto mindre blir risken för insiderhandel med just den informationen. Ett sådant underliggande syfte skulle alltså innebära att *så snart som möjligt* tolkas striktare tidsmässigt än vad som annars hade varit fallet. Även om detta gynnar syftet med att motverka insiderhandel, gynnar det inte det övergripande syftet med artikeln, eller förordningen och värdepappersmarknadsrättslig reglering generellt, som är att skapa förutsättningar för en effektiv resursallokering på marknaden.[29] Detta eftersom en så strikt tolkning tidsmässigt ökar risken för att den information som kommer ut till marknaden är felaktig eller ofullständig, vilket leder till att investerarna fattar sämre beslut med en felaktig prissättning på de finansiella instrumenten som resultat. Dessutom innebär ett sådant strikt krav på tidig informationsgivning ett problem i förhållande till emittenterna eftersom den administrativa börda som det innebär riskerar att överväga de fördelar som finns med att existera i noterad miljö, särskilt för mindre bolag. Det finns alltså problem med att tillmäta motverkande av insiderhandel som underliggande syfte allt för stor betydelse vid tolkningen av artikel 17 (1). Samtidigt går det inte att undkomma att det faktiskt nämns ordagrant som ett skäl till regleringen. Dessutom ställs det i samma artikel krav på att offentliggörandet skall ske på ett sätt som möjliggör en fullständig och korrekt bedömning av informationen, vilket borde motverka risken för att ofullständig och inkorrekt information kommer ut till marknaden.

[27] MAR, skäl 23.
[28] Hansen, *Issuer's duty*, s. 23 f.
[29] Se avsnitt 3.1.4.

2.1.2.2 Investerarskydd genom ökad transparens

Det råder större konsensus när det gäller informationsgivningskravets roll i att säkerställa investerarskyddet på marknaden genom ökad transparens. Artikel 17 (1) MAR reglerar tillgången på information på marknaden med ändamålet att se till att relevant information kommer ut till marknaden så att investerare kan fatta välgrundade beslut. Detta genererar i sin tur en rättvisande prisbildning.[30] Det gynnar också emittenterna eftersom en välreglerad informationsgivning bidrar till en mer effektiv och likvid värdepappersmarknad generellt.[31]

En viktig aspekt av informationsgivningskravet är att informationen skall offentliggöras på ett sätt som möjliggör för allmänheten att göra en fullständig och korrekt bedömning av informationen.[32] Hade ett sådant krav inte ställts hade risken varit att partiell och eventuellt inkorrekt information kom ut till marknaden.[33] Detta kan ställas emot ovan nämnda kritik om att just denna risk uppstår till följd av det bakomliggande syftet med artikel 17 att motverka insiderhandel. Utifrån detta förefaller det mindre sannolikt att en sådan risk uppstår eftersom artikel 17 utöver skyndsamhetskravet också ställer krav på att den information som offentliggörs måste hålla en viss kvalitetsnivå.

2.1.2.3 Informationsgivningskravets historia och sammanhang

Ur ett historiskt perspektiv blir det tydligt att informationsgivningskravet är mer än bara ett sekundärt krav till regleringen som motverkar marknadsmissbruk. Informationsgivningskravet dök upp i sin första form ett decennium före den första EU-rättsliga regleringen som förbjöd insiderhandel. Det fördes över till MAD (2003) och slutligen till MAR som gäller idag.[34] Grunden för det krav på informationsgivning som finns idag har alltså funnits sedan innan förbudet mot insiderhandel.[35]

---

[30] Hansen, *Issuer's duty*, s. 30.
[31] Se avsnitt 3.1.4.
[32] MAR, artikel 17 (1).
[33] Hansen, *Issuer's duty*, s. 30 f.
[34] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 52.
[35] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 350.

Även om informationsgivningskravet sedan MAD infördes har återfunnits inom ramen för marknadsmissbruksregleringen betyder det inte att motverkande av marknadsmissbruk är kravets enda syfte eller funktion. Det är dock lätt att få den uppfattningen när kravet placerats där i. I skälen till MAR anges att kravet på offentliggörande av insiderinformation *så snart som möjligt* är viktigt för att förhindra insiderhandel och vilseledande av investerare. De förbud mot insiderhandel som återfinns i regleringen är rimligtvis bara effektiva till en viss grad eftersom det alltid finns en risk att någon agerar i strid med förbudet. För att uppnå målet med minskad insiderhandel måste också mängden insiderinformation som går att handla på minskas genom offentliggörande. Det är alltså självklart så att förebyggande av insiderhandel är ett syfte med informationsgivningskravet. Att kravet bidrar till en mer rättvis marknad är knappast heller det särskilt ifrågasatt. Däremot kan det ifrågasättas om detta är de enda syftena med informationsgivningskravet eller om det även kan finnas andra bakomliggande syften.[36]

Informationsgivningskravet bidrar till att öka transparensen på marknaden vilket i längden skapar förutsättningar för en effektiv marknad. Detta eftersom informationstillgången på marknaden är avgörande för att investerare skall kunna fatta väl avvägda beslut. Även om förebyggandet av insiderhandel och möjliggörandet av en effektiv marknad hänger ihop är det trots allt två olika saker. Som nämnts har det funnits informationsgivningskrav inom den EU-rättsliga regleringen längre än vad det har funnits förbud mot insiderhandel. Informationsgivningskravet måste därmed också fyllt ett större syfte än att endast förebygga insiderhandel.[37]

Informationsgivningskravet fyller en viktig funktion för att möjliggöra en korrekt prisbildning på marknaden och i längden skapa förutsättningar för en effektiv marknad. Krav på offentliggörande av insiderinformation minskar den asymmetriska informationsfördelningen på marknaden och de negativa konsekvenser som det innebär. Informationsgivningskravet skulle alltså fylla en viktig funktion även om man skulle bortse från förebyggande av insiderhandel.[38]

Det faktum att informationsgivningskravet bara gäller emittenter och inte alla aktörer som innehar insiderinformation talar också för att informationsgivningskravets syfte är större än bara förhindrande av insiderhandel och att det i grunden snarare handlar om att skapa

[36] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 52.
[37] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 52-53.
[38] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 53.

förutsättningar för en effektiv och välfungerande marknad generellt. Hade det enda syftet med bestämmelsen varit att förhindra insiderhandel hade det varit motiverat att ställa ett sådant krav gentemot samtliga aktörer på marknaden. Att kravet istället riktas mot de emittenter vars finansiella instrument handlas på marknaden tyder på att det snarare handlar om att möjliggöra en korrekt prissättning av dessa instrument på marknaden. Mot bakgrund av detta förefaller det vara så att de delar av regleringen som syftar till att förhindra marknadsmissbruk är underordnade regleringen som helhet och dess syfte att skapa förutsättningar för en transparent och välfungerande marknad, snarare än tvärtom.[39]

2.1.2.4 Kommentar

Sett till informationsgivningskravets historia och kontext blir det tydligt att dess syfte är bredare än att bara förhindra insiderhandel. Snarare verkar det finnas ett bakomliggande syfte och egenvärde i att öka transparensen för att möjliggöra en välfungerande värdepappersmarknad. Detta framstår till och med som det primära syftet med regeln.

I MAR ges ingen specifik vägledning kring om bedömningen av rekvisitet bör påverkas av handelsfrekvensen i den aktuella emittentens aktier. Detta är en naturlig följd av det i praktiken idag endast finns daglig handel varför någon annan situation inte påtänkts eller ansetts tillräckligt sannolik för att kommentera. Frågeställningen går alltså inte att besvara genom att bara titta på själva regleringen.

Vad som däremot kan sägas är att det råder någorlunda konsensus om att regelns huvudsakliga syfte är att öka transparensen på marknaden för att genom det möjliggöra välgrundade investeringsbeslut från investerare och en rättvisande prisbildning.[40] Samtidigt måste den skyndsamhet som därmed kan krävas ställas mot att informationen som offentliggörs också skall möjliggöra en fullständig och korrekt bedömning av informationen, vilket kan antas ta en viss tid att åstadkomma. Utifrån detta måste *så snart som möjligt* förstås som att informationen skall offentliggöras så snart som den kan anses uppfylla kravet på fullständighet och korrekthet.

[39] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 53.
[40] Hansen, *Issuer's duty*, s. 30.

2.1.3 SME-bolag

Jag kommer kort att nämna de hänsyn som tagits inom ramen för MAR när det gäller SME-bolag[41]. Detta för att visa på vilka hänsyn som tas i dagsläget, vilket eventuellt kan ge vägledning kring hur stort utrymme som finns för att ta hänsyn till handelsfrekvens vid tolkningen av artikel 17 (1). Eftersom en handel av noterade aktier med lägre frekvens än dagligen med största sannolikhet skulle vara relevant för mindre bolag är det av extra intresse titta just på de hänsyn som tagits baserat på bolagets storlek.

I skälen till artikel 17 (1) MAR sägs att kravet på offentliggörande av insiderinformation *så snart som möjligt* kan vara betungande för SME-bolag. Man trycker dock direkt efter detta på att skyddet för investerare och investerarnas förtroende för emittenterna är viktigt. Sedan sägs att ESMA bör kunna utfärda tydligare riktlinjer för dessa bolag för att förenkla för dem när det gäller offentliggörande av insiderinformation i rätt tid. Ett visst erkännande ges alltså av den arbetsbörda kravet kan tänkas innebära för dessa bolag. Däremot framgår det inte att det skulle ges någon hänsyn i form av ett lindrigare tidskrav gentemot dessa bolag.[42] Lagstiftaren verkar alltså tycka att tydligare riktlinjer kompenserar för den extra svårighet kravet kan tänkas innebära för mindre bolag.

Återigen framgår dock inget specifikt om vad som bör bli fallet om de aktuella emittenternas aktier dessutom inte handlas dagligen. Däremot visar det att Kommissionen tidigare haft en vilja att visa lite extra hänsyn för SME-bolag. Detta var bland annat en central del i den handlingsplan som antogs 2015, där möjligheterna för SME-bolag att få tillgång till finansiering på kapitalmarknaden lyftes fram. Det har också införts vissa förenklande regler om prospekt och informationsgivning för just sådana bolag.[43] Bland annat krävs inte upprättande av insiderförteckning[44] och bolagen har möjlighet att offentliggöra insiderinformation på handelsplatsens webbplats.[45]

---

[41] Small and medium-sized enterprises.
[42] MAR, skäl 55.
[43] Meddelande från Kommissionen till Europaparlamentet, Rådet, Europeiska ekonomiska och sociala kommittén samt regionkommittén, Handlingsplan för en kapitalmarknadsunion, COM/2015/0468.
[44] MAR, artikel 18 (6).
[45] MAR, artikel 17 (9).

2.2 Artikel 17 (4) – Uppskjutet offentliggörande

Uppskjutandemöjligheten i artikel 17 (4) utgör undantaget till informationsgivningskravet i artikel 17 (1) och de två bestämmelserna samspelar. Den är därför central för förståelsen för tidsaspekten av informationsgivningskravet.

Kravet på offentliggörande av insiderinformation *så snart som möjligt* och möjligheten till uppskjutande av sådant offentliggörande regleras båda inom ramen för artikel 17. I artikel 17 (4) sägs under vilka förutsättningar ett offentliggörande av insiderinformation får skjutas upp:

> ”En emittent eller en deltagare på marknaden för utsläppsrätter, får på eget ansvar skjuta upp offentliggörande av insiderinformation, förutsatt att följande villkor är uppfyllda:
> a) Omedelbart offentliggörande skadar sannolikt legitima intressen för emittenten eller deltagaren på marknaden.
> b) Det är inte sannolikt att ett uppskjutet offentliggörande vilseleder allmänheten.
> c) Emittenten eller en deltagare på marknaden för utsläppsrätter kan säkerställa att informationen förblir konfidentiell.”[46]

Dessa rekvisit är kumulativa vilket innebär att samtliga måste vara uppfyllda för att ett uppskjutande skall få ske.[47]

2.2.1. Skada på legitima intressen

För att ett uppskjutet offentliggörande skall vara tillåtet måste ett omedelbart offentliggörande sannolikt innebära skada på legitima intressen för emittenten.[48] Vad som utgör *legitima intressen* är inte fullt ut definierat men begreppet har funnits i regleringen sedan det infördes i MAD 2003.[49] I samband med införandet av MAR publicerade ESMA ej uttömmande riktlinjer för vad de ansåg utgöra legitima intressen för en emittent.[50] Där nämndes bland annat pågående

[46] MAR, artikel 17 (4).
[47] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 371.
[48] MAR, artikel 17 (4) a).
[49] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 372.
[50] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 373.

förhandlingar vilkas resultat riskeras att påverkas av ett offentliggörande, risk för vissa ekonomiska konsekvenser för emittenten och vissa processer rörande immateriella rättigheter.[51]

Av större intresse för den här uppsatsen är hur själva kravet formulerats, det vill säga att det skall finnas en skaderisk för legitima intressen vid ett *omedelbart* offentliggörande. Detta skulle kunna tolkas som att huvudregeln är att offentliggörande av insiderinformation skall ske just *omedelbart* men att det finns en möjlighet till uppskjutande vid risk för skada på emittentens legitima intressen. Samtidigt blir detta konstigt sett till att det faktiskt inte står *omedelbart* i artikel 17 (1) utan *så snart som möjligt*. Dessutom ställs det samtidigt krav på att offentliggörandet skall göras på ett visst sätt och hålla en viss kvalitativ nivå. Vad som går att konstatera är att offentliggörande skall ske, om inte direkt, så i vart fall väldigt snart efter att insiderinformationen uppstått.

2.2.2 Vilseledande av allmänheten

Det andra rekvisitet som måste vara uppfyllt är det inte får vara sannolikt att ett uppskjutet offentliggörande vilseleder allmänheten.[52] Vad detta innebär är inte helt tydligt eftersom insiderinformation enligt artikel 7 MAR är sådan till sin natur att en förnuftig investerare skulle använda den i sina investeringsbeslut, varför rekvisitet nästan framstår som motsägelsefullt.[53] Rekvisitet har funnits i någon form ända sedan MAD men i MAR har det getts innebörden att det bör handla om information som står i stark kontrast till marknadskonsensus och alltså inte innefatta all insiderinformation.[54]

Även här har ESMA gett ut riktlinjer. Sammanfattningsvis handlar det om situationer där insiderinformationen står i strid med vad emittenten tidigare har kommunicerat till marknaden. Som exempel på situationer då ett uppskjutande sannolikt innebär ett vilseledande av allmänheten nämns bland annat att emittenten tidigare har gjort uttalanden eller offentliggjort information som står i direkt strid med den aktuella insiderinformationen eller att

[51] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 374.
[52] MAR, artikel 17 (4) b).
[53] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 376.
[54] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 377.

insiderinformationen rör att emittenten sannolikt inte kommer nå upp till av emittenten tidigare offentliggjorda finansiella mål.[55]

2.2.3 Säkerställande av att informationen förblir konfidentiell

Slutligen måste emittenten också kunna säkerställa att informationen förblir konfidentiell.[56] I det fall att emittenten inte längre kan garantera att informationen hålls konfidentiell, eller om det börjar spridas rykten kring informationen som kan antyda att en läcka har skett, måste informationen offentliggöras *så snart som möjligt*.[57]

2.3 Sambandet mellan artikel 17 (1) och artikel 17 (4)

Även om artikel 17 (1) och artikel 17 (4) reglerar två separata frågor så samspelar bestämmelserna i allra högsta grad, varför en förståelse för artikel 17 (4) också är nödvändig för att kunna förstå artikel 17 (1). Sambandet mellan de två bestämmelserna är sådant att uppskjutandemöjligheten i artikel 17 (4) utgör undantaget från kravet på offentliggörande *så snart som möjligt* enligt artikel 17 (1). Av artikel 17 (4) framgår att det är tillåtet att göra undantag från kravet på offentliggörande *så snart som möjligt* genom att skjuta upp offentliggörandet under förutsättning att det finns risk för skada för emittenten. Samtidigt är det även vid sådan skaderisk bara tillåtet att skjuta upp ett offentliggörande om investerarskyddet inte inskränks, alltså om det inte är sannolikt att ett uppskjutet offentliggörande vilseleder allmänheten.

Gällande uppskjutandemöjligheten som ges i artikel 17 (4) kan två saker lyftas fram som extra relevanta för den här uppsatsen. Det första är att det från lagstiftarens sida erkänns att det krav på offentliggörande *så snart som möjligt* som ställs i artikel 17 (1) kan innebära problem för emittenten som inte är rimliga, varför en möjlighet att skjuta upp det offentliggörande som egentligen skulle skett *så snart som möjligt*. Det andra är att gränsen för när detta är tillåtet sätts

[55] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 377.
[56] MAR, artikel 17 (4) c).
[57] Ventoruzzo coh Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 378.

relativt högt. Ett uppskjutande får bara ske om det både finns risk för skada för emittenten och det samtidigt är säkert att uppskjutandet inte inskränker investerarskyddet.

Att undantag från informationsgivningskravet bara får göras om det finns risk för skada på emittentens legitima intressen visar på att huvudregeln med offentliggörande *så snart som möjligt* är stark. Det räcker alltså inte med att informationsgivningskravet innebär en stor administrativ börda för emittenten eller liknande för att denne skall få skjuta upp offentliggörandet. Det måste dessutom vara fråga om skada på *legitima intressen*. Det är alltså inte automatiskt så att skada på emittentens intressen innebär att ett uppskjutande får ske. Skulle det första rekvisitet vara uppfyllt ställs ytterligare ett krav på att det inte får vara sannolikt att ett uppskjutande vilseleder allmänheten. Vad detta visar på är att det läggs stor vikt vid investerarskyddet som intresse och det tyder på att transparens och investerarskydd är de primära bakomliggande intressena till artikel 17. Detta skulle i sin tur tala för att informationsgivningskravet skall tolkas relativt strikt tidsmässigt, det vill säga att det handlar om en mycket kort tid som får löpa från det att insiderinformationen uppstår till det att den offentliggörs.

På ett teoretiskt plan är regleringen uppbyggd så att de fyller den funktion som är tänkt, det vill säga att investerarskyddet garanteras genom att relevant information kommer ut till marknaden snabbt samtidigt som en uppskjutandemöjlighet finns i de fall det inte är rimligt för emittenter att leva upp till detta. I teorin uppstår alltså inget problem eftersom emittenten alltid kan skjuta upp offentliggörandet när ett sådant hade fått orimliga konsekvenser. I praktiken är dock situationen en annan. Verkligheten är den att både informationsgivningskravet och reglerna kring uppskjutet offentliggörande innebär en tung administrativ börda för emittenten. Denna administrativa börda är betydligt tyngre för en emittent som hela tiden behöver fatta beslut och korrekt administrera uppskjutande av ett offentliggörande samt förbereda för när informationen faktiskt skall offentliggöras än för en emittent som bara hade behövt sammanställa och offentliggöra insiderinformation inför varje handelstillfälle.

KAPITEL III – Syften och utgångspunkter för värdepappersmarknadsrättslig reglering

3.1 En generell överblick över värdepappersmarknadsrättslig reglering

Genom att titta på de syften och motiv som legat till grund för regleringens införande och formulering blir det enklare att förstå hur den bör tolkas och användas. För att kunna göra det räcker det dock inte att titta på MAR och artikel 17 (1) ensam utan den behöver sättas i rätt regleringskontext. MAR är en del av den värdepappersmarknadsrättsliga regleringen som helhet och vilka syften och motiv som ligger bakom införandet av sådan reglering generellt är därför relevant även för MAR specifikt.

3.1.1 Varför värdepappersmarknadsrättslig reglering är viktig

Värdepappersmarknadsrättslig reglering skulle kunna beskrivas som resultatet av det område där juridik och ekonomi överlappar. Samhällsekonomin och lagstiftningen är tätt sammankopplade genom att lagstiftningen skapar förutsättningar för att ekonomiska transaktioner skall kunna genomföras effektivt. Vissa juridiska företeelser är helt avgörande för en fungerande ekonomi. Som exempel kan nämnas köp- och avtalsrättsliga regler samt olika standardiserade, associationsrättsliga företagsformer.[58] Reglering fyller alltså en viktig roll även ur ett rent ekonomiskt perspektiv.

Regleringen på det värdepappersmarknadsrättsliga området är speciell på flera sätt. Dels eftersom den är väldigt omfattande, dels eftersom den ställer högre krav på företagen inom den finansiella sektorn som träffas av den än vad som ställs på andra företag i samhället. Idag består regleringen till stor del av den EU-reglering som vuxit fram på området, där MAR är ett exempel. Det är därför viktigt att förstå vad som motiverar särreglering av den finansiella sektorn och vilka syften som finns med det.[59]

[58] SOU 2006:50 s. 133.
[59] SOU 2006:50 s. 133-134.

3.1.2 Den finansiella marknadens roll och uppgifter

I grunden är MAR en del av spelreglerna för aktörerna på den finansiella marknaden och därför finns det en poäng med att förklara den finansiella marknadens funktionssätt och vilken roll den fyller i samhället i stort.

Det finansiella systemet eller den finansiella marknaden fyller primärt tre funktioner; kapitalförmedling, riskhantering och betalningsförmedling.[60] Kapitalförmedling innebär att marknader för finansiella instrument skall underlätta kapitalbildningen i ekonomin. Detta görs genom att de är en källa till kapital för företag. Den andra uppgiften är att underlätta riskhantering, vilket görs genom att marknaden möjliggör för investerare att hantera sina risker på olika sätt. Betalningsförmedling handlar om att etablera priser som i sin tur innebär att ekonomiska aktörer får lättare att fatta korrekta beslut rörande investeringar i den reala ekonomin. Det finns också stöd i internationell forskning för att effektiva och likvida marknader för finansiella instrument har en positiv påverkan på tillväxten, varför detta även är något som bör eftersträvas utifrån ett större ekonomiskt perspektiv. Den finansiella marknadens funktion bör alltså inte underskattas.[61]

3.1.3 Vikten av en välfungerande andrahandsmarknad

Att ge ut aktier som andra aktörer på marknaden kan köpa är ett sätt för bolagen att ta in kapital utan att behöva låna pengar från en bank. De som väljer att köpa bolagets aktier tar en högre risk än om de hade investerat i till exempel statsobligationer eftersom deras värdepappers värdeutveckling beror av företagets framtida vinster men av samma anledning har de också möjlighet till högre avkastning.[62] Dessa aktier kan sedan handlas på en andrahandsmarknad, det vill säga att handel sker i de värdepapper som redan finns utan att bolaget ger ut nya aktier och tar in mer pengar. Det är av flera anledningar viktigt att den andrahandsmarknaden är aktiv och välfungerande. Dels innebär en välfungerande andrahandsmarknad att transaktionskostnader minskas. Dessutom finns på en sådan marknad en större mängd investerare som kan tänka sig att tillföra kapital när en aktör vill ta in nytt kapital. Att

[60] SOU 2006:50 s. 134.
[61] Prop. 2004/05:142 s 40.
[62] SOU 2006:50 s. 135.

marknaden fungerar väl är också viktigt för att prisbildningen skall kunna ske på ett bra sätt eftersom det då finns många marknadsaktörer som handlar de finansiella instrumenten baserat på gjorda analyser vilket i högre grad leder till rättvisande priser på instrumenten. Detta förutsätter att handeln är organiserad och att det finns tydliga regler och standardiserade rutiner som förenklar på marknaden. I nästa steg skapar detta möjligheter för investerare att fatta bättre investeringsbeslut och att kunna sälja värdepapper när denna så önskar, till följd av ökad likviditet, vilket minskar risken förknippad med att äga instrumentet.[63]

Att andrahandsmarknaden fungerar väl är också viktigt för att primärmarknaden skall fungera bra. Om andrahandsmarknaden fungerar som den skall och investerare vet med sig att de sannolikt kan göra sig av med sina värdepapper till ett rimligt försäljningspris när de vill innebär detta att de också kan tänka sig att betala ett högre emissionspris på förstahandsmarknaden. Detta minskar kapitalanskaffningskostnaden för bolaget som ger ut värdepappren. Med en välfungerande andrahandsmarknad följer också att en effektiv marknad för företagskontroll uppstår, det vill säga att marknaden kommer låta aktörer som kan sköta bolagen på ett bättre sätt köpa kontrollen från nuvarande kontrollerande aktör om denna inte anses sköta sitt jobb tillräckligt bra. Detta underlättar övertaganden och omstruktureringar vilket åter igen leder till att resursanvändningen i ekonomin effektiviseras.[64]

En viktig effekt av andrahandsmarknaden är också att information tillgängliggörs för andra än de aktörer som är direkt inblandade i en viss transaktion genom att priserna på värdepappren på marknaden blir bärare av information, eftersom dessa i teorin skall spegla all relevant information som finns tillgänglig. Detta är en förutsättning för att både investerare och bolag skall kunna fatta rationella beslut. [65]

3.1.4 Tillgång till information som en faktor på marknaden

En relevant fråga att ställa är vilken betydelse tillgången till information på marknaden har för hur effektiv och likvid marknaden är. För att det kapital som investeras på marknaden skall kunna allokeras och omallokeras på ett effektivt sätt är det viktigt att tillgången till information

[63] SOU 2006:50 s. 136.
[64] SOU 2006:50 s. 136.
[65] SOU 2006:50 s. 136-137.

hanteras på ett bra sätt, detta eftersom informationstillgången på marknaden är starkt sammankopplad med prisbildningen på marknaden.[66]

Att investerare på marknaden har tillgång till relevant information skapar förutsättningar för dem att göra välgrundade analyser av bolagen. Det är viktigt att den information som investerarna får tillgång till är fullständig och korrekt, samt att de får snabb tillgång till den, för att de skall kunna fatta rationella beslut. Reglering av informationstillgången på marknaden innebär att bolagen inte kan undanhålla eller tillrättalägga information gentemot investerarna. Detta gör att den, särskilt de delar av regleringen som innehåller krav på transparens, blir en slags konsumentskyddsreglering.

Just detta skydd för investerare mot att bli felinformerade har funnits med löpande i EUs harmoniseringsarbete på det värdepappersmarknadsrättsliga området. Å andra sidan har ett annat sådant grundläggande syfte för regelharmoniseringen också varit att säkerställa att resurserna på marknaden kan fördelas effektivt. Även om marknadens effektivitet i den meningen kan sägas påverkas positivt av att investerarnas förtroende för marknaden ökar när de har tillgång till relevant information så finns det också risker med att ha en alltför omfattande reglering på området. Om regleringen ställer för höga krav på den aktör som vill finnas på marknaden kommer färre aktörer vända sig till marknaden för att införskaffa kapital vilket i sin tur blir till nackdel för både bolagen och investerarna och dessutom motverkar ambitionen om att ha en värdepappersmarknad som bidrar till en effektiv resursallokering. Det kan alltså sägas föreligga en intresseavvägning mellan å ena sidan investerarskyddet och å andra sidan marknadseffektiviteten som måste göras när det gäller värdepappersmarknadsrättslig reglering.[67] Om de krav som ställs på informationsgivning är allt för höga finns en risk att konsekvenserna av det blir att de aktörer som redan finns på marknaden väljer att lämna eller att aktörer utanför marknaden undviker att ta upp sina finansiella instrument till handel på värdepappersmarknaden från första början.[68]

[66] Prop. 2006/07:65 s. 85.
[67] Prop. 2006/07:65 s. 85-86.
[68] Hansen, *Say When*, s. 3.

3.1.4.1 Införande av finansiell reglering som hantering av marknadsmisslyckanden

Enligt nationalekonomisk teori krävs ett marknadsmisslyckande för att införandet av reglering skall vara motiverat.[69] En effektiv resursallokering är ett grundläggande samhällsekonomiskt intresse. Vad detta innebär är att man vill att de resurser som finns i samhället skall hamna där de är mest produktiva och medför störst nytta. För att uppnå detta krävs en välfungerande marknad på vilken god konkurrens råder och att statliga regleringar och ingripanden på marknaden hålls till en miniminivå. I en idealvärld sköter marknaden sig själv. I verkligheten är det dock inte alltid så och därmed är det heller ingen sanning att statliga regleringar eller ingripanden inte alls kan eller skall förekomma. Marknaden kan av olika anledningar komma att präglas av marknadsmisslyckanden eller imperfektioner som innebär att resursallokeringen inte blir effektiv såsom önskades. I dessa fall krävs reglering för att återställa balansen. Om något sådant marknadsmisslyckande inte kan identifieras kan det å andra sidan inte sägas finnas några egentliga motiv för att införa särreglering och det bör i så fall inte förekomma.[70]

Marknadsmisslyckanden kan bland annat handla om att det förekommer informationsproblem på marknaden. Ofta handlar det om informationsasymmetrier. De aktörer som tillhandahåller finansiella tjänster har generellt sett ett informationsövertag jämfört med de aktörer som är konsumenter av dessa tjänster, eftersom de finansiella tjänster eller produkter som tillhandahålls generellt sätt innebär svårförståeliga risker och är komplexa.[71]

Informationsgivningskravet i artikel 17 (1) MAR kan ses i ljuset av den teoretiska ekonomiska utgångspunkt som motiverar dess existens. Informationsgivningskravet är ett försök att rätta till informationsasymmetrier på den finansiella marknaden för att skapa bättre förutsättningar för en effektiv resursallokering.

3.1.5 Samhällsintressen som grund för införande av reglering

För att motivera finansiell reglering räcker det inte att det förekommer informationsassymetrier på marknaden utan det identifierade problemet måste också korrelera med ett samhällsintresse.

[69] Prop. 2004/05:142 s. 40.
[70] SOU 2006:50 s. 140-141.
[71] SOU 2006:50 s. 141.

Det kan handla om olika intressen men när det gäller krav på informationsgivning och transparens är det konsumentskyddsintresset som är särskilt relevant.[72]

Finansiella tjänster är en viktig del i hushållsekonomier och konsumenter befinner sig generellt sett i ett informationsunderläge på marknaden. Här föreligger alltså ofta ett informationsproblem i form av informationsasymmetrier. Konsumenternas förtroende för marknaden är viktigt eftersom det är en förutsättning för att de skall våga vara kvar som aktörer på marknaden. Att värna om detta förtroende är viktigt även för samhället i stort. Ett sätt att använda reglering för att förbättra konsumentskyddet på marknaden är genom att öka transparensen vid handel med värdepapper. Detta är positivt för de mindre, privata aktörer som agerar på marknaden men kan samtidigt få negativa konsekvenser för de större, professionella aktörerna på marknaden då dessa kan missgynnas av att deras transaktioner eller positioner visas upp för allmänheten. De professionella aktörerna är viktiga för att värdepappersmarknaden skall fungera som ett bra verktyg för effektiv resursallokering, så som är tänkt, och en allt för kraftig reglering med krav på transparens, motiverat med konsumentskydd, kan alltså få negativa effekter på marknaden i ett större perspektiv. Reglering måste alltså inte alltid vara önskvärd bara för att den tillgodoser konsumentskyddsintresset.[73]

[72] SOU 2006:50 s. 142.
[73] SOU 2006:50 s. 146-151.

KAPITEL IV – Syften och motiv med MAR

4.1 Bakgrund till införandet av MAR

4.1.1 Tidigare EU-rättslig reglering

Före införandet av MAR reglerades frågor om marknadsmissbruk och insiderinformation på EU-nivå i MAD. Detta implementerades i svensk rätt genom lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument och lagen om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.[74] Innan dess hade marknadsmissbruksfrågor hanterats först i form av en rekommendation från Kommissionen, som visserligen inte förbjöd marknadsmissbruk men uppmuntrade medlemsstaterna att lagstifta mot det, och sedan genom 1989 års insiderdirektiv.[75]

Så sent som på 60-talet lyste reglering om insiderhandel med sin frånvaro i de flesta medlemsstaters rättsordningar.[76] År 1966 presenterades den så kallade Segrérapporten i vilken de första idéerna om reglering av den europeiska kapitalmarknaden lades fram. I rapporten analyserades den europeiska kapitalmarknaden och flera problem med värdepappersmarknaden pekades ut. Däremot adresserades inte marknadsmissbruk specifikt.[77]

I det första direktivet om noterade värdepapper[78] fanns en bestämmelse i dåvarande artikel 17 om offentliggörande av viss information[79] som kan sägas vara en föregångare till dagens artikel 17 i MAR. Bestämmelsen var dock betydligt mer begränsad och gällde endast viss information som specificerades och listades i själva direktivet.[80] Vad som är intressant att notera är dock att

[74] Prop. 2016/17:22 s. 58-59.
[75] Hansen, *Where Do We Stand With MAR?*, s. 369.
[76] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 5.
[77] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 4.
[78] RÅDETS DIREKTIV av den 5 mars 1979 om samordning av villkoren för upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs (79/279/EEG).
[79] RÅDETS DIREKTIV av den 5 mars 1979 om samordning av villkoren för upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs (79/279/EEG), artikel 17.
[80] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 5.

reglering på EU-nivå om transparens eller informationsskyldighet alltså har funnits längre än reglering direkt riktad mot marknadsmissbruk.

År 1989 trädde insiderdirektivet i kraft, i vilket definitionen av och förbudet mot insiderhandel reglerades. Däremot berördes inte marknadsmanipulation eller skyldigheten att offentliggöra viss information. Trots detta lade direktivet en tydlig grund för att börja reglera den europeiska kapitalmarknaden.[81]

I det andra direktivet om noterade värdepapper[82] ställdes krav på att emittenter av noterade värdepapper som skulle ge ut nya värdepapper till marknaden offentliggjorde viss information i samband med det. Informationen skulle offentliggöras direkt och under förutsättning att den dels var okänd för marknaden sedan tidigare, dels att den bedömdes kunna få en väsentlig påverkan på priset på emittentens noterade värdepapper.[83] Denna beskrivning påminner till stor del om den definition av insiderinformation och det krav på offentliggörande av insiderinformation som återfinns i MAR idag.

4.1.1.1 Marknadsmissbruksdirektivet (MAD)

Marknadsmissbruksfrågor reglerades före MAR i direktivform genom Marknadsmissbruksdirektivet[84] och i Genomförandedirektivet.[85] MAD hade antagits 2003 av flera anledningar varav en var att man ville skapa en verklig inre marknad för finansiella tjänster. Detta ansågs vara avgörande för ekonomisk tillväxt och för att skapa nya jobbmöjligheter.[86]

Förutom att utvidga tidigare europeisk reglering på området innebar MAD också att vad som då kallades otillbörlig marknadspåverkan reglerades på EU-nivå.[87] MAD innebar också att

[81] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 5.
[82] EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV 2001/34/EG av den 28 maj 2001 om upptagande av värdepapper till officiell notering och om uppgifter som skall offentliggöras beträffande sådana värdepapper.
[83] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 5-6.
[84] Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk).
[85] 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.
[86] MAD, skäl 1.
[87] Prop. 2004/05:142 s. 36.

regleringens tillämpningsområde i princip begränsades helt till aktier upptagna till handel på en reglerad marknad, eller instrument relaterade till sådana aktier, samt att regleringen träffade transaktioner som sker direkt mellan två parter och inte bara sådana transaktioner som sker över en marknadsplats.[88]

Innan MAD antogs reglerades frågor om insiderinformation och marknadsmissbruk i 1989 års insiderdirektiv, och innan det på nationell nivå i varje medlemsstat. För Sveriges del återfanns regleringen främst i två lagar, insiderstrafflagen (2000:1086) och lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument (anmälningsskyldighetslagen).[89] Införandet av MAD ansågs nödvändigt med hänvisning till att 1989 års insiderdirektiv inte längre ansågs utgöra en tillräcklig reglering på området eftersom finansmarknaderna utvecklades i en snabb takt vilket innebar stora förändringar, och eftersom medlemsstaternas regleringar som en följd av detta hade betydande olikheter i utformning.[90]

Även om insiderhandel och informationsgivning hade reglerats i insiderdirektivet var andra former av marknadsmissbruk fortfarande oreglerade. Det var först i MAD som dessa frågor reglerades.[91] I MAD definierades marknadsmissbruk som insiderhandel och marknadsmanipulation. Utöver detta reglerades även emittenters skyldighet att offentliggöra insiderinformation till allmänheten. Denna skyldighet innebar att insiderinformation som direkt berörde emittenten skulle offentliggöras *så snart som möjligt*[92], och låg därmed nära de krav som idag ställs i MAR.

I MAD infördes en definition av begreppet *insiderinformation* som hade en dubbel funktion. Dels att förebygga insiderhandel, dels att säkerställa att emittenter offentliggjorde sådan insiderinformation som direkt berörde dem.[93] I skälen till MAD framfördes att ett snabbt och korrekt offentliggörande av information ökar marknadens integritet, medan selektiv informationsgivning riskerar att leda till att investerarna förlorar förtroendet för

[88] Prop. 2004/05:142 s. 36.
[89] Prop. 2004/05:142 s. 35.
[90] Prop. 2004/05:142 s. 36.
[91] Ventoruzzo och Mock, s. 6.
[92] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 6.
[93] Hansen, *Where Do We Stand With MAR?*, s. 382.

finansmarknaden och dess integritet.[94] I MAD artikel 6 (1) reglerades kravet på offentliggörande av insiderinformation vilket formulerades enligt följande:

> ”Medlemsstaterna skall se till att emittenter av finansiella instrument så snabbt som möjligt informerar allmänheten om insiderinformation som direkt berör dessa emittenter.”[95]

Dessutom krävdes enligt dåvarande genomförandedirektivet att informationen skulle offentliggöras på ett sätt så att allmänheten fick snabb tillgång till den och hade möjlighet att göra en fullständig och korrekt bedömning av den.[96]

MAD implementerades dock extremt olika i EU:s olika medlemsstater med negativa effekter på investerarskydd och marknadsintegriteten som resultat. Detta skapade i sin tur allt annat än de lika förutsättningar man strävat efter att uppnå med regleringen.[97] I praktiken fanns det två olika modeller för reglering av insiderhandel och offentliggörande av insiderinformation, och båda dessa användes av olika medlemsstater inom EU. Båda var dessutom uppe för diskussion inför införandet av MAR. Dessa kan beskrivas som ett enstegssystem och ett tvåstegssystem. Enstegssystemet innebar att det bara fanns en definition av insiderinformation. Denna definition bestämde således både när det var fråga om insiderhandel och när det uppstod en skyldighet för en emittent att offentliggöra insiderinformation. En emittent blev därmed skyldig att offentliggöra information så fort en viss process gått tillräckligt långt för att den aktuella informationen skulle definieras som insiderinformation. Detta system återfanns i implementeringen av MAD hos Tyskland, Nederländerna och Frankrike. Eftersom det i vissa fall kan vara skadligt för ett bolag att behöva offentliggöra känslig information tidigt i en process innebar enstegssystemet att någon form av möjlighet till uppskjutande av offentliggörande av insiderinformation behövde tillhandahållas. MAD baserades på tanken om ett enstegssystem.[98]

---

[94] MAD, skäl 24.
[95] MAD, artikel 6 (1).
[96] 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 artikel 2 (1).
[97] Ventoruzzo & Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 6.
[98] Krause och Brellochs, *Insider trading and the disclosure of inside information*, s. 296.

Eftersom MAD innebar stora friheter för medlemsstaterna vid implementeringen av regleringen valde dock vissa medlemsstater att behålla tidigare använda tvåstegssystem. Detta system innebar att förbudet mot insiderhandel och skyldigheten att offentliggöra insiderinformation utlöstes vid olika tidpunkter. Förbudet mot insiderhandel började alltså gälla vid en tidigare tidpunkt än vad kravet på offentliggörande av insiderinformation gjorde, vilket också innebar att uppskjutandemöjligheten inte var lika central. Detta system användes främst i Storbritannien och Italien, men systemets utformning skiljde sig markant mellan de olika medlemsstater som använde det.[99]

När implementeringen av MAD utvärderades av ESME konstaterades bland annat att det fanns skillnader mellan medlemsstaterna i hur *så snart som möjligt* tolkades (dåvarande artikel 6 i MAD). ESME menade att rekvisitet på många håll inte tillämpades enligt vad som var tanken och det kunde skilja mellan några timmar upp till flera dagar gällande hur lång tid bolagen ansågs få på sig innan de offentliggjorde insiderinformation i de olika medlemsstaterna. Detta ledde till att en diskussion inleddes om att reformera MAD.[100]

Under tiden med MAD blev det tydligt att regleringsarbitrage fortfarande förekom på den gemensamma marknaden. Eftersom MAD därmed ansågs ha varit ett misslyckande utifrån önskan om att skapa lika förutsättningar i hela unionen när det gällde marknadsmissbruksreglering valde Kommissionen att ge MAR utformningen av en förordning istället. Detta bedömdes vara ett lämpligare regleringstekniskt verktyg för att hantera marknadsmissbruk inom unionen.[101] Det kan också sägas att enstegssystemet, med en enhetlig definition av vad som utgör insiderinformation, framkommer mycket tydligare i MAR.[102]

4.1.2 Tidigare svensk marknadspraxis på området

Marknadspraxis i Sverige, både före och under MAD, var relativt generös. Insiderinformation ansågs inte behöva offentliggöras förrän en stund före börsens öppnande påföljande handelsdag.[103] Ett bolag kunde alltså vänta med att offentliggöra insiderinformation som

[99] Krause och Brellochs, *Insider trading and the disclosure of inside information*, s. 296-297.
[100] ESME, 2007, s. 6.
[101] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 4.
[102] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 55.
[103] Nasdaq, *Frågor och svar med anledning av implementeringen av Marknadsmissbruksförordningen 596/2014 (MAR) 3 juli 2016*, s. 5.

uppstod fredag kväll tills måndag morgon eftersom man ansåg att detta inte var tvunget att ske om börsen var stängd och det inte förekom någon handel på marknaden.

I dagsläget är i vart fall Nasdaqs tolkning av rekvisitet strängare än vad som var fallet gällande MAD. Det förefaller dock snarare vara fråga om en försiktighet från Nasdaqs sida, än om att de är av uppfattningen att rekvisitets innebörd har ändrats. Även Nasdaqs disciplinnämnd tillämpar en strängare tolkning av MAR än av MAD, och har i flera beslut ansett att ageranden i linje med tidigare marknadspraxis varit överträdelser av nu gällande regelverk.

4.1.2.1 Tidigare beslut från Nasdaqs disciplinnämnd

Som nämnts var formuleringen av kravet på offentliggörande av insiderinformation i MAD likalydande med den som återfinns i MAR, det vill säga att det skulle ske *så snart som möjligt*. Dessutom fanns en likadan formulering i First Norths dåvarande regelverk. Nasdaqs Disciplinnämnd bedömde alltså rekvisitet både i förhållande till deras reglerade marknad och MTF.[104]

Tidigare praxis från Nasdaqs disciplinnämnd var som sagt förhållandevis generös. Bland annat ansågs det inte vara en regelöverträdelse att insiderinformation som uppstod när marknadsplatsen var stängd offentliggjordes på morgonen innan börsen öppnade påföljande handelsdag. Nasdaqs disciplinnämnd visade tidigare tydligt hänsyn för om emittenten behövde längre tid på sig för att sammanställa och bekräfta den information som skulle offentliggöras. Exempelvis visades vid ett tillfälle förståelse för att ett bolag vars aktier var noterade på Nasdaq First North ville prata med sin samarbetspartner om hur viss information skulle tolkas innan offentliggörande skedde[105]. I vissa fall visades mycket stor hänsyn. Vid ett annat tillfälle ansågs exempelvis offentliggörande av information över ett dygn efter att det styrelsebeslut som informationen utgjordes av hade fattats. Visserligen fick bolaget i fråga viss kritik från disciplinnämnden för sitt agerande av olika anledningar men ansågs inte ha brutit mot regelverket.[106]

[104] Nasdaq OMX First North, First North Nordic Rulebook, 1 januari 2014, punkt 4.1.
[105] Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2013:05, (CybAero), s. 3-4.
[106] Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2010:02, (NovaCast Technologies), s. 5.

4.1.2.2 Tidigare beslut från NGMs disciplinnämnd

NGMs disciplinnämnd har tidigare uttalat att *så snart som möjligt* innebär att bolaget får ta den tid på sig som krävs för att sammanställa och skicka ut den aktuella informationen, alltså liknande de hänsyn även Nasdaqs disciplinnämnd tog i sina beslut. Detta nämndes bland annat i ett beslut då det varit fråga om ett bolag som tagit 19 dagar på sig att offentliggöra information om ett uppsagt avtal. Att 19 dagar inte ansågs vara *så snart som möjligt* är knappast häpnadsväckande och det säger inte så mycket om själva bedömningen av rekvisitet. Av större intresse är istället att NGMs disciplinnämnd i beslutet uttalade just att de ansåg att det tillåtna tidsspannet handlade om den tid det tar att sammanställa och skicka ut informationen eftersom detta visar på att de tidigare ansåg att i vart fall vissa hänsyn kunde tas vid bedömningen.[107]

4.1.3 Förhandlingarna inför införandet av MAR

Som nämnts kritiserade ESME den inkonsekvens i implementering och tillämpning inom unionen som blivit resultatet av MAD. Bristen på enhetlighet, de stora förändringar som skett på marknaden gällande insiderhandel och marknadsmanipulation och regleringens begränsade tillämpningsområde, samt finanskrisen 2007/2008, ledde till att diskussioner om att reformera och förändra marknadsmissbruksregleringen påbörjades.[108] Under dessa diskussioner lade kommissionen fram förslag till en ny reglering där vikten av upprätthållen marknadsintegritet särskilt underströks.[109]

ESME föreslog två nya lösningsförslag som innebar alternativ till MAD och som förhoppningsvis skulle lösa de problem som MAD inneburit. Det första förslaget innebar i korthet att man skulle förtydliga när insiderinformation skulle offentliggöras. Det andra förslaget innebar att man istället skulle införa en ökad möjlighet att skjuta upp ett offentliggörande av insiderinformation.[110]

---

[107] Disciplinnämnden vid Nordic Growth Market NGMs beslut 2012:01, (Panaxia), s. 5.
[108] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 7. Se även Kommissionens förslag till europaparlamentets och rådets förordning om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk) 2001/0295 (COD).
[109] Kommissionens förslag till europaparlamentets och rådets förordning om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk) 2001/0295 (COD), s. 2.
[110] ESME, 2007, s. 7 ff.

Förhandlingar om den nya förordningen MAR inleddes och i ett första steg lämnade kommissionen ett regleringsförslag som snarare verkade ligga i linje med ESMEs första förslag på lösning, det vill säga att problemet skulle lösas genom att tidpunkten för när insiderinformation skulle offentliggöras skulle förtydligas.[111] Man föreslog att i skäl 14 till förordningen ta med en beskrivning om att tidsintervallet innan emittenten måste offentliggöra insiderinformation är då som den kan missbrukas. I vissa fall kunde dock information vara av intresse för investerare, till exempel information från pågående kontraktsförhandlingar, men samtidigt inte vara tillräckligt exakt för att man skulle kunna kräva att emittenten offentliggör den. I det fallet föreslogs då istället att emittenten inte skulle vara skyldig att offentliggöra informationen men att förbudet mot insiderhandel likväl skulle träffa informationen i fråga. Definitionen av insiderinformation skulle då även omfatta denna typ av insiderinformation som uppstod i ett tidigare stadium än vad som omfattades av den huvudsakliga definitionen. Informationen behövde då inte offentliggöras, men omfattades av förbudet mot insiderhandel.[112] Efter flera omgångar med förslag valdes slutligen den modell som återfinns i regleringen idag, med en enhetlig definition av begreppet och en möjlighet att under vissa förutsättningar skjuta upp offentliggörande av insiderinformation.

4.1.4 Osäkerheter kring tillämpningen av MAR

MAR är en del av den nya regulatoriska miljön som uppstod inom EU efter krisen 2008, och med införandet av Lamfalussyprocessen som ny lagstiftningsmodell inom unionen. Det faktum att processen för och hanteringen av reglering är så ny har gjort att det uppstått osäkerheter kring hur MAR skall tolkas och tillämpas, särskilt hos de nationella tillsynsmyndigheterna.[113]

Det är inte helt självklart att MAR verkligen blivit det tydliga ramverk som var tanken att det skulle bli. Ansvaret för att tolka och tillämpa MAR hamnar i praktiken på EMSA och de nationella tillsynsmyndigheterna.[114] Det tidigare gällande MAD tillät vissa hänsyn till nationella seder och marknadsförhållanden när de nationella tillsynsmyndigheterna tillämpade

[111] Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk), COM/2011/0651.
[112] Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk), COM/2011/0651 skäl 14.
[113] Hansen, *Where Do We Stand With MAR?*, s. 368.
[114] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 7.

regleringen. I dagsläget är det dock tydligt att de nationella tillsynsmyndigheterna tvekar inför att ge någon form av vägledning eller rekommendation kring tillämpningen av EU-rätten, det vill säga MAR, innan ESMA som ansvarig myndighet kommit med riktlinjer i den aktuella frågan.[115]

Dessutom har varken ESMA eller de nationella tillsynsmyndigheterna möjlighet att begära förhandsavgöranden i frågor från EU-domstolen. Då EU-domstolen ensam har mandat att tolka unionsrätten innebär detta ett problem. Även om de nationella domstolarna har en möjlighet att begära förhandsavgöranden från EU-domstolen är det ovanligt att marknadsaktörer ifrågasätter de nationella tillsynsmyndigheternas ageranden inför domstol, varför det också råder en brist på förhandsavgöranden från EU-domstolen på området. Rent faktiskt innebär därför detta att tillämpningen av MAR blir nationell eftersom de nationella tillsynsmyndigheterna i praktiken tolkar och tillämpar regleringen relativt oemotsagda. Man kan alltså fråga sig om MAR verkligen leder till den totala enighet i tillämpning inom unionen som eftersträvades vid dess införande.[116]

Ett ytterligare problem med MAR är dess breda tillämpningsområde. Förordningen omfattar både straffrättslig och civilrättslig reglering, dessutom kan de förvaltningsrättsliga konsekvenserna bli olika i olika medlemsstater. Detta leder till att olika delar av regleringen kan komma att tillämpas efter olika standarder.[117]

4.2 Bakomliggande motiv och syften med MAR

MAR har tre primära syften; att säkerställa förtroendet för de finansiella marknaderna, att stärka skyddet för investerare, och att skapa ett enhetligt regelverk på området som gäller i hela EU.[118] Av artikel 1 MAR framgår följande avseende förordningens syfte:

> ”Genom den här förordningen fastställs ett gemensamt regelverk om insiderhandel, olagligt röjande av insiderinformation och marknadsmanipulation (marknadsmissbruk)

[115] Hansen, *Where Do We Stand With MAR?*, s. 368.
[116] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 7.
[117] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 8.
[118] Prop. 2016/17:22 s. 353.

samt åtgärder för att förhindra marknadsmissbruk för att säkerställa de finansiella marknadernas integritet i unionen och förbättra investerares skydd på och förtroende för de marknaderna."[119]

I skälen till MAR beskrivs de övergripande syftena med MAR som att skapa förutsättningar för marknadsintegritet, och förtroende för marknaden, för att möjliggöra för en effektiv marknad.[120]

4.2.1 En effektiv marknad

Ett av syftena med MAR är att säkerställa förtroendet för värdepappersmarknaden och dess integritet. Detta är en del i att upprätthålla en effektiv marknad. Målet med detta är bland annat att skapa förutsättningar för ökad ekonomisk tillväxt, välstånd och nya arbetstillfällen inom EU.[121]

Teorin om den effektiva marknaden, det vill säga tanken om att prissättningen på värdepapper och aktier på en fullt fungerande marknad är fullt ut effektiv och att all tillgänglig och relevant information alltid är inprisad, är alltså en viktig faktor för rättfärdigandet av införandet av den aktuella regleringen.[122] Utifrån den effektiva marknadsteorin är tillgången till information på marknaden mycket viktig eftersom prisbildningen anses vara en konsekvens av den tillgängliga informationen, det vill säga att priserna reflekterar hur marknaden värderar den information som finns. För att prisbildningen på marknaden verkligen skall vara effektiv krävs det dock att de aktörer som finns på marknaden kan lita på att de har tillgång till relevant och korrekt information.[123] Förtroendet för marknaden är alltså avgörande för dess effektivitet.

4.2.2 Samhällsnytta

Det finns även större, samhälleliga poänger med att se till att förtroendet för marknaden bibehålls. Värdepappersmarknadens viktiga funktion för en effektiv resursallokering, och

[119] MAR, artikel 1.
[120] MAR, skäl 2.
[121] MAR, skäl 1-2.
[122] Sandeberg, *Marknadsmissbruk*, s. 27.
[123] Sandeberg, *Marknadsmissbruk*, s. 15.

emittenternas funktion som arbetsgivare och samhällsaktörer, innebär att ett förtroende för värdepappersmarknaden också fyller en samhällsekonomisk funktion. Att investerare skall placera sitt kapital på marknaden förutsätter nämligen ett sådant förtroende och i slutändan bidrar detta till en positiv utveckling av samhällsekonomin. För att investerare skall ha den tilltron till marknaden krävs dock åter igen att de kan lita på att prisbildningen är fungerande och avspeglar all relevant och tillgänglig information.[124]

4.2.3 Enhetlig reglering

Som redan nämnts var en stor anledning till införandet av MAR de skillnader i implementering och tillämpning av MAD som fanns mellan medlemsstaterna. Detta var till stor del en konsekvens av att MAD var just ett direktiv och därför innebar mycket större frihet för medlemsstaterna i de avseendena. Detta gjorde dessutom att tillämpningen av regleringen blev mer komplicerad.

Efter finanskrisen 2008 infördes ett helt nytt system för finansiell övervakning inom EU, och en av konsekvenserna av detta har blivit den näst intill uteslutande användningen av förordningar snarare än direktiv vid införandet av ny unionsrättslig lagstiftning. Detta som ett sätt att tillhandahålla just enhetlig reglering inom hela unionen, vilket möjliggör full harmonisering, både gällande själva den skrivna regleringen, och gällande hur regleringen övervakas och tillämpas i praktiken.[125]

Av skälen till MAR framkommer att ett viktigt syfte med MAR är att fastställa en mer enhetlig och fastare ram. Vidare sägs att detta skall göras för att ”bevara marknadens integritet, undvika potentiellt regleringsarbitrage, säkerställa ansvarsskyldighet vid försök till manipulation och öka rättssäkerheten och förenkla lagstiftningen för marknadsaktörer.”[126] Dessutom sägs uttryckligen att lagstiftningsskillnader på nationell nivå vill undvikas varför regleringen denna gång presenteras i form av en förordning, som alltså är direkt tillämplig i samtliga medlemsstater.[127]

---

[124] Sandeberg, *Marknadsmissbruk*, s. 22.
[125] Hansen, *Where Do We Stand With MAR?*, s. 368.
[126] MAR, skäl 4.
[127] MAR, skäl 5.

4.2.4 Hänsyn till mindre bolag

Utöver detta sägs också att ett syfte med MAR är att i viss mån minska de stora administrativa bördor som MAD innebar för SME-bolag, anpassa regleringen efter dessa bolags behov, och underlätta kapitalanskaffningen för dem.[128]

4.3 Artikel 17 (1) i ljuset av MARs övergripande motiv och syften

De specifika syften som ligger till grund för artikel 17 (1) och dess utformning är en del i hur regleringen utformats för att uppnå de övergripande syften som finns med MAR som helhet. Som tidigare nämnts fanns under tiden för MAD ett problem med olika implementering av regleringen, framför allt kring skillnaderna mellan enstegs- och tvåstegssystemen. I slutändan landade förhandlingarna inför MAR i att ett enstegssystem valdes, med en enhetlig definition av insiderinformation och en möjlighet att skjuta upp offentliggörandet av insiderinformation i vissa fall. Med denna lösning undviks problemet med att den reglering som rör insiderhandel kan komma att aktiveras vid en tidigare tidpunkt än när bolaget blir skyldigt att offentliggöra informationen.

Även om nämnda problem med tidpunkter undviks med den lösning som valdes för regleringen i MAR är lösningen inte problemfri och den kan diskuteras och ifrågasättas på flera grunder. Insiderinformation kan uppnå olika grader av precision och mognad under den period det utgör insiderinformation.[129] Det är alltså så fort som något utgör insiderinformation som det skall offentliggöras, även om informationen inte är så preciserad eller mogen som den kan komma att bli i ett senare skede. Detta under förutsättning att övriga krav på offentliggörande av insiderinformation uppfylls. Det finns ingen skyldighet att skjuta upp ett offentliggörande av insiderinformation till en tidpunkt då offentliggörandet kanske egentligen lämpar sig bättre, även om så faktiskt skulle vara fallet. Möjligheten till uppskjutet offentliggörande är just en möjlighet och det är emittenten själv som väljer om denne vill skjuta upp offentliggörandet eller ej.

[128] MAR, skäl 6.
[129] MAR, art. 7.

Detta skapar utrymme för inkonsekvens i den praktiska tillämpningen av MAR, trots att ett grundsyfte med MAR var just att komma åt den typen av inkonsekvenser, eftersom möjligheten till uppskjutet offentliggörande används i olika stor utsträckning i olika medlemsstater. I vissa medlemsstater används verktyget sällan som en lösning i mer exceptionella fall, medan det i andra medlemsstater används på regelbunden basis.[130]

Indirekt kan därmed definitionen av begreppet *insiderinformation* sägas vara skrivet med förbudet mot insiderhandel i fokus och med möjligheten till uppskjutet offentliggörande som ett hänsynstagande till problematiken som rör offentliggörande av insiderinformation vid ett för tidigt stadium, snarare än som en enhetlig definition som gäller båda situationerna. När kravet på offentliggörande av insiderinformation ges denna näst intill sekundära betydelse gör det svårare att tolka kravet på offentliggörande av insiderinformation *så snart som möjligt* i ljuset av de bakomliggande syftena till artikel 17 (1) MAR.

Nasdaq har bland annat ifrågasatt den gällande regleringslösningen utifrån att kravet på offentliggörande i ett mycket tidigt skede riskerar att leda till att bolag inte bedömer information som insiderinformation, även om dess karaktär överensstämmer med beskrivningen i artikel 7 MAR.[131]

4.4 Skälen till MAR

Av de inledande skälen till MAR framgår att ett av de absoluta huvudmålen med regleringen är ekonomisk tillväxt, men även skapandet av arbetstillfällen inom EU.[132] För att detta skall vara möjligt krävs en välfungerande, effektiv finansmarknad, vilket i sin tur förutsätter marknadsintegritet och allmänhetens förtroende. Efter att detta nämns sägs också att marknadsmissbruk skadar både integriteten hos finansmarknaden och allmänhetens förtroende för marknaden.[133]

[130] ESMA, Consulting Paper MAR Review Report, s. 36.
[131] ESMA, Reply form for the Consultation Paper on MAR review report, Nasdaq, s. 8.
[132] MAR, artikel 1.
[133] MAR, skäl 2.

Det sägs också att en mer enhetlig och fastare ram måste fastställas. Även detta hänförs till att bevara marknadens integritet, men man nämner också värdet i att undvika regleringsarbitrage, säkerställa ansvarsskyldighet vid försök till marknadsmanipulation, samt att öka rättssäkerheten och förenkla lagstiftningen för marknadsaktörer.[134]

Av skälen till MAR kan man utläsa två primära förbättringsåtgärder i förhållande till tidigare gällande MAD. Den första är att ta mer hänsyn till att olika bolag har olika förutsättningar, och att försöka komma till rätta med den betungande administrativa börda MAD ansågs innebära för mindre bolag i vissa delar för att underlätta finansiering för dem.[135] Den andra förbättringsåtgärden är att öka investerarskyddet, bland annat genom att göra regleringen tillämplig även på MTF- och OTF-plattformar. Detta med ambitionen att öka marknadens integritet och förtroendet för den.

Av skälen till regleringen framgår också specifikt vilka överväganden som ligger bakom införandet och formuleringen av kravet på offentliggörande av insiderinformation *så snart som möjligt* enligt artikel 17 (1) MAR. Där framgår särskilt att offentliggörande av insiderinformation *så snart som möjligt* är viktigt dels för att motverka insiderhandel, dels för att säkerställa att investerare inte vilseleds. Det framgår också att offentliggörandet av insiderinformation får skjutas upp under förutsättning att det annars kan skada emittentens legitima intressen.[136] Detta är en mycket viktig möjlighet för en emittent eftersom det annars finns en risk för att informationsgivningskravet får förödande effekter, exempelvis på pågående förhandlingar eller vissa rättigheter. Det är alltså av stor vikt att en balans hittas mellan kraven på emittenternas informationsgivning till marknaden och en viss rätt för emittenter att hålla affärsrelaterad information hemlig.[137]

I skälen lyfts dock också de svårigheter som ett krav på offentliggörande av insiderinformation *så snart som möjligt* innebär för små och medelstora företag. Här nämns främst kostnaderna för övervakning av information, samt kostnader för juridisk rådgivning för att kunna fastställa om och när den aktuella informationen måste offentliggöras. Här visas på en viss förståelse för att *så snart som möjligt* kan vara ett högt ställt krav som kan vara svårt för vissa bolag att leva upp

[134] MAR, skäl 4.
[135] MAR, skäl 6.
[136] MAR, skäl 49.
[137] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 57.

till. Detta skulle kunna tolkas som att man öppnar upp för ökade hänsyn i särskilda situationer vid bedömning av rekvisitet. Samtidigt sägs också att ESMA, av just nämnda anledningar, bör kunna utfärda riktlinjer till hjälp för dessa emittenter och för att de skall kunna leva upp till kravet på offentliggörande av insiderinformation *så snart som möjligt* ”utan att göra avkall på skyddet för investerare”.[138]

Detta måste rimligtvis tolkas som att investerarskyddet anses vara så viktigt att bolagens förutsättningar inte utgör tillräckliga skäl för att tillämpa en mer tillåtande tolkning av rekvisitet, utan att lösningen istället blir att försöka skapa bättre förutsättningar för bolagen att trots allt leva upp till den nivå som regelverket kräver.

Enligt skälen till det tidigare gällande MAD angavs att ett snabbt och korrekt offentliggörande av information bidrog till en ökad marknadsintegritet, medan selektivt tillgängliggörande av information kunde skada förtroendet för marknadsintegriteten.[139] Detta återfinns inte i skälen till MAR. Däremot skulle det kunna hävdas att även MAR strävar efter att stärka marknadens integritet med hänsyn till de krav på emittenters informationsgivning som ställs där i.
MAR syftar, som följer av namnet på regleringen, till att på olika sätt förhindra och hantera marknadsmissbruk. Detta syns bland annat i skälen till bestämmelsen om förbud mot insiderhandel där det framgår att det man eftersträvar att förhindra med förbudet är möjligheten att kunna otillbörligt utnyttja den fördel som möjligheten att förfoga över insiderinformation ger till nackdel för en tredje part.[140]

4.5 Lamfalussymodellen

För att förstå bakgrunden till införandet av MAR skall jag även redogöra för själva lagstiftningsprocessen, det vill säga hur regleringen kommit till. Detta är också viktigt för att förstå skillnaden mellan bindande och icke bindande värdepappersmarknadsrättslig reglering.

Värdepappersmarknadsrättslig reglering har varit en viktig del av den intensiva EU-rättsliga harmonisering av regelverket för de finansiella marknaderna som pågått sedan slutet av 1990-

[138] MAR, skäl 55.
[139] MAD, skäl 24.
[140] MAR, skäl 23.

talet, och de regelförändringar som skett på området har framförallt varit en konsekvens av detta. EU-kommissionen presenterade 1999 en handlingsplan, *Europeiska kommissionens meddelande Att genomföra handlingsramen för finansmarknaderna: En handlingsplan, KOM (1999) 232*, med syfte att skapa en integrerad marknad för finansiella tjänster i EU. Planen var att detta skulle uppnås år 2005 och en av de åtgärder som genomfördes var införandet av MAD.[141]

I den så kallade Lamfalussyrapporten som presenterades 2001 (döpt efter ordföranden i den aktuella kommittén, Alexandre Lamfalussy) återfanns en ny modell för lagstiftning på värdepappersmarknadsområdet. Tanken med modellen var att möjliggöra mer flexibel lagstiftning och en snabbare lagstiftningsprocess, till skillnad från den mer långsamma och komplicerade lagstiftningsprocess som förelegat tidigare och som upplevts som illa anpassad till den snabba takt de internationella finansiella marknaderna förändras på.[142] Tanken var att detta skulle innebära att EU-rätten blev mer flexibel samtidigt som man ökade harmoniseringen inom unionen.[143]

Enligt den nya modell som presenterades delas regelgivning och uppföljning in i fyra nivåer. Nivå ett innebär att allmänna principer fastställs i enlighet med det vanliga lagstiftningsförfarandet på EU-nivå, alltså att kommissionen föreslår direktiv eller förordningar som sedan antas av rådet och Europaparlamentet, i vilka det delegeras åt kommissionen att sedan utfärda vissa genomförandebestämmelser.[144] Nivå två innebär att kommissionen, biträdd av europeiska värdepapperskommittén, antar genomförandebestämmelser vilka fyller ut och anpassar tidigare nämnda allmänna principer.[145] Nivå tre innebär att europeiska värdepapperskommittén vägleder kommissionen vid utformandet av utkast till genomförandeåtgärder på värdepappersområdet, samt att medlemsstaternas tillsynsmyndigheter för värdepappersmarknaderna samarbetar för att på ett konsekvent och likvärdigt sätt genomföra besluten på nivå ett och två i medlemsstaternas respektive lagstiftning. Nivå fyra innebär att kommissionen säkerställer att lagstiftningen genomförs i medlemsstaterna.[146]

---

[141] Prop. 2004/05:142 s. 37.
[142] Prop. 2004/05:142 s. 37.
[143] Di Noia och Gargantini, *Issuers at Midstream*, s. 487.
[144] Prop. 2004/05:142 s. 37.
[145] Prop. 2004/05:142 s. 38.
[146] Prop. 2004/05:142 s. 38.

Själva förordningen MAR återfinns på den första nivån i lagstiftningsmodellen.[147] På nivå två finns de genomförandebestämmelser som antagits av kommissionen.[148] Här kan nämnas de delegerade akter som kommissionen får befogenhet att anta enligt MAR artikel 35. På nivå två och tre ansvarar dessutom nationella övervakningskommittéer för att ge ut rekommendationer och riktlinjer vid implementering av bestämmelserna. De ansvarar dessutom för att, på nivå tre, vägleda kommissionen vid antagande av akter på nivå ett och två. ESMA har gällande MAR gett ut riktlinjer och rekommendationer på nivå tre. Dessa ses inte som bindande men de nationella tillsynsmyndigheterna förväntas ändå följa dem efter bästa förmåga.[149] Nivå fyra innebär som nämnts att kommissionen skall säkerställa att lagstiftningen verkligen genomförs i medlemsstaterna. Lamfalussyprocessen är numera kodifierad som den allmänna lagstiftningsprocessen enligt fördragen.[150]

4.6 Konsekvenser av MAR

Den starka ambitionen att skapa en mer enhetlig reglering har bland annat lett till att omfattningen av informationsgivningskraven har utökats enormt. Artikel 6 i det tidigare gällande MAD som reglerade kraven på informationsgivning motsvarade en sida i omfattning medan nu gällande artikel 17-21 i MAR (alla relaterade till informationsgivning på något sätt) omfattar hela åtta sidor. Själva kraven är dock väsentligen desamma. Denna utökning i omfattning är även påtaglig gällande regleringen på nivå 2. När MAD gällde fanns tre genomförandedirektiv som alla på något sätt berörde den då gällande artikel 6. Dessa har nu upphävts och istället gäller för MAR två delegerade förordningar och tre genomförandeförordningar.[151]

MAR har rent faktiskt har inneburit mer omfattande och högre ställda krav på emittenters informationsgivning. Flera aspekter av detta kan sägas vara problematiska. Dels har kraven som ställs blivit mindre flexibla, dels har den administrativa bördan och de ekonomiska kostnaderna som läggs på emittenterna ökat till följd av regleringens enorma detaljrikedom och dels är de

[147] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 9.
[148] Prop. 2004/05:142 s. 37.
[149] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 10.
[150] Hansen, *Where Do We Stand With MAR?*, s. 368.
[151] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 49-50.

aktörer som omfattas av regleringen många utan att det finns någon möjlighet för nationell anpassning av regleringen. Utifrån perspektivet att effektivitet och rättssäkerhet är något eftersträvansvärt med reglering innebär samtliga nämnda företeelser problem. Man kan också ifrågasätta om regleringen verkligen blev så mycket tydligare och mer konsekvent som var tanken när förordning valdes som verktyg istället för direktiv. Eftersom någon implementering inte sker av förordningen och de detaljerade beskrivningar och vägledningar som skapas i samband med en nationell implementering numer saknas.[152]

Visserligen infördes i MAR vissa regleringslättnader relaterade till SME-bolag med ambitionen att göra regleringen mer anpassad efter bolagens förutsättningar. I praktiken innebär dessa lättnader dock bara vissa förenklingar kring vilken hemsida information skall offentliggöras på, samt rörande skyldigheten att upprätta insiderförteckning. Några större skillnader har det alltså inte blivit i praktiken. Detta kan visserligen ställas mot att marknader för SME-bolag är mindre och därmed innebär än större risker för investerare varför transparenskraven kanske fyller en större funktion. Detta till trots kan det konstateras att de förenklingar som utlovades nog har blivit lite av en besvikelse. Att regleringsbördan blivit så pass mycket tyngre i praktiken kan innebära en risk att bolag överväger att avnotera, eller att från första början aldrig notera, sina finansiella instrument på en sådan marknad eller plattform som omfattas av MAR för att kostnaderna och den administrativa bördan anses vara alldeles för höga. Detta skulle i så fall kunna få negativa konsekvenser för hela den europeiska finansmarknaden.[153]

De förändringar som skett de senaste åren inom reglering rörande marknadsmissbruk har till stor del rört de förebyggande åtgärderna, främst kravet på offentliggörande av insiderinformation. Det krav som ställs idag innebär att emittenten som huvudregel skall offentliggöra all insiderinformation som berör denne *så snart som möjligt*. Dessa förändringar har inneburit att bara de förebyggande åtgärderna mot marknadsmissbruk innebär stora konsekvenser för de aktörer som träffas av regleringen.[154] Det kan också nämnas att MAR ställer betydligt högre krav på offentliggörande av insiderinformation än vad som ställs i motsvarande reglering i exempelvis USA.[155]

[152] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 50.
[153] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 50-51.
[154] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 51.
[155] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 56.

KAPITEL V – Uttalanden från relevanta aktörer

5.1 Uttalanden från EU

Trots att informationsgivningskravet och formuleringen *så snart som möjligt* på olika sätt återfunnits i europeisk värdepappersmarknadsrättslig reglering sedan länge saknas direkt vägledning från EU i frågan. Utöver vad som går att utläsa ur själva regleringen finns ingen övrig vägledning från EU.

5.2 Domstolspraxis

5.2.1 EU-domstolens praxis

EUD är den enda instans som har mandat att tolka EU-rätten[156] och är därför den aktör som är mest relevant att vända sig till för vägledning i frågor som rör tolkningen av MAR. Även om MAR är en relativt ny reglering inkorporerar den i praktiken gammal lagstiftning sedan mer än tjugo år tillbaka. EUD är visserligen inte bunden av sin egen praxis, men har en tendens att trots allt följa den. I fallet med MAR kan det dessutom konstateras att själva förordningen i flera fall citerar och kodifierar gammal praxis från EUD, vilket än mer befäster de principer som fastställts i praxis. Av den anledningen skulle även eventuell praxis från EUD från före införandet av MAR vara intressant,[157] särskilt gällande kravet på offentliggörande av insiderinformation.[158]

Även om det finns en hel del praxis från EUD gällande insiderinformation både från tiden före och efter införandet av MAR, saknas praxis gällande tidpunkten för offentliggörandet. Någon vägledning kring rekvisitet *så snart som möjligt* finns alltså inte.

[156] Hansen, *Where Do We Stand With MAR?*, s. 368.
[157] Hansen, *Where Do We Stand With MAR?*, s. 369.
[158] Ventoruzzo och Mock, *Market Abuse Regulation*, s. 8.

5.2.2 Nationell domstolspraxis

Inte heller i nationell domstolspraxis har frågan tagits upp. Att frågan om handelsfrekvensens påverkan på bedömningen av rekvisitet *så snart som möjligt* inte berörts är naturligt då upplägget kring handelsfrekvens, som konstaterats, ser likadant ut på samtliga marknadsplatser för handel med noterade aktier. Det saknas dock helt domstolspraxis kring informationsgivningskravet i MAR även i övrigt.

5.3 Uttalanden och vägledning från relevanta myndigheter

5.3.1 ESMA

ESMA är en EU-myndighet med uppdraget att förstärka investerarskyddet och bidra till en stabil och ordnad finansmarknad. Detta görs bland annat genom att ge ut vägledningar och tekniska standarder av olika slag.[159]

Trots att ESMA har givit ut viss vägledning i form av så kallade ”Q&A”, så är många frågor rörande MAR fortsatt obesvarade. Sannolikt är också att vi kommer få leva med vissa osäkerheter kring regleringens tillämpning för en tid framöver också.[160] Det finns trots allt en poäng med att titta på den vägledning som finns från ESMA, även om den är begränsad i mängd.

5.3.1.1 Q&A

ESMA tillhandahåller dokument i form av så kallade Q&A relaterade till MAR på sin hemsida. Dessa skall dock ses som vägledning i frågorna och inte som juridiskt bindande uttalanden. Syftet med dem är istället att, inom ESMAs mandat och från ESMAs synvinkel, ge en konsekvent bild av tillämpningen av EU-rätten. ESMA har tillhandahållit en specifik Q&A vid

[159] ESMA, *ESMA in brief.*
[160] Hansen, *Where Do We Stand With MAR?*, s. 369.

namn *Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (MAR)*. I detta dokument tas flera frågor rörande tillämpningen av artikel 17 MAR upp.[161] Frågan om offentliggörande *så snart som möjligt* berörs däremot inte direkt. Viss generell vägledning ges dock ändå.

ESMA konstaterar att ett huvudmål med MAR är att förstärka och förbättra marknadsintegriteten, vilket i synnerhet uppnås genom att insiderinformation offentliggörs på ett snabbt och rättvist sätt till allmänheten vilket artikel 17 MAR syftar till att åstadkomma. Här pekar ESMA särskilt på kravet på att insiderinformation skall offentliggöras *så snart som möjligt* men säger inte något ytterligare om hur rekvisitet skall tillämpas. Däremot nämner man möjligheten till uppskjutet offentliggörande av insiderinformation enligt artikel 17 (4) MAR som ett undantag från kravet på ”omedelbart offentliggörande”[162] och ger därmed indirekt uttryck för uppfattningen att det skulle vara fråga om ett krav på omedelbart offentliggörande.

5.3.2 Finansinspektionen

FI är administrativ myndighet med ansvar för tillämpningen av MAR i Sverige.[163] FI har rätt att ingripa mot överträdelser mot MAR inom Sverige, men även utanför Sveriges gränser om handlingarna berör instrument som är upptagna till handel inom Sverige.[164] Genom att FI utövar tillsyn över MAR tillämpar myndigheten unionsrätten. Med detta följer en skyldighet att beakta den unionsrättsliga proportionalitetsprincipen och de grundläggande rättigheterna i EU-stadgan.[165] När det gäller offentliggörande av insiderinformation utövas denna tillsyn av FI tillsammans med handelsplatserna.[166]

5.3.2.1 Q&A

FI har gjort vissa uttalanden i frågan om hur rekvisitet *så snart som möjligt* bör bedömas. Först och främst har man sagt att bedömningen måste göras i det enskilda fallet utifrån

[161] ESMA, *Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (MAR)*.
[162] ESMA, *Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (MAR)*, avsnitt A5.1.
[163] Lag (2016:1306) med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmissbruksförordning, 1 kap. 2§.
[164] MAR, artikel 22.
[165] Schmauch, *EU:s marknadsmissbruksförordning*, kap. 4.
[166] Schmauch, *EU:s marknadsmissbruksförordning*, kap. 4. Se även prop. 2016/17:22 s.192 punkten 1 b.

omständigheterna. I övrigt hänvisar FI dock direkt vidare till dokumentet *Frågor och svar* för ytterligare vägledning i frågan.[167]

I det dokumentet redogör FI för vad som är ”myndighetens uppfattning” gällande i vilka fall insiderinformation inte offentliggjorts *så snart som möjligt* och listar följande fyra punkter:

> ”• När en emittent har kommit i åtnjutande av insiderinformation när marknaden är stängd och man väljer att avvakta med offentliggörandet enbart på grundval av att marknaden är stängd.
> • När en emittent har kommit i åtnjutande av insiderinformation under helgen och man väljer att avvakta med offentliggörandet enbart på grundval av att den publiceringsmekanism som normalt används inte är i drift vid den tidpunkten.
> • När insiderinformation har uppstått men emittenten avvakta med offentliggörandet i syfte att få tillgång till ytterligare detaljer.
> • När emittentens interna organisation för offentliggörande av insiderinformation leder till att offentliggörandet fördröjs.”[168]

Det är intressant att FI vågar vara så konkret i sin vägledning kring rekvisitet med tanke på den avsaknad av vägledning som råder från EU:s sida. Det är därför viktigt att ha i åtanke att det är fråga om just FI:s åsikt och inte om en bindande tolkning av EU-rätten. När det gäller hur regleringen kommer tillämpas i praktiken i Sverige väger dock FI:s åsikt tungt vilket också är värt att nämna.

5.3.2.2 Finansinspektionens beslut FI Dnr 18-6639 (Hoylu AB)

FIs beslut mot Hoylu AB är intressant eftersom det är det enda tillfället vid vilket FI, trots att Nasdaqs disciplinnämnd kommit med en bedömning, valt att fatta ett eget beslut gentemot ett bolag av den anledningen att Nasdaqs beslut och påförda påföljd ansågs vara för lindrigt.

Hoylu AB var noterat vid Nasdaqs MTF-plattform First North och hade ingått ett ramavtal med en av världens största kryssningskoncerner. Frågan var bland annat om bolaget hade

[167] Finansinspektionen, *Insiderinformation – när ska insiderinformation offentliggöras?*
[168] Finansinspektionen, *Frågor och svar om insiderinformation.*

offentliggjort insiderinformation kring detta *så snart som möjligt* i enlighet med artikel 17 (1) MAR. Nasdaq riktade kritik gentemot bolaget baserat på informationsgivningen i sammanhanget. Efter detta inledde dock även FI en undersökning gentemot Hoylu AB mot bakgrund av samma händelseförlopp.[169] FI konstaterade att offentliggörande av informationen inte gjordes förrän tre dagar efter dess uppkomst[170] och sade följande om kravet på att insiderinformation offentliggörs *så snart som möjligt*:

> ”Det ger uttryck för kravet på en ordnad informationsgivning på värdepappersmarknaden. Ett offentliggörande som sker tre dagar efter att insiderinformationen uppstod kan därför inte anses ha skett så snart som möjligt. Dessutom rör det sig i det här fallet om ett avtal som har förhandlats fram under en längre tid. Hoylu bör därför ha utgått från att förhandlingarna skulle kunna resultera i uppkomsten av insiderinformation och haft beredskap för att offentliggöra den. Bolaget borde därför ha offentliggjort insiderinformationen samma dag som den uppstod.”[171]

FI ansåg alltså inte att offentliggörandet hade skett *så snart som möjligt* och ingrep eftersom Nasdaqs val att endast rikta kritik mot bolaget ansågs för lindrigt.[172] FI ansåg istället att överträdelserna var tillräckligt allvarliga för att föranleda en sanktionsavgift.[173]

5.3.3 Tillsynsmyndigheter i andra medlemsstater

5.3.3.1 Tyskland – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

Tyska tillsynsmyndigheten Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ger uttryck för en mycket strikt tolkning av *så snart som möjligt*. På sin hemsida anger de, med hänvisining till artikel 17 MAR, att insiderinformation skall offentliggöras *omedelbart*. Genom att göra det ordvalet ger de uttryck för åsikten att det inte får löpa någon tid alls mellan insiderinformationens uppkomst och dess offentliggörande. Det anges att detta är för att

[169] Finansinspektionens beslut FI Dnr 18-6639, (Hoylu AB), s. 2-3.
[170] Finansinspektionens beslut FI Dnr 18-6639, (Hoylu AB), s. 5-6.
[171] Finansinspektionens beslut FI Dnr 18-6639, (Hoylu AB), s. 6.
[172] Finansinspektionens beslut FI Dnr 18-6639, (Hoylu AB), s. 12.
[173] Finansinspektionens beslut FI Dnr 18-6639, (Hoylu AB), s. 13.

investerare skall kunna fatta välgrundade investeringsbeslut och inte få en nackdelsposition gentemot insiders.[174]

5.3.3.2 Storbritannien – Financial Conduct Authority (FCA)

Brittiska tillsynsmyndigheten Financial Conduct Authority (FCA) konstaterar på sin hemsida att insiderinformation skall offentliggöras *så snart som möjligt* enligt artikel 17 MAR. Någon ytterligare vägledning ges dock inte där.[175] Många andra medlemsstaters nationella tillsynsmyndigheter, som exempelvis den finska och franska, har även de undvikit att uttala sig något vidare i frågan.

5.3.4 Jämförelse av medlemsstaterna

Vid en jämförelse av vad olika nationella tillsynsmyndigheter sagt blir det tydligt att det fortfarande finns en ganska stor variation i hur *så snart som möjligt* tolkas på nationell nivå. Detta trots att enhetlighet var ett av de största målen med MAR. Det syns även att avsaknaden av vägledning direkt från EU innebär en stor osäkerhet.

Den svenska inställningen från FI hamnar någonstans emellan de exempel som tagits upp ovan, där den tyska inställningen är betydligt striktare medan Storbritannien ger ett mer passivt eller flexibelt intryck.

[174] BaFin, *Ad hoc disclosure.*
[175] Financial Conduct Authority, *Market Abuse Regulation.*

5.4 Uttalanden och vägledning från marknadsplatser

5.4.1 Nasdaq

5.4.1.1 Vägledning kring Nasdaqs regelverk

I Nasdaqs regelverk för emittenter finns krav på informationsgivning till följd av det krav som ställs på Nasdaq som börs att ha tydliga och öppet redovisade regel för upptagande av finansiella instrument till handel på en reglerad marknad enligt värdepappersmarknadslagen.[176] I Nasdaqs regelverk punkt 3.1 anges att en emittent skall offentliggöra insiderinformation *så snart som möjligt* i enlighet med artikel 17 MAR.[177]

Nasdaq ger ut handledningstexter för hur regelverket skall tolkas. Det är viktigt att påpeka att Nasdaqs regelverk är ett avtal mellan Nasdaq och de emittenter som har finansiella instrument noterade på Nasdaqs reglerade marknad, det är alltså inte fråga om bindande lagtext i den meningen även om regelverket är bindande för emittenterna på så sätt att det är en förutsättning för notering. Regelverket och handledningstexterna ger dock en bra och tydlig bild av vad som är Nasdaqs syn på kravet på offentliggörande av insiderinformation *så snart som möjligt.*

Nasdaq gav ut en uppdaterad handledningstext avseende punkt 3.1 i regelverket 1 maj 2020.[178] Gällande *så snart som möjligt* sägs att även om innebörden av detta inte kan fastställas exakt på förhand så ger det uttryck för ett krav på skyndsamhet. Det får endast handla om kort tid som förflyter mellan uppkomsten av insiderinformation och offentliggörandet av denna. Man säger också att den tid det tar innan offentliggörandet sker måste kunna motiveras på goda grunder och att det inte får handla om längre tid än vad som krävs för att emittenten skall kunna uppfylla sin informationsgivningsskyldighet. Däremot sägs att om insiderinformationen uppstått plötsligt kan en viss tid behövas för att offentliggörandet av informationen skall kunna hanteras. Om så däremot inte varit fallet och informationen till exempel varit föremål för uppskjutande

[176] Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden, 15 kap. 1§.
[177] Nasdaq Stockholms regelverk för emittenter 1 januari 2019, punkt 3.1.
[178] Handledningstext Nasdaq Stockholm punkt 3.1 regelverk för emittenter 1 maj 2020, s. 1.

av offentliggörande sedan tidigare anser Nasdaq att emittenten haft tid att förbereda ett offentliggörande, varför ett sådant i så fall bör kunna ske betydligt mer skyndsamt.[179]

Gällande huruvida hänsyn kan tas till börsens öppettider sägs följande:

> ”Informationsskyldigheten är inte begränsad till att gälla endast under marknadsplatsens öppettider eller normala kontorstider.”[180]

Nasdaq hänvisar också till de uttalanden FI gjort i frågan[181] och nämner möjligheten att skjuta upp ett offentliggörande i vissa fall.[182]

Samma krav på informationsgivning enligt artikel 17 MAR ställs i punkt. 4.1 i regelverket för emittenter på First North.[183] I den handledningstexten sägs dock inget om *så snart som möjligt*.[184]

5.4.1.2 Q&A

I Nasdaqs dokument *Offentliggörande av information* diskuteras rekvisitet *så snart som möjligt.* Bland annat lyfts frågan om en finansiell rapport kan offentliggöras i god tid före börsens öppnande på morgonen om styrelsemötet för godkännande av nämnda rapport hållits på eftermiddagen eller kvällen dagen innan efter det att börsen stängt. Nasdaq menar att om rapporten offentliggörs i god tid före börsens öppnande morgonen efter styrelsemötet kan det vara i linje med kravet på offentliggörande *så snart som möjligt*, under förutsättning att så sker för att följa bolagets finansiella kalender för rapporter och liknande. Som argument lyfts de fördelar som finns med den effektivitet och praktiska genomförbarhet ett sådant agerande medför för emittenterna själva samt att det är till nytta för aktörerna på marknaden. Däremot menar man inte att dessa uttalanden skall ses som ställningstaganden kring vad som gäller vid ad hoc-situationer eller vid helger.[185]

---

[179] Handledningstext Nasdaq Stockholm punkt 3.1 regelverk för emittenter 1 maj 2020, s. 3.
[180] Handledningstext Nasdaq Stockholm punkt 3.1 regelverk för emittenter 1 maj 2020, s. 4.
[181] Handledningstext Nasdaq Stockholm punkt 3.1 regelverk för emittenter 1 maj 2020, s. 4.
[182] Handledningstext Nasdaq Stockholm punkt 3.1 regelverk för emittenter 1 maj 2020, s. 7-8.
[183] Nasdaq First North Growth Market – Rulebook 1 September 2019, punkt 4.1.
[184] Nasdaq First North Growth Market – Rulebook 1 September 2019, s. 14-19.
[185] Nasdaq, *Issuer Rules FAQ Swedish*, p. 1.12.

På frågan om MAR innebär någon förändring gentemot tidigare reglering gällande informationsgivningskravet sägs:

> ”Detta innebär i sig inte någon skillnad från vad som tidigare varit gällande rätt. Eftersom insiderinformation också kan omfatta pågående skeden eller händelser som inte är slutliga kan skyldigheten att offentliggöra inträda vid en tidigare tidpunkt än vad som varit fallet innan MAR. Den tidpunkt vid vilken en emittent genomför ett offentliggörande behöver dock inte skilja sig från vad som varit fallet tidigare, om villkoren för uppskjutet offentliggörande enligt MAR är uppfyllda och emittenten fattar beslut om ett uppskjutande.”[186]

Nasdaq konstaterar att det inte är fråga om ett omedelbart offentliggörande. Detta anses innebära att man kan ta hänsyn till den tid emittenten kan behöva tid för administration av offentliggörandet. Utöver rent administrativa aspekter av offentliggörandet nämns dock inget annat som kan tänkas innebära en viss tolerans gentemot emittenten i fråga om offentliggörandet skett *så snart som möjligt*.[187]

Nasdaq lyfter specifikt frågan om en emittent, i det fall att marknadsplatsen är stängd när den relevanta informationen uppkommer, kan vänta med ett offentliggörande av informationen till nästa handelsdag. På detta svarar Nasdaq ”nej”, men med en hänvisning till ordalydelsen i artikel 17 (1) MAR som enda argument. Varför ett sådant agerande inte skulle vara i linje med kravet på offentliggörande *så snart som möjligt* framgår inte. Nasdaq nämner den mer tillåtande praxis som gällde innan MAR där avvaktande till nästa handelsdag var vanligt och säger också att MAR inte anger huruvida en fortsatt sådan praxis skulle vara i linje med artikel 17 (1) eller inte.[188] Istället ger Nasdaq ett råd till emittenterna baserat på den osäkerhet de anser råda i frågan:

> ”Nasdaq förordar därför att emittenter bör iaktta stor försiktighet i detta avseende och inte förutsätta att tidigare praxis kan tillämpas.”[189]

---

[186] Nasdaq, *Issuer Rules FAQ Swedish*, p. 1.20.
[187] Nasdaq, *Issuer Rules FAQ Swedish*, p. 1.21.
[188] Nasdaq, *Issuer Rules FAQ Swedish*, p. 1.22.
[189] Nasdaq, *Issuer Rules FAQ Swedish*, p. 1.22.

I övrigt sägs också att om en emittents aktier är noterade på flera marknadsplatser som har olika öppettider så skall det beaktas vid bedömningen.[190]

5.4.2 NGM

Även NGM har en skyldighet att komma ut med regler för upptagande av finansiella instrument till handel på deras reglerade marknad. I dessa återfinns kravet på informationsgivning *så snart som möjligt* enligt artikel 17 MAR i punkt 3.1.1,[191] i vilken anges följande:

> ”Offentliggörande ska, om det inte föreligger särskilda omständigheter, ske så snart som möjligt.”[192]

I handledningstexten till punkt 3.1.3 ges ytterligare vägledning. NGM ger uttryck för att mycket kort tid får förflyta mellan uppkomsten av insiderinformation och dess offentliggörande och att detta i praktiken handlar om den tid det tar att administrera själva offentliggörandet. Samtidigt pekar NGM på att informationen måste offentliggöras på ett sätt som möjliggör en fullständig och korrekt bedömning av den. Man nämner också möjligheten till uppskjutet offentliggörande.[193] I övrigt sägs dock inget om tidsaspekten av informationsgivningskravet.

I regelverket för emittenter på NGM:s MTF Nordic SME finns, liksom i regelverket för den reglerade marknaden, en hänvisning till att insiderinformation skall offentliggöras *så snart som möjligt* enligt artikel 17 MAR.[194] Av handledningstexterna till detta framgår dock inget ytterligare utöver vad som redan nämnts.

---

[190] Nasdaq, *Issuer Rules FAQ Swedish*, p. 1.12.
[191] NGM regelverk för emittenter vars finansiella instrument är upptagna till handel på Main Regulated 4 maj 2020, punkt 3.1.1.
[192] NGM regelverk för emittenter vars finansiella instrument är upptagna till handel på Main Regulated 4 maj 2020, punkt 3.1.3.
[193] NGM regelverk för emittenter vars finansiella instrument är upptagna till handel på Main Regulated 4 maj 2020, handledningstext till punkt 3.1.3.
[194] NGM regler för bolag vars aktier är noterade på Nordic SME 3 februari 2020, punkt 4.1.1.

5.4.3 Spotlight Stock Market

5.4.3.1 Vägledning kring Spotlight Stock Markets regelverk

I Spotlights regelverk för emittenter anges i punkt 3.8 att emittenter skall offentliggöra insiderinformation enligt artikel 17 MAR.[195] Spotlight har även de en handledningstext till bestämmelsen i vilken man ger uttryck för den otvivelaktigt hårdaste tolkningen av marknadsplatserna:

> ”Kravet på ”så snart som möjligt” innebär ett omedelbart offentliggörande. Bolaget ges emellertid möjlighet att bedöma informationens karaktär och betydelse för Bolaget. Bolaget ges även möjlighet att vidta nödvändiga administrativa åtgärder.”[196]

Därefter sägs dock att bedömningen måste göras i varje enskilt fall och att informationen ofta förväntas kunna offentliggöras snabbare i det fall att bolaget haft möjlighet att förbereda sig på detta.[197] Spotlight ger alltså uttryck för en väldigt skarp tolkning av rekvisitet, att offentliggörande skall ske *omedelbart*, vilket är intressant.

5.4.3.2 Spotlights svarsbrev till ESMA

I ett svarsbrev till ESMA uppmärksammar Spotlight att MAR inte ger någon vägledning kring tolkningen av *så snart som möjligt* och pekar på de höga krav som ställs på emittenter enligt MAR. Även om investerarnas förtroende för marknaden är viktigt och investerarskyddet därför är en central del av värdepappersmarknadsrättslig reglering menar man att regleringen samtidigt måste vara möjlig att följa. De krav som ställs kan därför inte vara orimligt höga. Detta problem blir särskilt tydligt för mindre tillväxtbolag för vilka den administrativa bördan blir märkbar, enligt Spotlight.[198]

---

[195] Spotlights regelverk för emittenter, punkt 3.8.
[196] Spotlights regelverk för emittenter, handledningstext till punkt 3.8.
[197] Spotlights regelverk för emittenter, handledningstext till punkt 3.8.
[198] ESMA, Reply form for the Consultation Paper on MAR review report, Spotlight, s. 4.

Spotlight hänvisar till att praxis från EUD saknas[199] och att denna brist på en tydlig, enhetlig tolkning av rekvisitet i unionen är problematiskt. Särskilt eftersom många bolag är dubbelnoterade i olika medlemsstater vilket skapar problem när de nationella tillsynsmyndigheterna tillämpar kravet olika.[200]

Spotlight nämner också den tidigare marknadspraxis som rådde i Sverige där offentliggörande av insiderinformation som uppkommit efter börsens stängning kunde offentliggöras före börsöppning nästa handelsdag. Med hänvisning till att insiderinformation inte bara måste offentliggöras *så snart som möjligt* utan också på ett sätt som möjliggör en fullständig och korrekt bedömning av den, menar man att ett sådant förfarande skulle fylla en funktion även fortsatt.[201]

5.5 Beslut från disciplinnämnder

Av värdepappersmarknadslagen 13 kapitlet 14-15 §§ följer att en börs skall ha en disciplinnämnd med uppdrag att handlägga ärenden om eventuella överträdelser av regelverket som gäller vid en reglerad marknad.[202] Utifrån de olika disciplinnämndernas beslut går det att få en bild av hur dessa tolkar och tillämpar regleringen i praktiken. Disciplinnämnderna fattar beslut i frågor som rör huruvida bolag vars aktier är noterade på deras reglerade marknad eller handelsplattform har brutit mot det egna regelverket. Regelverken hänvisar dock till artikel 17 (1) MAR.

Det är inte alla beslut från disciplinnämnderna om insiderinformation som rör tidpunkten för offentliggörande. Dessutom finns det ett antal fall där det är fråga om så pass extrema överträdelser av kravet på offentliggörande *så snart som möjligt* att bedömningen blir självklar och någon direkt bedömning av rekvisitet inte görs. Exempelvis kan nämnas de fall då det rör sig om flera dagar eller veckor innan informationen offentliggjorts. Jag kommer därför bara gå igen de disciplinnämndsbeslut jag anser vara mest relevanta.

[199] ESMA, Reply form for the Consultation Paper on MAR review report, Spotlight, s. 7.
[200] ESMA, Reply form for the Consultation Paper on MAR review report, Spotlight, s. 8.
[201] ESMA, Reply form for the Consultation Paper on MAR review report, Spotlight, s. 11.
[202] Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden, 13 kap. 14-15 §§.

Vad som blir tydligt vid en genomgång av de beslut som kommit efter införandet av MAR blir att den tidigare svenska marknadspraxisen, där offentliggörande nästa handelsdag ansågs vara förenligt med informationsgivningskravet, har frångåtts i den faktiska tillämpningen av regleringen. Det är också intressant att både Nasdaq och Nasdaqs disciplinnämnd menar att det har skett en förändring i och med MAR av hur *så snart som möjligt* skall tolkas men att ingen av dem motiverar varför de anser att så är fallet.

5.5.1 Nasdaqs disciplinnämnd

5.5.1.1 2017:02 Hexagon

Beslutet avseende Hexagon var det första beslutet från Nasdaqs disciplinnämnd som rörde rekvisitet *så snart som möjligt.* Hexagons VD greps den 26 oktober 2016 kl. 17:30 av norska myndigheter misstänkt för brott, vilket Hexagon fick information om.[203] Hexagon offentliggjorde detta den 31 oktober 2016 kl. 08:15.[204] Kl. 09:08 samma dag offentliggjordes viss kompletterande information som börsen efterfrågat.[205] Hexagon hade fattat beslut om uppskjutet offentliggörande den 26 oktober 2016 men disciplinnämnden bedömde att förutsättningarna för detta inte längre förelåg den 27 oktober 2016 eftersom bolaget då fick information om både vilket brott dess VD var misstänkt för och vad det rörde. Därmed inträdde istället kravet på offentliggörande *så snart som möjligt*. Utifrån det ansåg disciplinnämnden att informationen då skulle offentliggöras den 27 oktober 2016. Disciplinnämndens ordval är att informationsskyldigheten då inträdde *omedelbart*.[206] Bedömningen var därför att informationen inte hade offentliggjorts *så snart som möjligt*.[207]

[203] Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2017:02, (Hexagon), s. 8.
[204] Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2017:02, (Hexagon), s. 9.
[205] Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2017:02, (Hexagon), s. 5.
[206] Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2017:02, (Hexagon), s. 8.
[207] Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2017:02, (Hexagon), s. 9.

5.5.1.2 2018:07 Oscar Properties

Oscar Properties styrelseordförande frihetsberövades den 26 september 2017. Bolaget fick veta detta samma morgon som det skedde. Oscar Properties fattade beslut om uppskjutet offentliggörande kvällen den 27 september 2017. Styrelseordföranden släpptes den 28 september 2017 kl. 11:35, kontaktade bolaget, och bolaget höll styrelsemöte kl. 13:00.[208] Kl. 14:25 offentliggjordes informationen. Disciplinnämndens bedömning var att informationen utgjorde insiderinformation kl. 11:35 och att den därefter alltså skulle offentliggjorts *så snart som möjligt*. Disciplinnämnden ansåg därmed att offentliggörandet kl. 14:25 inte hade skett *så snart som möjligt* och att det styrelsemöte som hölls inte var nödvändigt.[209]

5.5.1.3 2018:09 Invuo Technologies

Fallet med Invuo Technologies är intressant eftersom det rör en typisk sådan situation som sannolikt hade varit i linje med tidigare svensk marknadspraxis. Ett annat bolag hade undertecknat ett teckningsåtagande för en emission i Invuo Technologies kl. 17:30 den 5 mars 2018. Invuo Technologies offentliggjorde denna information kl. 08:50 nästa handelsdag, den 6 mars 2018. Det hade inte fattats något beslut om uppskjutet offentliggörande avseende denna information.[210]

Disciplinnämnden gjorde bedömningen att offentliggörandet inte skett *så snart som möjligt*. Detta med hänvisning till att det skett först nästa dag. Någon hänsyn till börsens öppettider visades alltså inte.[211]

5.5.1.4 2019:06 C-RAD

C-RAD hade kl. 13:00 den 12 december 2017 offentliggjort ett pressmeddelande med information om att en tidigare offentliggjord order hade ändrats.[212] Ändringen innebar att den

[208] Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2018:07, (Oscar Properties), s. 2.
[209] Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2018:07, (Oscar Properties), s. 3.
[210] Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2018:09, (Invuo Technologies), s. 4.
[211] Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2018:09, (Invuo Technologies), s. 5.
[212] Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2019:06, (C-RAD), s. 2.

hade minskat till hälften av sin tidigare storlek. Ändringens innebörd för avtalet nämndes dock inte. Kl. 15:33 bedömde bolaget att det var fråga om insiderinformation och ett färdigt pressmeddelande fanns kl. 23:00. Informationen offentliggjordes kl. 08:30 morgonen efter. Något uppskjutande av offentliggörande hade inte skett.[213]

Bolagets uppfattning var att det egna agerandet varit felaktigt och att offentliggörandet skett för sent. Detta borde skett redan kl. 23:00 den 12 december 2017 menade bolaget. Disciplinnämnden ansåg dock att även kl. 23:00 den 12 december 2017 var för sent för att vara i enlighet med kravet på offentliggörande *så snart som möjligt*. Detta bland annat på grund av att informationen funnits tillgänglig sedan tidigare under dagen för bolaget, samt att informationen inte var särskilt komplex. Vid vilken tidpunkt informationen borde ha offentliggjorts vill disciplinnämnden dock inte kommentera utan man nöjer sig med att konstatera att det i vart fall varit tidigare än vad som skett.[214]

5.5.2 NGM:s disciplinnämnd

Det finns ett fåtal beslut från NGM:s disciplinnämnd som berör frågan om offentliggörande *så snart som möjligt*. Dessa rör dock situationer där den försening av offentliggörandet som det är fråga om är så pass extrem att de egentligen inte säger så mycket om tolkningen av rekvisitet *så snart som möjligt.* Som exempel kan nämnas beslut 2017:3 mot Computer Innovation där ett offentliggörande av insiderinformation efter två veckor inte ansågs vara *så snart som möjligt.*[215]

5.5.3. Spotlights disciplinnämnd

Även gällande beslut i frågan från Spotlights disciplinnämnd är det många av dem som rör så pass extrema situationer att någon egentlig vägledning inte ges kring tolkningen av rekvisitet.[216] I disciplinnämndens beslut 2019 mor Recyctec var det fråga om ett offentliggörande som skett

[213] Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2019:06, (C-RAD), s. 3.
[214] Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2019:06, (C-RAD), s. 3-4.
[215] Disciplinnämnden vid Nordic Growth Market NGM beslut 2017:3, (Computer Innovation).
[216] Se exempelvis Disciplinnämnden vid Spotlight Stockmarkets beslut 2020 (Ecoclime) och 2019 (Redwood).

nästan ett dygn efter att insiderinformationen hade uppstått. Detta ansågs inte uppfylla kravet på offentliggörande *så snart som möjligt*.[217]

5.5.4 Kommentar

Disciplinnämnderna är i stor utsträckning de aktörer som tillämpar regleringen i praktiken och det är tydligt att dessa gör en strikt tolkning av *så snart som möjligt*. I vissa fall är denna tolkning så strikt att det framstår som att man tagit i lite extra för att vara på den säkra sidan. Som exempel kan nämnas Nasdaqs disciplinnämnds beslut 2017:02 mot Hexagon där man menar att offentliggörande skulle skett *omedelbart* efter det att ett uppskjutet offentliggörande inte längre var aktuellt. Användandet av begreppet *omedelbart* måste rimligtvis tolkas som att disciplinnämnden här inte tyckte att det fanns utrymme för tagande av några hänsyn alls, exempelvis för sammanställande av informationen inför offentliggörandet. Även i beslutet 2018:07 mot Oscar Properties, där ett offentliggörande efter ca. tre timmar ansågs vara för sent, ger Nasdaqs disciplinnämnd uttryck för en strikt tolkning av rekvisitet.

I andra uttalanden ger dock disciplinnämnden uttryck för att det handlar just om att informationen skall offentliggöras så snart det är möjligt, vilket inte behöver vara omedelbart. Här kan nämnas beslutet mot C-RAD där man ansåg att informationen kunde offentliggjorts snabbare eftersom den inte var särskilt komplex. Detta måste tolkas som att *så snart som möjligt* inte hade varit lika snart om informationen varit mer komplex.

Det blir tydligt att disciplinnämnderna inte längre tillämpar den marknadspraxis som var rådande innan införandet av MAR, där offentliggörande före börsens öppnande nästa handelsdag ansågs vara tillräckligt. Däremot framgår det inte tydligt någonstans varför man anser att rekvisitet nu skall tolkas annorlunda.

[217] Disciplinnämnden vid Spotlight Stockmarkets beslut 2019 (Recyctec).

KAPITEL VI – Slutsats

6.1 Bör handelsfrekvensen i ett bolags noterade aktier påverka bedömningen av rekvisitet *så snart som möjligt* i artikel 17 (1) MAR?

Frågan om hur rekvisitet *så snart som möjligt* i artikel 17 (1) MAR bör tolkas är långt ifrån besvarad på ett sådant sätt att man kan kalla den för klar eller utredd. EUD har inte tagit upp frågan alls och även i nationell domstolspraxis saknas mål rörande just tidsaspekten av informationsgivningskravet. Vägledning saknas även till stor del i övrigt, särskilt från EU vilkas myndigheter inte har kommit ut med någon vägledning alls. Viss vägledning går att få från FI och andra nationella myndigheter men denna varierar i tydlighet och i viss mån även i hur skarp tolkning av rekvisitet den innebär. Detta betyder att det finns en stor osäkerhet i hur *så snart som möjligt* bör tolkas och när insiderinformation skall offentliggöras. En följd av detta har blivit att en stor del av disciplinnämndernas beslut rör just frågan om insiderinformation har offentliggjorts tillräckligt snabbt eller inte. Den inkonsekvens och otydlighet i hur marknadsmissbruksregleringen skall tolkas och tillämpas som man ville undkomma genom införandet av MAR kvarstår alltså fortfarande i relativt stor mån.

Om frågan hur *så snart som möjligt* skall tolkas är oklar är frågan om handelsfrekvensen i en noterad aktie bör påverka bedömningen ännu mer oklar. Som redogjorts för finns idag ingen organiserad handel med aktier med lägre handelsfrekvens än fem dagar i veckan utan samtliga marknadsplatser organiserar handeln på det viset. Det finns alltså ingen praxis och inga beslut som baseras direkt på en sådan situation. Även om en ansökan om att bedriva en MTF med handel endast en gång i veckan varit uppe hos FI (och avslagits) så berördes aldrig frågan om handelsfrekvensen i FI:s beslut. Vad de ansåg om detta går alltså inte att veta. Istället blir frågan teoretisk. I det fall att organiserad handel med noterade aktier skulle ske med lägre frekvens än dagligen, bör detta då påverka bedömningen av rekvisitet *så snart som möjligt* i artikel 17 (1) MAR för de berörda emittenterna?

Inledningsvis gjorde jag en språklig analys av rekvisitet och kunde då konstatera att det inte står *omedelbart* utan *så snart som möjligt*. Lagstiftaren har alltså valt ett lägre ställt tidskrav

medvetet. Samtidigt ger *så snart som möjligt* uttryck för att det är en mycket kort tid som får förflyta innan ett offentliggörande sker.

Som har presenterats i den här uppsatsen råder det vissa meningsskiljaktigheter kring hur regleringen skall förstås, särskilt när man tittar på de syften som ligger bakom regleringen. Att motverkande av insiderhandel skulle vara ett syfte med artikel 17 (1) har kritiserats på grund av att detta skulle innebära att informationen måste ut till marknaden mycket snabbare än om så inte är fallet. Samtidigt står det trots allt i skälen till bestämmelsen att just detta är ett syfte med informationsgivningskravet och det ligger också i linje med de övergripande syften som ligger till grund för MAR som helhet om att skapa förutsättningar för en rättvisande prisbildning på marknaden och en effektiv och likvid värdepappersmarknad generellt. Den kritik som förts fram om att ett så tidigt offentliggörande skulle innebära en risk för att ofullständig eller inkorrekt information kommer ut till marknaden och därmed motverkar en välfungerande prisbildning tappar i relevans när man ser till det krav som trots allt finns på fullständighet och korrekthet vid offentliggörande.

Informationsgivningskrav har funnits reglerat länge, längre än marknadsmissbruksreglering, och det är centralt för att skapa förutsättningar för korrekt prisbildning på marknaden genom att minska förekomsten av asymmetrisk information. Detta talar för att regleringen fyller ett större syfte än att bara förhindra insiderhandel och att det snarare handlar om att öka transparensen för att genom ett ökat förtroende för marknaden skapa förutsättningar för en välfungerande värdepappersmarknad. Artikel 17 (1) gör detta genom att förhindra förekomsten av asymmetrisk information vilket skapar förutsättningar för en effektiv resursallokering. Det skyddsintresse som är aktuellt i detta fall är främst konsumentskyddsintresset.

Utifrån detta måste alltså en första bedömning bli att informationen inte skall offentliggöras omedelbart men att den måste offentliggöras så fort det kan ske på ett sätt som möjliggör en fullständig och korrekt bedömning av informationen.

Enkelt förklarat skulle man kunna säga att ett tidigt och omfattande offentliggörande motverkar insiderhandel. Ett senare och mindre omfattande offentliggörande minskar risken för skada på emittenten samtidigt som att det ökar risken för att den information som kommer ut till marknaden är ofullständig eller osäker. Detta riskerar att leda till att investerare grundar beslut på fel information vilket leder till en felaktig prissättning på marknaden. Att det trots allt finns

en uppskjutandemöjlighet för att emittenter skall kunna undvika skada på legitima intressen och att det övergripande syftet med MAR, och med värdepappersmarknadsrättslig reglering generellt, är att skapa förutsättningar för en effektiv och välfungerande marknad och prisbildning talar starkt för att det snarare är fråga om ett tidigt offentliggörande som skall ske än ett senare.

Hur viktigt det är att inte riskera att investerare är felinformerade syns också i att uppskjutandemöjligheten villkoras av att konsumentskyddet inte inskränks, detta även om det faktiskt är fråga om en risk för skada på emittentens legitima intressen. Att uppskjutandemöjligheten i artikel 17 (4) MAR formulerats som att ett uppskjutande är tillåtet om ett *omedelbart* offentliggörande skulle innebära skada talar också för att det i annat fall är just ett omedelbart, eller i vart fall ett mycket hastigt, offentliggörande som skall ske. Att det endast är skada på legitima intressen som tillmäts betydelse visar också på att den administrativa börda som ett snabbt offentliggörande innebär för ett bolag inte är relevant för bedömningen. I teorin löser alltså artikel 17 (4) problemet med att informationsgivningskravet kan innebära skada för emittenten, i praktiken kan det dock fortfarande förekomma stora praktiska och administrativa svårigheter med det som inte tas hänsyn till. Detta ligger också i linje med skälen till MAR i vilka sägs att det visserligen kan vara så att kravet på offentliggörande *så snart som möjligt* innebär en stor administrativ börda, särskilt för SME-bolag, men att ESMA då skall kunna komma ut med förtydligande riktlinjer så att kravet kan efterföljas utan att konsumentskyddet inskränks. Att ESMA inte kommit ut med några sådana riktlinjer är en annan sak. Detta talar emot att handelsfrekvensen i ett bolags noterade aktier skulle påverka bedömningen eftersom den typen av hänsyn till administrativa svårigheter för emittenten inte har ansetts motivera sänkta krav i andra situationer.

FI har tydligt tagit ställning i frågan och sagt att det faktum att insiderinformation uppkommer utanför börsens öppettider inte motiverar en försening av offentliggörandet av samma information. Detta skulle i så fall innebära att handelsfrekvensen i ett bolags noterade aktier inte heller borde påverka bedömningen eftersom det faktum att börsen är öppen eller stängd inte spelar någon roll för bedömningen. Samtidigt skall man vara medveten om att det trots allt bara är EUD som kan komma med bindande tolkningar av EU-rätten. I avsaknad av detta är dock uttalandet från FI det bästa som finns att gå på, i vart fall väger ett sådant uttalande tungt för hur regleringen kommer tillämpas i praktiken i Sverige. Detsamma gäller i någon mån de disciplinnämndsbeslut och uttalanden som finns från Nasdaq, NGM och Spotlight. När det

gäller deras uttalanden är situationen dock en annan eftersom de förefaller ge uttryck för vad de anser vara på den säkra sidan snarare än vad de anser vara mest korrekt utifrån den aktuella regleringen. Nasdaq har bland annat sagt att det endast får handla om kort tid som förflyter samt att informationsskyldigheten inte begränsas till marknadsplatsens öppettider. Angående möjligheten att vänta med offentliggörande av insiderinformation till nästa handelsdag har Nasdaq sagt att det inte är möjligt. I samband med detta säger de dock också att det inte går att utläsa av MAR om tidigare gällande marknadspraxis som tillät detta fortfarande går att tillämpa och att de därför råder emittenter att inte utgå från att så är fallet. NGM ger inte uttryck för så mycket utöver vad som går att utläsa av själva regleringen och Spotlight menar att det skulle röra sig om ett omedelbart offentliggörande.

Sammantaget måste slutsatsen bli att handelsfrekvensen i ett bolags noterade aktier inte bör påverka bedömningen av rekvisitet *så snart som möjligt* i artikel 17 (1) MAR. I vart fall är det med största sannolikhet så regleringen skulle tillämpas i Sverige, särskilt med hänsyn till den stränga tolkning FI gett uttryck för.

BILAGA – Skriftlig intervju med Philip Scholtzé (Pepins)

1. Hur planerade ni att organisera handeln på den MTF ni ansökte om tillstånd att bedriva? Vilka särdrag fanns i utformningen av handeln jämfört med de alternativ som finns idag?

Vi planerade för att ta med den handelsmodell som vi praktiserat på Pepins (tidigare Alternativa Aktiemarknaden) sedan 2003, nämligen ej daglig handel, men regelbundna handelsperioder. På det som skulle bli Pepins MTF bestämde vi oss för att utöka den regelbundenhet som vi arbetat med till veckovis, från att tidigare månadsvisa handel. Dessutom var det ambitionen att fortsatt kunna erbjuda en periodicitet i handeln som innebar att aktien var öppen för handel månads-, kvartals-, halvårs- och årsvis utöver den veckovisa handeln. Den nuvarande handelsmodellen innebär att vi under fyra handelsdagar anordnar auktionshandel under de två inledande dagar och därefter ett förfarande som innebär handel till fastställd kurs, motsvarande kursen som sätts under den andra auktionsdagen. Denna modell hade vi till stora delar tänkt överföra till Pepins MTF, dock mer koncentrerat till en dag.

De stora skillnaderna mot den handel som finns tillgänglig idag på andra MTFer och reglerade marknader i Sverige är just handelsmodellen.

2. Vilka var de primära överväganden som låg bakom att ni valde att utforma handeln på just det sättet?

Att kunna erbjuda likviditet i sitt bolags aktie utan att det ska innebära börshandel fem dagar i veckan under årets alla 52 veckor är unikt. Att handelsmodellen dessutom hade möjlighet att inte kräva realtidshandel med risk för hög volatilitet till följd av den låga likviditeten, som ofta blir resultatet när ett mindre bolag har öppet för handel årets alla börsdagar, var en drivande faktor att förverkliga. Vi ser idag mängder av bolag som handlas dagligen som har alldeles för låg likviditet för att prissättningen ska bli stabil. Dessa riskerar hög volatilitet och det tror vi är en stressfaktor för bolag som inte har resurser som hanterar investerarrelationer, utan ofta låter vd hantera kommunikationen med aktiemarknaden. Att göra det i ett litet bolag är utmanande

och sällan rätt prioritering. Att då kunna ge bolaget möjlighet att vara noterade på “sina egna villkor” tror vi skulle skapa en bättre marknad för alla aktörer, såväl emittenter som mäklare och aktiehandlare. Pepins MTF hade minskat gapet från att vara onoterad och varit ett fantastiskt första steg för bolag som har ambition att notera sig på dagligt handlade MTFer eller reglerade marknader, men också för bolaget som inte vill ha daglig handel, av en eller annan anledning.

KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING

Offentligt tryck

Lagar

Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden.

Lag (2016:1306) med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmissbruksförordning.

Propositioner

Prop. 2004/05:142. *Marknadsmissbruk.*

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

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

Statens offentliga utredningar

SOU 2006:50. *En ny lag om värdepappersmarknaden*.

EU-rättsligt offentligt tryck

Grundfördrag

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

Förordningar

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 (MAR).

Direktiv

EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk) (MAD).

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.

Riktlinjer, förslag m.m.

ESMA, Consultation Paper, MAR Review Report, ESMA 70-156-1459.

ESMA, Reply form for the Consultation Paper on MAR review report, Spotlight.

ESMA, Reply form for the Consultation Paper on MAR review report, Nasdaq.

ESME, Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States: A first evaluation, ESME Report, 2007. [Cit: ESME, 2007].

Kommissionens förslag till europaparlamentets och rådets förordning om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk) 2001/0295 (COD).

Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk), COM/2011/0651.

Meddelande från Kommissionen till Europaparlamentet, Rådet, Europeiska ekonomiska och sociala kommittén samt regionkommittén, Handlingsplan för en kapitalmarknadsunion, COM/2015/0468.

Beslut från myndigheter

Beslut från Finansinspektionen

Finansinspektionens beslut DNR 18–6639 (Hoylu AB).

Finansinspektionens beslut DNR 17-22855 och 18-633 (Pepins Securities AB).

Marknadsplatsernas regelverk

Nasdaq Stockholm, Regelverk för emittenter 1 januari 2019.

Nasdaq OMX First North, First North Rulebook 1 January 2014.

Nasdaq First North Growth Market, Rulebook 1 September 2019.

Nordic Growth Market NGM, Regelverk för emittenter vars finansiella instrument är upptagna till handel på Main Regulated 4 maj 2020.

Nordic Growth Market NGM, Regler för bolag vars aktier är noterade på Nordic SME 3 februari 2020.

Spotlight Stock Market, Regelverk för emittenter 21 augusti 2019.

Beslut från disciplinnämnder

Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2010:2, (NovaCast Technologies AB).

Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2013:05, (CybAero AB).

Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2017:02, (Hexagon AB).

Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2018:07, (Oscar Properties).

Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholm, beslut 2018:09, (Invuo Technologies AB).

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

Disciplinnämnden vid Nordic Growth Market NGM, beslut 2012:01, (Panaxia).

Disciplinnämnden vid Nordic Growth Market NGM, beslut 2017:03, (Computer Innovation).

Disciplinnämnden vid Spotlight Stock Market, beslut 2019, (Recyctec).

Disciplinnämnden vid Spotlight Stock Market, beslut 2019, (Redwood).

Disciplinnämnden vid Spotlight Stock Market, beslut 2020, (Ecoclime).

Disciplinnämnden vid Nasdaq Helsingfors, beslut 3 december 2019, (Pihlajalinna Plc).

Litteratur

Baxter, Brian P. P. *The Securities Black Market: Dark Pool Trading and the Need for a More Expansive Regulation ATS-N*. Vanderbilt Law Review 70.1 (2017): 311-37. Web. [cit. Baxter, *The Securities Black Market*].

Di Noia, Carmine, and Matteo Gargantini. *Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime*. European Company and Financial Law Review 9.4 (2012): 484-529. Web. [cit. Di Noia och Gargantini, *Issuers at Midstream*].

Hansen, Jesper. *Issuers' Duty to Disclose inside Information.* ERA Forum 18.1 (2017): 21-39. Web. [cit. Hansen, *Issuer's Duty*].

Hansen, Jesper. *Market Abuse Case Law - Where Do We Stand with MAR?* European Company and Financial Law Review 14.2 (2017): 367-90. Web. [cit. Hansen, *Where Do We Stand with MAR*].

Hansen, Jesper. *Say When: When Must an Issuer Disclose Inside Information?* (September 19, 2016). Nordic & European Company Law Working Paper No. 16-03, University of Copenhagen Faculty of Law Research Paper No. 2016-28, [cit. Hansen, *Say When*].

Krause, Hartmut, and Michael Brellochs. *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 8.3 (2013): 283-99. Web. [cit. Krause och Brellochs, *Insider Trading and the Disclosure of inside information*].

Sandeberg, Catarina. *Marknadsmissbruk-Insiderbrott och kursmanipulation*, Iutus Förlag AB, 2002. [Cit: Sandeberg, *Marknadsmissbruk*].

Schmauch Magnus. *EU:s marknadsmissbruksförordning m.m.*, version 1A, JUNO. [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*].

Internetkällor

BaFin, *Ad hoc disclosure*, tillgänglig på: https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/BoersenMaerkte/Transparenzpflichten/Ad-hoc-Publizitaet/ad-hoc-publizitaet_artikel_en.html, hämtad: 2020-10-27.

ESMA, *Questions and Answes*, tillgänglig på: https://www.esma.europa.eu/questions-and-answers, hämtad 2020-09-15.

ESMA, *Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (MAR)*, version 14, tillgänglig på: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf, hämtad 2020-09-16.

ESMA, *ESMA in brief*, tillgänglig på: https://www.esma.europa.eu/about-esma/esma-in-brief, hämtad: 2020-12-02.

Financial Conduct Authority, *Market Abuse Regulation*, tillgänglig på: https://www.fca.org.uk/markets/market-abuse/regulation, hämtad: 2020-10-27.

Finansinspektionen, *Frågor och svar om insiderinformation*, tillgänglig på: https://www.fi.se/contentassets/3c85228438a048c799fc93d94db113bc/fos_insiderinfo_20190516.pdf, hämtad 2020-12-02.

Finansinspektionen, *Insiderinformation - När ska insiderinformation offentliggöras?*, tillgänglig på: https://www.fi.se/sv/marknad/emittenter/insiderinformation/, hämtad 2020-12-02.

Nasdaq, *Handledning från börsen gällande offentliggörande av insiderinformation*, tillgänglig på: nasdaq.com/docs/2020/05/01/Handledningstext-Nasdaq-Stockholm-punkt-3.1-regelverk-för-emittenter-1maj2020.pdf, hämtad: 2020-12-02.

Nasdaq, *Marknadsmissbruksförordningen (MAR) och skyldigheten att offentliggöra insiderinformation – Frågor och svar med anledning av implementeringen av*

Marknadsmissbruksförordningen 596/2014 (MAR) 3 juli 2016, tillgänglig på: https://www.ropa.se/wp-content/uploads/2016/07/170227-ROPA-web-MAR_QA_161213-SV_tcm5044-35879.pdf, hämtad: 2020-12-02.

Nasdaq, *Offentliggörande av information – Fråga & Svar*, tillgänglig på: https://www.nasdaq.com/docs/Issuer-Rules-FAQ-Swedish.pdf, hämtad: 2020-12-02.

Spotlight Stock Market, *Vägledning från Spotlight gällande tillämpningen av MAR* 2019-11-14, tillgänglig på: https://spotlightstockmarket.com/media/6630/vaegledning-fraan-spotlight-gaellande-tillaempningen-av-mar.pdf, hämtad: 2020-12-02.