



**KLAGANDE OCH MOTPART**

Unwrap Finance Nordic AB, 556842-2694

Ombud: Advokaterna Ola Svanberg och Dennis Westermark

**MOTPART OCH KLAGANDE**

Finansinspektionen

**ÖVERKLAGAT AVGÖRANDE**

Förvaltningsrätten i Stockholms dom den 21 september 2022  
i mål nr 18937-21, se bilaga A

**SAKEN**

Särskild avgift enligt lagen med kompletterande bestämmelser till EU:s  
blankningsförordning

---

**KAMMARRÄTTENS AVGÖRANDE**

1. Kammarrätten avslår Unwrap Finance Nordic AB:s överklagande.
2. Kammarrätten avslår Finansinspektionens överklagande.
3. Kammarrätten avvisar Unwrap Nordic Finance AB:s yrkande om ersättning för ombudskostnader i kammarrätten.

### YRKANDEN M.M.

Finansinspektionen beslutade den 12 maj 2021 att Unwrap Finance Nordic AB ska betala en särskild avgift om 25 miljoner kr för underlåtenhet att anmäla att bolagets korta nettoposition i aktier i ArcAroma AB vid 57 tillfällen har uppnått eller sjunkit under relevanta tröskelvärden för anmälan.

Bolaget överklagade beslutet till förvaltningsrätten som den 21 september 2022 biföll överklagandet på så sätt att den särskilda avgiften fastställdes till 3 miljoner kr. Förvaltningsrätten avvisade samtidigt bolagets yrkande om ersättning för ombudskostnader.

**Unwrap Finance Nordic AB** yrkar i första hand att Finansinspektionens beslut ska upphävas och i andra hand att den särskilda avgiften ska efterges eller sättas ner till lämpligt belopp. Bolaget yrkar även ersättning för ombudskostnader i förvaltningsrätten och kammarrätten med 1 746 000 kr. Bolaget anser att Finansinspektionens överklagande ska avslås.

Bolaget har gett in och åberopat bl.a. flera utlåtanden av Lars Klöhn, professor i civil- och handelsrätt vid Humboldt-Universität Berlin.

**Finansinspektionen** yrkar att kammarrätten med ändring av förvaltningsrättens dom bestämmer att Unwrap ska betala en avgift på 15 miljoner kr. Finansinspektionen anser att Unwraps överklagande ska avslås.

Kammarrätten har hållit muntlig förhandling i målet.

## SKÄLEN FÖR KAMMARRÄTTENS AVGÖRANDE

### *Utgångspunkter för prövningen*

#### *Blankningsförordningen*

Vid tillämpningen av förordning nr 236/2012 om blankning och vissa aspekter av creditswappar (blankningsförordningen)<sup>1</sup> avses med blankning, med vissa undantag, försäljning av bl.a. aktier som säljaren inte äger vid ingåendet av säljvtalet (artikel 2.1 b). Genom blankning av en aktie som emitterats av ett företag uppkommer en så kallad kort position i emitterat aktiekapital (artikel 3.1 a). En lång position i emitterat aktiekapital uppkommer genom innehav av t.ex. en aktie som emitterats av ett företag (art 3.2 a), eller en position som uppkommer genom en transaktion som skapar eller avser ett annat finansiellt instrument än en aktie eller statspapper där en av effekterna av transaktionen är att ge den juridiska person som ingår transaktionen en finansiell fördel om priset eller värdet på aktien eller skuldinstrumentet stiger (artikel 3.2 b).

I blankningsförordningen definieras finansiellt instrument som något av de instrument som förtecknas i avsnitt C i bilaga I till direktiv 2004/39/EG, numera ersatt av MiFID II och MiFIR II<sup>2</sup> (artikel 2.1 a i blankningsförordningen och artikel 94 i MiFID II). Av bilagan framgår att finansiella instrument avser bl.a. optioner, terminkontrakt, swappar, räntesäkringsavtal och varje annat derivatkontrakt som avser värdepapper, valutor, räntor eller avkastningar, eller andra derivatinstrument, finansiella index eller finansiella mått som kan avvecklas fysiskt eller kontant.

---

<sup>1</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 236/2012 av den 14 mars 2012 om blankning och vissa aspekter av creditswappar

<sup>2</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU, och Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 600/2014 av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012

I del 1 i bilaga I till kommissionens delegerade förordning 918/2012<sup>3</sup> anges bl.a. olika namngivna derivatinstrument. Med derivatinstrument avses bl.a. värdepapper som ger rätt att förvärva eller sälja aktier eller som resulterar i en kontantavveckling som beräknas utifrån noteringar för exempelvis aktier (artikel 4.1 44 c MiFID II).

Blankningsförordningen syftar till att minska riskerna för att blankning eller blankningsliknande transaktioner avseende aktier eller statspapper bidrar till att skapa instabilitet på de finansiella marknaderna. Genom förordningen har det därför införts ett anmälningsskyldighetskrav för betydande så kallade korta nettositioner i aktier och statspapper (prop. 2011/12:175 s. 1 och 12). En kort nettosition i emitterat aktiekapital är den position som återstår efter avdrag av alla långa positioner innehavaren har i ett företags emitterade aktiekapital från alla korta positioner innehavaren har i det berörda företags emitterade aktiekapital (artikel 3.4 i blankningsförordningen).

#### *Anmälningsskyldigheten*

Den som har en kort nettosition i det emitterade aktiekapitalet för ett företag vars aktier är upptagna för handel på en handelsplats ska anmäla till Finansinspektionen om positionen uppnår eller sjunker under det relevanta tröskelvärdet för anmälan. Vid tidpunkten för de aktuella transaktionerna var det relevanta tröskelvärdet 0,2 procent av det berörda företags emitterade aktiekapital och varje steg om 0,1 procent därutöver (artikel 5.1 och 2 i blankningsförordningen).

Tidpunkten för beräkningen av en kort nettosition ska vara vid midnatt vid slutet av den handelsdag då den juridiska personen får den berörda

---

<sup>3</sup> Kommissionens delegerade förordning (EU) nr 918/2012 av den 5 juli 2012 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 236/2012 om blankning och vissa aspekter av kreditwappar vad gäller definitioner, beräkning av korta nettositioner, statskreditwappar med täckning, tröskelvärden för anmälan, likviditetströskelvärden för upphävande av restriktioner, avsevärt prisfall för finansiella instrument och ogynnsamma händelser

positionen. Anmälan ska göras senast kl. 15.30 följande handelsdag (artikel 9.2 i blankningsförordningen).

Om skyldigheten enligt blankningsförordningen att anmäla korta nettopositioner inte följs ska Finansinspektionen besluta att ta ut en särskild avgift (6 § kompletteringslagen).<sup>4</sup>

***Har Unwrap haft korta nettopositioner i ArcAromas emitterade aktiekapital?***

Både Finansinspektionen och Unwrap anser att Unwraps försäljning av lånade aktier har inneburit att det uppkommit korta positioner i ArcAromas emitterade aktiekapital enligt artikel 3.1 a i blankningsförordningen. Kammarrätten ser ingen anledning att göra en annan bedömning.

Nästa fråga är om det har uppstått sådana korta nettopositioner i ArcAromas aktiekapital som Unwrap har varit skyldigt att anmäla. Avgörande är om bolaget har haft kvittningsvis långa positioner i ArcAromas emitterade aktiekapital. Om Unwrap bedöms ha haft anmälningspliktiga korta nettopositioner i ArcAroma är frågan om det finns anledning att ingripa mot bolaget med en särskild avgift och i så fall hur hög avgiften ska vara.

**Unwrap** vidhåller i huvudsak det som har förts fram i förvaltningsrätten och tillägger bl.a. följande.

Finansinspektionen har bevisbördan för att bolaget har en kort nettoposition som ska rapporteras. Mot bakgrund av sanktionsavgiftens storlek är beviskravet högt.

---

<sup>4</sup> lag (2012:735) med kompletterande bestämmelser till EU:s blankningsförordning

Unwrap har ingått dels ett aktielåneavtal med en stor aktieägare i ArcAroma, dels ett avtal om penninglån direkt med ArcAroma (låneavtalet). Avtalen är helt villkorade av varandra och utgör en tjänst (On-tap) som Unwrap tillhandahåller noterade bolag som har ett behov av att finansiera sin verksamhet genom att sälja sina aktier på marknaden. Bolaget får ersättning för att tillhandahålla tjänsten genom en abonnemangsavgift och en avgift om fyra procent. Sett som en helhet, dvs. med beaktande av båda avtalen, innebär tjänsten inte någon finansiell risk för Unwrap. Avtalen tar ut varandra med följd av att bolaget varken har något ekonomiskt intresse av en kursuppgång eller kursnedgång i ArcAroma.

Sett isolerat från låneavtalet är aktielåneavtalet en kort position. Låneavtalet sett isolerat uppfyller alla rekvisit för att vara en lång position i emitterat aktiekapital.

#### *Låneavtalet skapar ett komplext derivat*

Låneavtalet är ett finansiellt instrument, närmare bestämt ett komplext derivat, och därmed en lång position enligt artikel 3.2 b i blankningsförordningen. Bestämmelsen i artikel 3.2 b ska inte förstås som att det ska vara fråga om en lång position i emitterat aktiekapital, utan *relaterat* eller *i förhållande till* såsom anges i den engelska och den franska versionen av förordningen. Derivatkontrakt är ett finansiellt instrument i blankningsförordningens mening, oavsett om det avvecklas fysiskt eller kontant. Detta kompletteras med vad som anges i artikel 5.2 i den delegerade förordningen som, med hänvisning till del 1 i bilaga I till den delegerade förordningen, anger att finansiella instrument som kan utgöra långa positioner bl.a. avser komplexa derivat.

Avgörande för ett derivat är att dess värde är beroende av en underliggande tillgång. Det innebär att instrumentet kan ha valutor, räntor, värdepapper och andra finansiella tillgångar som underliggande faktorer. Det finns inga

exakta krav på hur ett derivat eller derivatkontrakt ska vara konstruerat. Det finns enligt artikel 4.1 led 44 c MiFID II inte heller något krav på en exklusiv koppling till aktiekursen för att det ska vara ett derivat. Det är tillräckligt med en indirekt koppling genom att den finansiella fördelen beräknas utifrån noteringar för överlåtbara värdepapper. Den fordran Unwrap har enligt låneavtalet är helt beroende av ArcAromas aktiekurs, dvs. av ett underliggande värdepapper. Att ArcAroma har haft rätt att välja att leverera nyemitterade aktier i stället för att betala tillbaka lånet kontant saknar betydelse. Av avtalet framgår att låntagaren ska betala lägst det belopp som svarar mot Unwraps kostnad för att på marknaden köpa det antal aktier som sålts, multiplicerat med 1,04. Unwraps fordran blir därmed större om aktiekursen stiger.

Även om Unwrap enligt avtalet skulle anses ha rätt att få ersättning för courtage och liknande skulle det, med hänvisning till artikel 4.1 led 44 c MiFID II ändå vara fråga om ett derivat. Det saknar även betydelse att låneavtalet inte är benämnt ”derivat”.

Det saknas stöd för Finansinspektionens påstående att det är utmärkande för derivat att de därutöver dels är kopplade till händelser eller förutsättningar vid en specifik tidpunkt eller en viss tidsperiod i framtiden, dels att parterna i kontraktet intar motpositioner vad gäller ekonomisk fördel respektive nackdel av om priset på den underliggande tillgången går upp eller ner. Oaktat det uppfyller låneavtalet även dessa påstådda rekvisit.

Den delegerade förordningen syftar inte till att begränsa antalet finansiella instrument som kan utgöra en lång position i artikel 3.2 b i blankningsförordningen. Syftet är i stället att bidra till en enhetlig tillämpning av artikel 2.1 i blankningsförordningen. Det är mot den bakgrunden som artikel 5 och del 1 bilaga 1 i blankningsförordningen ska läsas. Artikel 5 i den delegerade förordningen tar därmed inte sikte på att exklusivt specificera vad som ska vara finansiella instrument enligt artikel

3.2 b i blankningsförordningen, utan tar avstamp i artikel 3.7 b i blankningsförordningen, dvs. i vilka fall en fysisk eller juridisk person har en kort nettoposition för tillämpningen av artiklarna 3.4 och 3.5 i blankningsförordningen.

Det framgår därutöver tydligt av rubriken till kapitel III i den delegerade förordningen, i vilket bl.a. artikel 5 återfinns, att kapitlet inte tar sikte på vad som ska specificeras som en lång position utan endast avser att reglera hur korta positioner ska beräknas enligt 3.7 b i blankningsförordningen. Vad som ska klassificeras som en lång position enligt blankningsförordningen regleras exklusivt i artikel 3.2 b. Artikel 5 och bilaga I i den delegerade förordningen har dock betydelse för tillämpningen av artikel 3.2 b i blankningsförordningen på så sätt att de bidrar till en enhetlig bedömning av vad som kan vara långa positioner, dock utan att begränsa omfånget av bestämmelsen. Ordalydelsen i artikel 5.2 i den delegerade förordningen ger inte heller stöd för att uppräkningsinstrument i del 1 i bilaga I till den delegerade förordningen är uttömmande.

Kommissionen har under alla förhållanden, med hänvisning till artikel 3.7 och 42 i blankningsförordningen, inte någon laglig möjlighet att begränsa vad som ska klassificeras som en lång position enligt artikel 3.2 b. De instrument som anges i bilaga I del 1 i den delegerade förordningen får, med hänvisning till artikel 290 (1) i Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt, inte vara av inskränkande karaktär till den definition som finns i blankningsförordningen där det är tillräckligt att det är fråga om ett derivat. Om definitionen av finansiellt instrument ges en begränsad omfattning skulle det vara mycket enkelt att kringgå bestämmelserna i blankningsförordningen.

Låneavtalet har de egenskaper som krävs för att utgöra ett komplext derivat och kan i praktiken närmast beskrivas som syntetiska aktier eftersom Unwrap försätts i samma position som om bolaget själv hade ägt aktierna i



ArcAroma. Vidare innefattar låneavtalet förskottsbetalning och återbetalning av en flytande betalning/leverans av aktier vilket påminner om ett swapkontrakt. Låneavtalet försätter också Unwrap i en position där bolaget tjänar respektive förlorar pengar av en positiv respektive negativ kursskillnad mellan ArcAromas aktiepris för tiden för lånets utfärdande och ArcAromas aktiepris vid tiden för återbetalning vilket påminner om ett CFD-kontrakt (Contracts for Difference). Låneavtalet kombinerar därmed flera derivat till ett instrument och utgör därmed ett komplext derivat.

*Låneavtalet kan inte likställas med en konvertibel*

Låneavtalet kan inte likställas med en konvertibel. En fordran enligt en konvertibel är ett angivet nominellt belopp som löper med ränta. Fordringen följer därmed inte aktiekursen och ger inte heller en finansiell fördel till innehavaren om kursen stiger. En konvertibel släcks därutöver genom att betalning sker med nyemitterade aktier och innehavaren tillgodogörs den fulla värdeökningen först när denne får de nyemitterade aktierna. När det gäller konvertibler finns en ökad risk för osäkerhet vid beräkningen av korta nettositioner vilket är bakgrunden till att ESMA har uttalat att konvertibler inte kan utgöra långa positioner. När det gäller låneavtalet är situationen annorlunda. Eftersom fordran är helt beroende av ArcAromas aktiekurs, dvs. redan emitterade aktier, går värdet av fordran upp om aktiekursen går upp. Unwrap redovisar därför fordran till verkligt värde. Eftersom värdet av återbetalningen alltid kommer vara detsamma oberoende av återbetalningssätt finns inte heller någon risk för ökad osäkerhet i metoden för att beräkna de korta nettositionerna.

Parterna är, till skillnad från vad förvaltningsrätten har gjort gällande, överens om att en lång position ska uppstå i emitterat aktiekapital. Att fordringen vid avvecklingen av fordran kan kvittas mot nyemitterade aktier innebär inte att fordringen förlorar sin egenskap av en lång position utan innebär endast att låneavtalet byts ut mot en annan lång position i form av

registrerade aktier. Det innebär inte heller att låneavtalet ger Unwrap en fordran på ej emitterade aktier, varken vid avtalets ingående eller vid tidpunkten för ett eventuellt beslut att utnyttja möjligheten att avveckla fordran genom kvittningsemission.

Mot bakgrund av att den stora sannolikheten för att Unwraps återköp av aktierna skulle behöva ske under flera dagar på grund av dålig likviditet i aktien kunde avtalet inte formuleras på så sätt att återbetalningen var knuten till aktiekursen vid en viss tidpunkt. Om avtalet skulle formuleras på något annat sätt, exempelvis en viss dag eller ett medelvärde på ArcAromaaktien under en viss period utan någon koppling till de faktiska förvärven, skulle Unwrap bära en kursrisk. Det framgår dock av ordalydelsen att fordran är helt knuten till aktiekursen på ArcAromas aktier vid tidpunkten för Unwraps återköp, vilket även ArcAroma varit helt införstått med.

Det är först när Unwrap får de nya aktierna, som då är registrerade hos Bolagsverket, som Unwraps fordran enligt låneavtalet är slutligt reglerad. Om de nyemitterade aktierna inte registreras upphör emissionsbeslutet att gälla enligt aktiebolagslagen (2005:551). Unwraps penningfordran kvarstår då som tidigare. Under alla förhållanden övergår penningfordran inte vid något tillfälle till att bli en skadeståndsfordran.

Eftersom Unwrap har haft en kvittningsbar lång position i enlighet med artikel 3.4 i blankningsförordningen har bolaget inte varit skyldigt att anmäla transaktionerna. Under alla omständigheter måste en helhetsbedömning göras där aktielåneavtalet beaktas. Oavsett om låneavtalet mellan Unwrap och ArcAroma anses utgöra en lång position eller inte, kan konstateras att den korta positionen fullt ut motsvarar positionen genom låneavtalet. Unwrap har därmed i vart fall haft en neutral position där bolaget, vid en kursnedgång i ArcAroma, inte heller tjänat pengar. Anledningen till att korta positioner ska anmälas är att motverka systemrisk, marknadsmissbruk eller marknadsstörningar (skäl 7 i

blankningsförordningen). Sådana omständigheter kan endast uppstå när någon som handlar i aktien har ett ekonomiskt intresse av en kursnedgång.

**Finansinspektionen** vidhåller i huvudsak det som har förts fram i förvaltningsrätten och tillägger bl.a. följande.

Låneavtalet mellan Unwrap och ArcAroma är ett avtal som reglerar lånet mellan parterna. Avtalet har inte ingåtts för att Unwrap tror att kursen på ArcAromas aktier kommer att gå upp, och det har ingen inneboende risk för Unwrap. Att bolaget redovisat sin fordran på ArcAroma till verkligt värde medför inte att avtalet är ett finansiellt instrument.

Bolagets invändning att låneavtalet är ett finansiellt instrument är en efterhandskonstruktion. Att Unwrap inte sett låneavtalet som ett finansiellt instrument framgår av att bolaget först i kammarrätten kunde precisera vilket slags finansiellt instrument det ansåg sig ha. Den som skapar ett komplext derivat vet att det är just det man gör och instrumentet ska dessutom rapporteras. Bolaget har därutöver tidigare inte ansett att försäljningarna av de lånade aktierna utgjort blankningar och därför motsatt sig att det har fått korta positioner i ArcAromas emitterade aktiekapital till följd av försäljningarna. Något skäl för bolaget att ha en lång position i ArcAroma fanns därför inte förrän det stod klart för bolaget att Finansinspektionen gjorde en annan bedömning i denna fråga.

Låneavtalet mellan Unwrap och ArcAroma utgör inte en lång position redan av det skälet att ArcAroma är berättigat att betala tillbaka lånet med nyemitterade aktier. Dessa aktier var inte utgivna vid de tidpunkter som kvittning mot bolagets korta positioner skulle ha gjorts, dvs. när Unwrap sålde de lånade aktierna, och ingick därför inte i ArcAromas emitterade aktiekapital. Det är först när ett beslut om nyemission av aktier är registrerat i aktiebolagsregistret som ökningen av aktiekapitalet fastställs och de nya aktierna ska räknas med i det emitterade aktiekapitalet.

Av ESMA:s<sup>5</sup> frågor och svar framgår att rättigheter till aktier som ännu inte emitterats inte ska räknas som långa positioner. Det framgår vidare att en innehavare av en konvertibel inte får beakta den som en lång position vid beräkningen av sin korta nettosition redan om det finns en osäkerhet om vilken typ av aktier (nya eller redan utgivna aktier) som obligationen kommer att konverteras till.

Unwrap har gjort gällande att bolaget har en lång position i ArcAromas emitterade aktiekapital eftersom värdet av fordran enbart beror på priset av de redan emitterade aktierna. Att värdet på en fordran beror på priset på emitterade aktier medför dock inte i sig att fordran utgör en lång position i emitterat aktiekapital. Tvärtom är till exempel värdet på teckningsoptioner, vilka inte kan utgöra långa positioner i blankningsförordningens mening, ofta baserade just på priset på emitterade aktier.

Det finns rapporteringskrav för finansiella instrument som handlas på såväl en handelsplats som utanför marknaden (over-the-counter). Om vilket avtal som helst skulle godtas som ett finansiellt instrument i blankningsförordningens mening skulle det öppna upp för att den anmälningsskyldighet som finns för korta nettositioner lätt skulle kunna kringgås.

*Låneavtalet utgör inte ett komplext derivat*

Det är endast de finansiella instrument som räknas upp i del 1 i bilaga I till den delegerade förordningen som omfattas av artikel 3.2 b i blankningsförordningen och som därmed kan utgöra kvittningssgilla långa positioner. Bestämmelserna är tydliga och lämnar inget utrymme för tolkning. Det framgår därutöver av skäl 4 till den delegerade förordningen att syftet varit att metoden för specificering av långa positioner ska vara mer restriktiv än metoden för specificering av korta positioner. Av artiklarna 5

---

<sup>5</sup> European Securities and Markets Authority, ESMA70-145-408 Q&A, Q6.3.

och 6 i samma förordning framgår att långa positioner kan utgöras av exponering mot aktiekapital via ett eller flera av de finansiella instrument som anges i del 1 i bilaga I i den delegerade förordningen, medan det för korta nettopositioner anges att dessa kan uppkomma bl.a. genom de finansiella instrument som framgår av listan. Om begreppet komplexa derivat i listan i den delegerade förordningen skulle ges den vidare tolkning som bolaget förespråkar skulle de relevanta bestämmelserna i den delegerade förordningen helt förlora sin innebörd. Begreppet ”komplext derivat” är i någon mening en ”övrig punkt” men det står klart att det krävs att derivatet har en högre grad av komplexitet än ett vanligt ”enkelt” derivat.

Ett derivat är en typ av finansiellt kontrakt vars värde är beroende av en underliggande tillgång. Begreppet derivat definieras i artikel 4.1.49 i MiFID II genom en hänvisning till definitionen av samma begrepp i artikel 2.1.29 i MiFIR. Artikel 2.1.29 i MiFIR anger i sin tur att med derivat avses dels sådana finansiella instrument som definieras i artikel 4.1 led 44 c i MiFID II, dels sådana finansiella instrument som avses i punkterna 4–10 i bilaga C till MiFID II. Det framgår uttryckligen av dessa bestämmelser att derivat inte måste vara överlåtbara värdepapper. För det fall låneavtalet skulle anses vara ett derivat i denna mening skulle det vara ett värdepapper som ger rätt att förvärva eller sälja överlåtbara värdepapper (i detta fall ArcAromas aktier) eller som resulterar i en kontantavveckling som beräknas utifrån noteringar för det överlåtbara värdepapperet.

Även om definitionen av derivat i artikel 4.1.49 i MiFID II, via MiFIR, i och för sig innebär att ett derivat ska ha de egenskaper som anges i artikel 4.1.44 c i MiFID II innebär inte det att alla företaget som har sådana egenskaper också är derivat. Alla ”[andra] värdepapper som ger rätt att förvärva eller sälja överlåtbara värdepapper” är inte derivat. En förbindelse kan uppfylla definitionen i artikel 4.1.44 c i MiFID II men ändå sakna en mängd egenskaper som är nödvändiga för att utgöra ett derivat.

Derivat är kopplade till händelser eller förutsättningar vid en specifik tidpunkt eller en viss tidsperiod i framtiden och parterna i kontraktet intar motpositioner. Vid kontantavvecklade derivatkontrakt sker inte någon leverans av den underliggande tillgången, utan skillnaden mellan det avtalade priset och marknadspriset beräknas och regleras därefter mellan parterna genom betalning i pengar. Värdet på derivat av värdepapper ska beräknas utifrån noteringen av den underliggande aktien (marknadspriset) och detta görs utan att några värdepapper byter ägare. Genom att det anges på förhand hur värdet ska beräknas säkerställs att det finns en objektivt mätbar indikator som kan användas för att beräkna hur värdet på instrumentet utvecklas. En naturlig följd av detta är också att det finns en inbyggd risk i kontraktet för båda parter.

Som framgår av punkt 5.3.1 i låneavtalet är den fordran som Unwrap har på ArcAroma kopplad till den *kostnad* som Unwrap skulle ha för att köpa tillbaka det relevanta antalet aktier på marknaden. Kostnaden för att köpa tillbaka aktierna är beroende av andra faktorer än rådande kurs och det saknas därmed en direkt koppling till värdet på den underliggande tillgången. Avtalet specificerar inte vilka kostnader som ingår och Unwrap kan välja att förvärva aktierna utanför marknaden (over-the-counter). Om ArcAroma skulle välja att betala tillbaka lånet kontant, vilket inte sker i praktiken, skulle det belopp som betalades tillbaka därmed vara kopplat till Unwraps totala kostnad för att köpa tillbaka aktierna och inte till kursen för aktierna på den handelsplats där aktien är noterad. Beräkningsgrunden för kontantavvecklingen avviker därmed från det som utgör noteringen för det överlåtbara värdepapperet. Låneavtalet utgör därför inte ett derivat. Att det slutliga utfallet skulle kunna fastställas först i ett senare steg stämmer inte heller med ett derivats uppbyggnad.

Låneavtalet är under alla omständigheter inte ett komplext derivat. Ett komplext derivat är i grunden, likt övriga derivat, en typ av finansiellt instrument vars värde är kopplat till värdet på underliggande tillgångar. Ett

komplext derivat kombinerar dock funktionerna av flera enkla derivat till ett instrument. Komplexa derivat har ofta koppling till flera olika underliggande tillgångar. Var och en av dessa underliggande tillgångar måste i sig utgöra ett finansiellt instrument. Ett komplext derivat kan till exempel baseras på värdet av fem underliggande derivat. Vart och ett av de underliggande derivaten måste då i sig baseras på värdet av ett finansiellt instrument, exempelvis kursen på en aktie.

Låneavtalet innehåller ingen komplexitet på det sätt som kännetecknar komplexa derivat, exempelvis optioner på terminskontrakt eller strukturerade produkter. Avtalet är i själva verket en relativt enkel konstruktion och det enda instrument som vid en sådan bedömning skulle kunna sägas ha koppling till beräkningen av värdet av instrumentet skulle vara ArcAromas aktie. Under alla förhållanden utgör låneavtalet därmed inte en lång position i blankningsförordningens mening då det inte omfattas av bestämmelserna i den delegerade förordningen.

*Låneavtalet utgör närmast en konvertibel*

Låneavtalet är en affärsuppställning som reglerar betalning av en tjänst. Unwrap får betalt för lånet kontant eller mot aktier i bolaget och tar en provision varje gång tjänsten utförs. Provisionen är 4 procent av det antal aktier som Unwrap har sålt för att tillhandahålla lånebeloppet. Unwraps fordran skulle därmed kunna uppgå till ett högre belopp än lånebeloppet, dvs. den sammanlagda aktielikvid som Unwrap har lånat ut till ArcAroma. Av punkt 5.3.1 i låneavtalet framgår att ett sådant tillkommande belopp betraktas som ränta. Låneavtalet utgör därmed ett konvertibelt skuldebrev. Även de avtalsklausuler som reglerar hur avtalet kan sägas upp eller överlåtas visar att det rör sig om ett konvertibelt skuldebrev.

Det spelar inte någon roll vad låneavtalet kallas eftersom det endast ger Unwrap rätt till oemitterade aktier. Dessa kan inte räknas in, vare sig avtalet är ett derivat eller ett konvertibelt skuldebrev eller något annat.

*Kammarrättens bedömning*

En lång position enligt blankningsförordningen uppkommer, som tidigare nämnts, genom innehavet av emitterade aktier, eller genom en transaktion som skapar eller avser ett annat finansiellt instrument där en av effekterna av transaktionen är att ge den juridiska personen som ingår transaktionen en finansiell fördel om priset eller värdet på aktien eller skuldinstrumentet stiger (artikel 3.2 b).

För att låneavtalet mellan Unwrap och ArcAroma ska utgöra en lång position krävs alltså dels att det är ett finansiellt instrument, dels att en av effekterna av transaktionen är att ge Unwrap en finansiell fördel om priset eller värdet på ArcAromas aktier stiger. Bolaget har gjort gällande att låneavtalet är ett finansiellt instrument i form av ett komplext derivat och att det ger bolaget en finansiell fördel om värdet på aktien stiger.

Som låneavtalet är utformat är det inte klarlagt vid ingåendet av avtalet hur fordran slutligen kommer att regleras. Det är i stället upp till låntagaren, dvs. ArcAroma, att välja att betala tillbaka lånet kontant eller med nyemitterade aktier. Lånebeloppet utgörs av det sammanlagda belopp som Unwrap betalar till ArcAroma till följd av influten aktielikvid vid försäljningen av aktier. Vid kontant återbetalning ska ArcAroma betala lägst det belopp som svarar mot kostnaden för att på marknaden köpa det antal aktier som sålts multiplicerat med 1,04, vilket kan innebära att låntagaren i tillägg till lånebeloppet ska betala ett ytterligare belopp för att täcka långgivarens kostnad för aktieköpet. Vid återbetalning i nyemitterade aktier ska Unwrap ha rätt att teckna sig för nya aktier och betala med sin



lånebeloppsfordran för det antal aktier som Unwrap sålt multiplicerat med 1,04.

Värdet av fordran är därmed inte beroende av aktiekursen utan av Unwraps kostnad för att på marknaden köpa tillbaka det antal aktier som sålts. Aktier kan överlåtas och förvärvas fritt (4 kap. 7 § aktiebolagslagen). Kostnaden för att köpa tillbaka aktierna kan därmed även avtalas till ett annat pris än aktiens notering och kan dessutom innefatta andra omkostnader som t.ex. courtage. Även omständigheten att fordrans storlek, för det fall återbetalning i stället sker genom nyemission, är knuten till det antal aktier som Unwrap sålt talar för bedömningen att fordrans storlek inte är direkt kopplad till aktiens notering. Låneavtalet uppfyller därmed inte de grundläggande förutsättningarna för att vara ett komplext derivat. Det förhållandet att bolaget genom påslaget om 4 procent får en viss finansiell fördel om aktiekursen går upp ändrar inte den bedömningen. Avtalet kan inte heller i övrigt anses utgöra något av de finansiella instrument som anges i del 1 bilaga I i den delegerade förordningen.

En ytterligare faktor som talar mot att låneavtalet ska anses utgöra en lång position är att en lång position endast kan uppstå i sådant aktiekapital som är emitterat vid den tidpunkt när den korta nettopositionen ska beräknas. Stöd för denna bedömning finns i ESMA:s Frågor och svar. ESMA har vidare uttalat att för det fall det är osäkert om t.ex. en konvertibel ger en rätt till nyemitterade aktier, och därmed inte kan utgöra en lång position, eller redan emitterade aktier ska transaktionen inte beaktas vid beräkningen av den korta nettopositionen.

Unwrap har fört fram att kommissionen inte har någon laglig möjlighet att begränsa vad som ska klassificeras som en lång position enligt artikel 3.2 b i blankningsförordningen.

Kommissionen har enligt artikel 3.7 b i blankningsförordningen getts befogenhet att anta delegerade akter till förordningen som specificerar bl.a. de fall då en fysisk eller juridisk person har en kort nettoposition för tillämpningen av punkterna 4 och 5. Med stöd av denna delegation har kommissionen antagit den delegerade förordningen som kompletterar och ändrar vissa delar av blankningsförordningen, bl.a. i syfte att ytterligare specificera fall av korta nettopositioner (skäl 1 och artikel 1 den delegerade förordningen). Genom den delegerade förordningen förtydligas att artikel 3.2 b i blankningsförordningen avser all exponering mot aktiekapital via ett eller flera av de instrument som anges i del 1 i bilaga I. Exponeringen avgörs av värdet på den aktie för vilken en kort nettoposition ska beräknas och för vilken en ekonomisk fördel erhålls om priset eller värdet på aktien stiger (artikel 5.2 i den delegerade förordningen). ESMA har uttalat att detta innebär att artikel 3.2 b i blankningsförordningen ska förstås som varje exponering mot emitterat aktiekapital genom en eller flera av de instrument som framgår av den icke-uttömmande listan i del 1 bilaga I, under förutsättning att deras värde beror på värdet av den aktie för vilken en kort nettoposition måste beräknas, och som ger en ekonomisk fördel vid en ökning i aktiens pris eller värde. I del 1 bilaga I anges bl.a. optioner, futures, swappar och komplexa derivat.

I skäl 4 i den delegerade förordningen framhålls att det är nödvändigt att tillämpa en mer restriktiv metod för specificeringen av långa positioner än korta positioner i aktier i syfte att skapa en robust metod för beräkning av korta nettopositioner. Kammarrätten instämmer mot den bakgrunden i förvaltningsrättens bedömning att de finansiella instrument som kan beaktas vid tillämpningen av artikel 3.2 b i blankningsförordningen har begränsats genom den delegerade förordningen.

Sammanfattningsvis gör kammarrätten bedömningen att låneavtalet inte innebär att Unwrap har en lång position i blankningsförordningens mening. Unwrap har därför inte haft några långa positioner i ArcAromas emitterade

aktiekapital vid tidpunkten för försäljningen av aktier i ArcAroma. Unwrap har därmed haft korta nettopositioner som har uppnått eller sjunkit under de relevanta tröskelvärdena och som bolaget har varit skyldigt att anmäla till Finansinspektionen.

***Ska bolaget betala en särskild avgift och i så fall med vilket belopp?***

**Unwrap** vidhåller det som har förts fram i förvaltningsrätten och tillägger bl.a. följande.

De påstådda överträdelserna har inte haft någon effekt på det finansiella systemet. Eftersom Unwrap samtidigt haft en lång position i ArcAroma har det ur bolagets synpunkt varit alldeles uppenbart att transaktionerna inte varit anmälningspliktiga. Transaktionerna är vidare mindre och av obetydlig grad. Eftersom ArcAroma har styrt när Unwrap skulle sälja aktierna har Unwrap inte heller kunnat påverka i vilken mån transaktionerna kunnat få effekt på marknaden. Det finns särskilda skäl att antingen efterge avgiften eller sätta ned den markant till en proportionerlig nivå som också är möjlig för bolaget att betala.

**Finansinspektionen** vidhåller det som har förts fram i förvaltningsrätten och tillägger bl.a. följande.

Förvaltningsrätten har lagt alltför stor vikt vid bolagets ekonomiska styrka med den följderna att överträdelsernas sammantagna omfattning och allvar inte har fått det genomslag som krävs vid bestämmandet av avgiften. Omständigheten att en särskild avgift överstiger ett bolags betalningsförmåga måste inte i sig innebära att avgiften är oproportionerlig. Det är inte heller alltid som ett företags omsättning speglar den ekonomiska styrkan på ett rättvisande sätt. Unwraps huvudsakliga verksamhet genererar intäkter som redovisas under andra poster än just omsättning. Omständigheterna i målet, överträdelsernas

omfattning och allvar och bolagets ekonomiska styrka innebär att den särskilda avgiften ska fastställas till 15 miljoner kr.

*Kammarrättens bedömning*

Kammarrätten gör, i likhet med förvaltningsrätten, bedömningen att den särskilda avgift som Unwrap ska betala ska fastställas till 3 miljoner kr. Kammarrätten instämmer vidare i bedömningen att det inte finns skäl att efterge avgiften.

*Ersättning för ombudskostnader*

Kammarrätten saknar laglig möjlighet att pröva Unwraps yrkande om ersättning för ombudskostnader (HFD 2022 ref.10). Yrkandet om ersättning för ombudskostnader i kammarrätten ska därför avvisas. Överklagandet av förvaltningsrättens dom i den del som avser ombudskostnader avslås.

---

HUR MAN ÖVERKLAGAR, se bilaga B (formulär KR-01).

Pär Hemmingsson  
kammarrättsråd  
ordförande

Charlotta Lokrantz Sandberg  
kammarrättsråd  
(skiljaktig mening,  
se nedan)

Susanne Ericson  
kammarrättsråd  
referent

/Matilda Wärfman  
föredragande jurist

Skiljaktig mening

Charlotta Lokrantz Sandberg är skiljaktig och för fram följande. På av Unwrap angivna skäl anser jag att låneavtalet innebär att bolaget har en

lång position i blankningsförordningens mening. Överröstad i denna del är jag i övrigt ense med majoriteten.