

## Handledning från börserna gällande offentliggörande av insiderinformation

EU-lagstiftaren har valt att reglera marknadsmissbruksfrågor, emittenters tillgängliggörande av insiderinformation inkluderat, i förordningsform. Det innebär att reglerna är direkt tillämpliga i alla medlemsstater. Syftet med regleringsformen är att säkerställa enhetliga villkor genom att förhindra uppkomsten av olikartade nationella krav till följd av införlivande av ett direktiv i nationell lagstiftning. En förordning kräver att alla personer följer samma regler i hela unionen.

Artikel 17 i EU:s marknadsmissbruksförordning<sup>1</sup> (MAR) föreskriver att emittenter ska offentliggöra insiderinformation så snart som möjligt. Begreppet insiderinformation definieras i artikel 7 i MAR. Som ett alternativ till att offentliggöra insiderinformationen så snart som möjligt medges att emittenter, på eget ansvar i enlighet med artikel 17.4 i MAR, beslutar att skjuta upp offentliggörande av den.

MAR utgör tvingande lagstiftning. Emittenter kan således inte undkomma sin skyldighet att offentliggöra insiderinformation genom att ingå ett avtal med en annan part med innebörden att viss information, eller detaljer i sådan information, inte får offentliggöras av emittenten.

Punkt 3.1.1 i Nasdaq Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares och punkt 4.1.1 i Nasdaq First North Growth Market Rulebook speglar emittenters skyldigheter enligt artikel 17 i MAR. Syftet med detta dokument är att ge viss vägledning kring tillämpningen av dessa bestämmelser. Syftet är inte att ålägga emittenten andra skyldigheter än vad som följer av MAR, till MAR kompletterande rättsakter och den vägledning som meddelas av European Securities and Markets Authority (ESMA).

### Insiderinformation

Vad som utgör insiderinformation för den enskilda emittenten får avgöras från fall till fall med utgångspunkt i rekvisiten i artikel 7 i MAR, dvs. huruvida informationen är:

- i. av specifik natur,
- ii. som inte har offentliggjorts,
- iii. som direkt eller indirekt rör emittenten eller ett finansiellt instrument, och
- iv. som, om den offentliggjordes, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på det finansiella instrumentet.

Information är av specifik natur om den anger omständigheter som föreligger eller rimligtvis kan komma att föreligga eller en händelse som har inträffat eller som rimligtvis kan förväntas inträffa och om denna information är tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på priserna på finansiella instrument (se artikel 7.2 i MAR). I det s.k. Lafonta-målet<sup>2</sup> framkommer av EU-domstolens dom<sup>3</sup> att specificitetsrekvisitet inte förutsätter att

---

<sup>1</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 596/2014 av den 16 april 2014.

<sup>2</sup> Avsåg specificitetsrekvisitet i sin motsvarande skepnad enligt det tidigare marknadsmissbruksdirektivet.

<sup>3</sup> EU-domstolens dom den 11 mars 2015 i mål C-628/13 (Lafonta).

informationen med viss tillräckligt hög grad av sannolikhet ska kunna antas ha en potentiell inverkan i en viss riktning på aktiekursen. Endast "diffus eller allmän information som inte möjliggör någon slutsats avseende dess potentiella effekt" utesluts genom specificitetsrequisitet.

Insiderinformation avser information som, om den offentliggjordes, *sannolikt* skulle ha en väsentlig inverkan på priset på emittentens finansiella instrument. För att viss information ska bedömas som insiderinformation förutsätts således inte att det sker en verklig förändring av priset.

Med väsentlig inverkan avses information som en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut.

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

När insiderinformation rör ett förlopp som sker i etapper kan varje etapp i förloppet såväl som förloppet som helhet utgöra insiderinformation. Ett mellanliggande steg i en över tiden pågående process kan i sig utgöra omständigheter eller en händelse som föreligger eller som det finns faktiska utsikter för att den kan komma att föreligga eller inträffa, på grundval av en övergripande bedömning av faktorer som föreligger vid den relevanta tidpunkten. Ett mellanliggande steg bör anses vara insiderinformation om det i sig uppfyller de kriterier för insiderinformation som fastställs i MAR.

Information som avser en händelse eller omständigheter som utgör ett mellanliggande steg i en över tiden pågående process kan exempelvis hänföra sig till läget i avtalsförhandlingar, villkor som provisoriskt godkänts i avtalsförhandlingar, möjligheten för placering av finansiella instrument, villkor för marknadsföring av finansiella instrument, provisoriska villkor för placeringen av finansiella instrument, eller överväganden om att införa ett finansiellt instrument i ett större index eller om att utesluta ett finansiellt instrument från ett sådant index.

Bedömningen av vad som är insiderinformation ska göras bolagsspecifikt och baseras på fakta och omständigheter som föreligger i det enskilda fallet. Börsens övervakningsfunktion, som enligt lag har tystnadsplikt, är tillgänglig för konsultation kring informationsgivnings- och tolkningsfrågor. Oaktat sådan eventuell konsultation eller att emittenten inhämtat annan extern rådgivning bär dock emittenten det fulla ansvaret för den slutliga informationsgivningen.

Vid bedömningen av vad som kan utgöra insiderinformation kan följande faktorer beaktas:

- beslutets eller händelsens förväntade omfattning eller betydelse i relation till hela emittentens verksamhet,
- betydelsen av den nya informationen i förhållande till de faktorer som avgör prissättningen på de finansiella instrumenten, eller
- andra faktorer som skulle kunna påverka priset på de finansiella instrumenten.

Om emittenten får ta del av information från en extern part som för emittenten skulle kunna utgöra insiderinformation måste källans tillförlitlighet beaktas.

Vidare bör i bedömningen inkluderas huruvida liknande information tidigare har haft effekt på priset på de finansiella instrumenten eller om emittenten vid tidigare tillfällen bedömt vissa beslut eller händelser som insiderinformation. Detta innebär inte att etablerade interna riktlinjer och policyer eller tidigare bedömningar kring när ett offentliggörande ska ske, inte kan behöva ändras. En konsekvent hantering av likartad information bör emellertid eftersträvas.

Insiderinformation kan exempelvis avse:

- order,
- investeringsbeslut,
- samarbetsavtal eller andra väsentliga avtal,
- köp och försäljning av bolag eller verksamhet,
- pris- eller valutakursförändringar,
- kredit- och kundförluster,
- joint ventures,
- forsknings- och studieresultat,
- legala tvister och myndighets- och domstolsbeslut,
- finansiella svårigheter,
- likviditetsgarantavtal,
- information rörande dotter- och intressebolag,
- revisionsberättelse,
- förändring av resultat eller finansiell ställning, och
- genomgripande förändring av emittentens verksamhet.

Vägledning kring vad som kan utgöra insiderinformation kan hämtas från avgöranden av Börsens disciplinnämnd.

#### Offentliggörande av insiderinformation

Enligt artikel 17 i MAR ska emittenten så snart som möjligt informera allmänheten om insiderinformation som direkt berör emittenten.

Innebörden av ett offentliggörande så snart som möjligt kan inte på förhand fastställas på en allmängiltig nivå eller med exakthet. Däremot står klart att begreppet ger uttryck för en skyndsamhetsprincip och att det som utgångspunkt ska förflyta endast kort tid mellan det att informationsskyldigheten har uppstått och fullgörandet av den. Tidsutdräkten fram till offentliggörandet ska på goda grunder kunna motiveras och inte vara längre än vad som krävs för fullgörandet. I vilken mån offentliggörandet har kunnat förberedas påverkar acceptansen för tidsåtgången. Om informationen har varit föremål för ett uppskjutet offentliggörande har offentliggörandet normalt också kunnat förberedas, varför verkställandet bör kunna ske snabbt. Om insiderinformation istället uppstår plötsligt och oförutsett krävs naturligen ofta något mer tid för att hantera offentliggörandet av den.

Börsens disciplinnämnd har i ett stort antal avgöranden tagit ställning till frågan om offentliggörande så snart som möjligt varför ytterligare vägledning även kan inhämtas från dessa.

Informationsskyldigheten är inte begränsad till att gälla endast under marknadsplatsens öppettider eller normala kontorstider.

Finansinspektionen har gett uttryck för att en emittent inte anses ha offentliggjort insiderinformation så snart som möjligt om:

- en emittent har kommit i åtnjutande av insiderinformation när marknaden är stängd och väljer att avvakta med offentliggörandet enbart på grundval av att marknaden är stängd,
- en emittent har kommit i åtnjutande av insiderinformation under en helg och väljer att avvakta med offentliggörandet enbart på grundval av att den publiceringsmekanism som normalt används inte är i drift vid den tidpunkten,
- insiderinformation har uppstått men emittenten avvaktar offentliggörandet i syfte att få tillgång till ytterligare detaljer, eller om
- emittentens interna organisation för offentliggörande av insiderinformation leder till att offentliggörandet fördröjs.<sup>4</sup>

Emittenten ska se till att insiderinformation offentliggörs på ett sätt som ger allmänheten möjlighet till en fullständig och korrekt bedömning av informationen. Utöver de tidsmässiga kraven innehåller således MAR krav med avseende på innehållet i offentliggörandet. Vad som krävs för att nå upp till kraven måste avgöras i det enskilda fallet. En rimlig metodik är att utgå från kärnan i insiderinformationen för att därefter ta ställning till vilka närmare uppgifter som måste inkluderas för att möjliggöra en fullständig och korrekt bedömning av informationen. Som framhållits redan inledningsvis är det inte möjligt att utesluta, för bedömningen, relevanta detaljer med hänvisning till exempelvis sekretessavtal eller konkurrensskäl.

En i sammanhanget ofta diskuterad fråga är angivande av identiteten på en motpart till ett avtal. Börsens utgångspunkt är att det är relevant för bedömningen av betydelsen av ett avtal att ha kunskap om vem motparten till avtalet är. I vissa undantagsfall kan sådan uppgift utelämnas, om det på goda grunder kan påvisas att det inte påverkar förutsättningen att göra en riktig bedömning av informationen. I vissa situationer kan även motparten beskrivas i alternativa termer, utan att den faktiska identiteten lämnas, vilket är tillåtet förutsatt att en fullständig och korrekt bedömning av avtalet alltjämt låter sig göras.<sup>5</sup>

Även om innehållet i ett offentliggörande måste bestämmas från fall till fall kommenterar Börsen i det följande vilka uppgifter som ofta kan förväntas i olika typer av offentliggöranden.

---

<sup>4</sup> *Frågor och svar om insiderinformation*, tillgängligt på Finansinspektionens webbplats – <https://fi.se>.

<sup>5</sup> Se Börsens disciplinnämnds avgörande 2018:05.

### *Order och investeringsbeslut samt samarbetsavtal*

Rörande en order kan det vara väsentligt att lämna uppgift om:

- kundens identitet,
- ordersumma, förutsatt att det monetära värdet bedöms vara av betydelse för emittenten,
- vilken produkt eller tjänst ordern avser,
- väsentligt orderinnehåll inklusive väsentliga villkor,
- vilken tidsperiod som ordern omfattar, och
- annan information som förklarar varför ordern bedöms utgöra insiderinformation.

Gällande samarbetsavtal är det inte alltid möjligt att redan vid ingåendet bedöma de finansiella effekterna varför en tydlig beskrivning av motiv, syfte och planer är av stor betydelse.

### *Köp och försäljning av bolag eller verksamhet*

Information om köp eller försäljning av ett bolag eller en verksamhet bör normalt innehålla följande uppgifter:

- köpesumman och eventuella tilläggsköpeskillningar,
- betalningsvillkor eller andra väsentliga villkor för exempelvis fullföljande av transaktionen,
- finansiering,
- skälen för transaktionen,
- relevant information om den köpta eller sålda verksamheten,
- finansiella effekter,
- bedömd påverkan på emittentens verksamhet och räkenskaper, och
- tidplan.

Med ledning av den information som lämnas ska marknaden och investerare kunna bedöma såväl de finansiella som organisationsmässiga effekterna av köpet eller försäljningen samt hur transaktionen påverkar värderingen av emittentens finansiella instrument. För att kunna bedöma de finansiella effekterna bör emittenten informera om köpesumman. I undantagsfall, t.ex. om köpesumman är obetydlig i förhållande till värdet på emittenten och därför är oväsentlig i sammanhanget, kan uppgift om köpesumman vara mindre relevant. Likaså om ett förvärv utgör insiderinformation endast på grund av förvärvets strategiska betydelse.

Om ett offentliggörande sker i ett tidigt skede, innan slutligt avtal undertecknats och innan ett slutligt pris fastställts, får köpesumman istället delges marknaden när den har fastställts. Det förekommer även att köpesumman är relaterad till den framtida utvecklingen av det förvärvade bolaget eller verksamheten. I sådana fall bör emittenten i ett första skede offentliggöra uppgifter om den initiala köpesumman tillsammans med de faktorer som kan komma att påverka köpesumman genom aktualisering av tilläggsköpeskillning och i förekommande fall offentliggöra den slutliga köpesumman vid ett senare tillfälle.

### *Finansiella svårigheter*

Vid finansiella svårigheter kan det vara väsentligt att upplysa om det befintliga rörelsekapitalet och hur länge detta räcker. Om emittenten har överskridit villkor rörande exempelvis soliditet, försäljning, kreditbetyg eller liknande i befintliga låneavtal kan information om sådana förhållanden krävas liksom

eventuella krav från eller överenskommelser med kreditgivare. Emittenten bör även förklara hur den finansiella situationen avses hanteras och redogöra för tidsplanen kring planerade åtgärder.

#### *Myndighetsbeslut*

Informationsgivning avseende myndighetsbeslut kan innebära viss utmaning då den ofta kan vara svår att med precision förbereda, i brist på förhandsinformation från den aktuella myndigheten. Flera utkast på pressmeddelande som tar sikte på olika tänkbara utfall bör därför förberedas.

Det bör noteras att det primärt är beslutet i sig som ska redogöras för. Omedelbart, eller sedan tidigare, identifierade konsekvenser bör inkluderas i den initiala informationsgivningen medan en mer fullständig analys av samtliga effekter, om detta bedöms nödvändigt, ofta får offentliggöras i efterföljande pressmeddelanden, ett s.k. stegvist offentliggörande. Ett sådant stegvist offentliggörande kan nödvändiggöras även med hänsyn till läckagerisk.

#### *Revisionsberättelse*

Om en revisionsberättelse innehåller anmärkningar vilka bedöms utgöra insiderinformation ska information om sådana anmärkningar offentliggöras särskilt. Det bör upplysas om hur emittenten avser att hantera eller redan har hanterat anmärkningar.

#### *Förändring av resultat eller finansiell ställning*

Huruvida information om en avvikelse avseende emittentens finansiella resultat eller ställning i ett kommande kvartalsutfall ska offentliggöras särskilt, före offentliggörandet av en delårsrapport, avgörs av om 1) avvikelsen i sig bedöms utgöra insiderinformation och 2) om informationen är möjlig att skjuta upp i avvaktan på offentliggörandet av delårsrapporten eller inte. Om fråga är om en väsentlig avvikelse från vad som rimligen kan förväntas, med ledning av den information som emittenten har offentliggjort eller på annat sätt kommunicerat tidigare, och ett uppskjutande därför skulle riskera att vilseleda marknaden ska information om avvikelsen offentliggöras så snart som möjligt efter det att den har identifierats.

Det bör således noteras att analytikens antaganden inte kan ligga till grund för en bestämd slutsats att en avvikelse utgör insiderinformation och inte heller, per definition, likställas med marknadens samlade förväntansbild. Utgångspunkten för en bedömning av marknadens förväntningar är vad bolaget självt givit upphov till genom egen informationsgivning, varvid analytikens antaganden i ljuset därav kan vara en relevant indikation. Det bör även noteras att inte varje sådan avvikelse nödvändigtvis måste bli föremål för ett särskilt offentliggörande före offentliggörandet av en delårsrapport, endast väsentliga avvikelser anses riskera att vilseleda marknaden.

När det gäller bedömningen av om finansiella resultatavvikelser utgör insiderinformation måste en helhetsbedömning av omständigheterna i det enskilda fallet göras med utgångspunkt i emittentens samlade historiska kommunikation med marknaden. Naturliga säsongsvariationer och generell marknadsutveckling bör även beaktas. Även finansiell information avseende en kortare period av en räkenskapsperiod kan utgöra insiderinformation, men det kan ofta förhålla sig så att den är behäftad med sådan osäkerhet att den inte uppfyller förutsättningarna för att utgöra insiderinformation på egna meriter.

Det är inte en förutsättning, för att uppfylla innehållskraven i artikel 17 i MAR, att de finansiella resultaten redovisas exakt. Om exakta siffror inte kan tillhandahållas är en ungefärlig uppgift tillräcklig.

Det bör dock förklaras vad som bedöms orsaka avvikelsen samt, i förekommande fall, upplysas om siffrorna inte varit föremål för revisors granskning eller revision.

Ett pressmeddelande ska alltid innehålla följande uppgifter:

- identiteten på den emittent som informationen hänför sig till i form av fullständigt officiellt namn,
- identiteten på den person som lämnar informationen (fullständigt namn och ställning hos emittenten), samt
- datum och tidpunkt för offentliggörandet.<sup>6</sup>

Strukturen på pressmeddelandet ska vara sådan att den mest väsentliga informationen presenteras tydligt i början av meddelandet. Pressmeddelandet ska ha en rubrik som är rättvisande för innehållet. Av pressmeddelandet ska även framgå att fråga är om insiderinformation som offentliggörs i enlighet med MAR. En vanligt förekommande formulering för det sistnämnda är: "Denna information är sådan som [X AB] är skyldigt att offentliggöra enligt EU:s marknadsmissbruksförordning. Informationen lämnades, genom [ovanstående] kontaktpersons försorg, för offentliggörande den [datum] kl. [X]."

Av till MAR hörande genomförandeförordning framgår att emittenten ska offentliggöra insiderinformation med tekniska medel som garanterar att informationen sprids till en så stor allmänhet som möjligt på ett icke-diskriminerande sätt.<sup>7</sup> Det innebär i praktiken att emittenten måste offentliggöra insiderinformation genom ett pressmeddelande som distribueras genom en nyhetsdistributör vilken kan tillse att informationen förmedlas till medier som åtnjuter en rimlig nivå av förtroende från allmänheten, för att garantera dess effektiva spridning. I Sverige är nyhetsdistributörer inte föremål för myndighetsgodkännande eller godkännande av Börsen. Det finns emellertid ett antal väletablerade nyhetsdistributörer i Sverige som får antas kunna säkerställa erforderlig spridning.

All insiderinformation som offentliggörs ska samtidigt med offentliggörandet tillhandahållas Börsen på det sätt som Börsen anvisar. Insiderinformationen ska även publiceras på emittentens webbplats och finnas tillgänglig där under minst fem år. Därtill ska de emittenter vars finansiella instrument är upptagna till handel på Nasdaq Stockholm rapportera den offentliggjorda insiderinformationen till Finansinspektionens Börsinformationsdatabas.

#### Korrigeringar av tidigare offentliggjord insiderinformation

Korrigeringar av insiderinformation som offentliggjorts av emittenten ska offentliggöras så snart som möjligt om inte felet är oväsentligt.

#### Beslut om uppskjutet offentliggörande

En stor del av alla offentliggöranden av insiderinformation som sker har föregåtts av ett beslut om uppskjutet offentliggörande. Det förklaras i hög grad av att ett offentliggörande av insiderinformation i ett tidigt skede, innan händelsen eller omständigheterna som insiderinformationen avser har realiserats, ofta riskerar att skada emittentens intressen.

---

<sup>6</sup> Kommissionens genomförandeförordning (EU) 2016/1055.

<sup>7</sup> Kommissionens genomförandeförordning (EU) 2016/1055.

Ett beslut om uppskjutet offentliggörande förutsätter att samtliga villkor enligt MAR är uppfyllda. Emittenten ska kunna visa att:

1. ett omedelbart offentliggörande sannolikt skadar legitima intressen för emittenten,
2. det är inte sannolikt att ett uppskjutet offentliggörande vilseleder allmänheten, och att
3. emittenten kan säkerställa att informationen förblir konfidentiell.

Samtliga tre villkor måste vara uppfyllda under hela uppskjutandet varför ett sådant beslut måste omprövas med regelbundenhet. Om förutsättningarna för uppskjutandet förändras på ett sådant sätt att villkoren inte längre uppfylls, kan ett uppskjutande alltjämt fortgå om beslutet kan motiveras på andra grunder. Generellt sett är det svårt att upprätthålla ett uppskjutande efter realitetstidpunkten, dvs. efter det att omständigheterna eller händelsen realiserats.

Ett beslut om uppskjutet offentliggörande ska dokumenteras och i vart fall inkludera följande.<sup>8</sup>

- Datumen och tidpunkterna då:
  - insiderinformationen för första gången fanns hos emittenten,
  - beslutet fattades om att skjuta upp offentliggörandet av insiderinformationen,
  - emittenten troligtvis kommer att offentliggöra insiderinformationen.
- Identiteten på de personer hos emittenten som är ansvariga för att:
  - ha fattat beslutet om att skjuta upp offentliggörandet och beslutet om början på uppskjutandet och dess troliga slut,
  - garantera den pågående kontrollen av villkoren för uppskjutandet,
  - fatta beslut om att offentliggöra insiderinformationen, och
  - tillhandahålla den begärda informationen om uppskjutandet och den skriftliga förklaringen till den behöriga myndigheten.

Vid ett uppskjutet offentliggörande av insiderinformation, ska emittenten använda sig av tekniska medel som bl.a. garanterar att bevis om den ursprungliga uppfyllelsen av de villkor som avses i artikel 17.4 i MAR och om alla förändringar beträffande denna uppfyllelse under perioden för uppskjutandet, är tillgänglig, läsbar och bevaras i ett varaktigt medium.<sup>9</sup>

Information om att ett offentliggörande av insiderinformation varit föremål för ett beslut om uppskjutet offentliggörande ska omedelbart lämnas till Finansinspektionen efter att informationen offentliggjorts. En sådan anmälan görs via e-post.<sup>10</sup>

---

<sup>8</sup> Kommissionens genomförandeförordning (EU) 2016/1055.

<sup>9</sup> Kommissionens genomförandeförordning (EU) 2016/1055.

<sup>10</sup> För anmälan finns en särskild blankett tillgänglig på Finansinspektionens webbplats.