

FESTSKRIFT TILL

*Madeleine  
Leijonhufvud*

Särtryck

ADRESS TILL FÖRLAGET  
NORSTEDTS JURIDIK AB, 106 47 STOCKHOLM  
TFN 08-690 91 00 • FAX 08-690 90 70

BESTÄLLNINGAR  
WWW.NJ.SE  
E-POST • KUNDSERVICE@NJ.SE  
TFN 08-690 91 90 • FAX 08-690 91 91 • VÄXEL 08-690 91 00  
POSTADRESS • NORSTEDTS JURIDIK AB, KUNDSERVICE, 106 47 STOCKHOLM

FESTSKRIFT TILL MADELEINE LEIJONHUFVUD  
UPPLAGA I:I  
ISBN 978-91-39-10930-3  
© 2007 FÖRFATTARNA OCH NORSTEDTS JURIDIK AB  
FOTO: STEFAN BORGIUS  
SÄTTNING: ELANDERS INFOLOGISTICS VÄST, SOLNA 2007  
TRYCK: ELANDERS, VÄLLINGBY 2007

Att mångfaldiga innehållet i denna bok, helt eller delvis, utan medgivande av Norstedts Juridik AB, är förbjudet enligt lagen (1960:729) om upphovsrätt till litterära och konstnärliga verk. Förbudet gäller mångfaldigande, såsom tryckning, kopiering, bandinspelning etc., annat än för enskilt bruk.

# Från anmälningsplikt till marknadsmissbruk

– *Insiderregleringens utveckling i svensk rätt*

AV *Catarina af Sandeberg\**

## Inledning

*Pegging, scalping, window dressing, painting the tape, marking the close, cross market manipulation* är endast exempel på beteckningar för de många olika slag av olaglig kursmanipulation och annan marknadspåverkan som vuxit fram under det senaste decenniet. Även olika former för handelsavtal som endast är fiktiva skentransaktioner omfattas av begreppet; genom en s.k. skenaffär eller ett hemligt avtal kan man se till att begränsa tillgången på ett värdepapper. Eftersom kursen bestäms av tillgång och efterfrågan hålls då kursen på en artificiell nivå. Ett annat sätt att påverka priset är att hålla priset på en aktie på en viss nivå genom att man ständigt har köporder liggande i marknaden till en viss kurs – ett förväntat kursfall kan på så vis motverkas. Och omvänt, genom att lägga ut en ”bombmatta” med säljorder kan aktiekursen hållas nere. Ytterligare ett exempel är att driva upp kursen genom att köpa och sälja samma slags instrument till sig själv till högre och högre kurs.

Alla de nämnda handlingarna ryms inom det specialstraffområde som i Sverige inleddes med förbudet mot olaglig insiderhandel år 1991. Eller egentligen år 1972, då skyldigheten att registrera sitt aktieinnehav<sup>1</sup> och att anmäla förändringar däri till Värdepapperscentralen infördes för vissa personer i insynsställning i noterade bolag.

\* Juris doktor i civilrätt, Stockholm universitet.

<sup>1</sup> Lag (1971:827).

Numera heter den lag som förbjuder olaglig insiderhandel lag om straff för marknadsmissbruk. Marknadsmissbruk är den gemensamma beteckningen för olaglig insiderhandel och kursmanipulation. Lagen innehåller även förbud mot obehörigt röjande av insiderinformation.

Ordet insider används i den moderna börsrättsliga terminologin, efter amerikansk modell, för att beskriva en person som har insiderinformation och som därmed är underkastad förbudet att utnyttja denna kunskap, för egen eller annans vinning. Insiderinformation är enligt definitionen i 1 § marknadsmissbrukslagen information om omständighet, som är ägnad att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument, men som inte är offentliggjord eller allmänt känd. Med olaglig insiderhandel avses att en person för egen eller annans vinning utnyttjar sådan ännu icke offentliggjord information. Insynspersoners tillgång till icke-offentliggjord kurspåverkande information leder tillsammans med de stora vinstmöjligheterna och den begränsade risken för upptäckt till att informationen ständigt utnyttjas, trots att upptäckt kan komma att medföra stränga fängelsestraff. En rad undersökningar visar att insiders har markant högre avkastning på sina värdepapperstransaktioner än den genomsnittliga avkastningen. De personer som förekommer i svenska åtalsanmälda ärenden är övervägande personer som har direkt anknytning till det bolag, vars aktier varit föremål för insiderhandel. Ofta berör utredningarna en hel grupp insynspersoner som under samma tidsperiod, och med samma källa till information, köper eller säljer aktier under förbjuden tid.<sup>2</sup>

Marknadspåverkan, bl.a. kursmanipulation, kan som framgått ske på en mängd olika sätt, men förbudet omfattar åtgärder som på ett otillbörligt sätt kan påverka kursen på ett värdepapper. Medan insiderbrottet i Sverige identifierats sedan värdepappershandeln tog fart på 1970–80-talen, är kursmanipulation en relativt sett ny företeelse som snabbt ökat under det senaste decenniet, inte minst beroende på den tekniska utvecklingen. Trots detta har redan ca 100 ärenden avseende misstänkt otillbörlig kurspåverkan öppnats av de övervakande myndigheterna, endast ett fåtal fall har hittills prövats i domstol. Gärningsmännen består vid kursmanipulation av alla möjliga kategorier av personer.

<sup>2</sup> Wesser, E., Har du varit ute och shoppat, Jacob?, s. 94 f.

## En historisk tillbakablick

### *Anmälningsplikt och handelsförbud*

Under 1980-talet tilltog omfattningen av transaktionerna på den svenska aktiemarknaden. De nya investerarna utgjordes både av allmänheten, som fått ett ökat intresse för aktier, och utländska placerare som nu fått en större tillgång till den svenska marknaden.<sup>3</sup> Med den ökande handelsaktiviteten på aktiemarknaden uppmärksammade samhälle och lagstiftare att personer i insynställning hade möjlighet och i praktiken utnyttjade möjligheten att utöva handel i ett visst värdepapper när de visste att aktiens värde inom kort skulle komma att påverkas av att viss information om bolaget kom till marknads kändedom. Det första steget i stävandet av denna typ av missbruk av insynställning var att sådana personers marknadsaktivitet skulle redovisas öppet. Offentliggörande av insynspersoners handel med aktier skulle, tillsammans med den allmänna moralen hos personer i insynställning förhindra insiderspekulation, helt enkelt enligt en skampåleprincip.

En förutsättning för att skampåleprincipen skall fungera är att misstänkta fall uppmärksammas av medierna. Lagstiftarens förväntningar härvidlag infriades emellertid inte, och de fall som uppmärksammades bedömdes inte vara tillräckligt schavotterande för att avskräcka andra insiderspekulanter.<sup>4</sup> Regeringen, som var mån om att upprätthålla allmänhetens och utlandets förtroende för den svenska marknaden initierade arbetet med en skärpt insiderlag. Underlaget till reformarbetet utgjordes bl.a. av en undersökning som genomförts av (dåvarande) Bankinspektionen om hur stor del av insideraffärerna som skedde mindre än 30 dagar före publicering av betydelsefull information. Undersökningarna visade att 1973 gjordes 36 procent av alla insideraffärer inom denna 30-dagarsperiod. Efter påpekande från Inspektionen om det olämpliga i sådana affärer minskade andelen till 13 procent 1975 för att sedan öka och uppgå till 25 procent 1981. Utifrån dessa undersökningar ansåg Bankinspektionen att ”respekten för insiderlagstiftningen och statsmakterna i samband därmed uttalade önskemål har minskat”. Reglerna om anmälningsplikt

<sup>3</sup> Bland annat genom borttagandet av möjligheten för bolag att emittera bundna aktier.

<sup>4</sup> SOU 1984:2 s. 92.

ansågs sålunda inte fylla sitt syfte, och genom införande av lagen om värdepappersmarknaden (1985:571) infördes handelsförbud för personer i insynställning. Till lagen överfördes den tidigare registreringsplikten från anmälningspliktslagen i stort sett oförändrad.

Lagen bemöttes emellertid med en hel del kritik och ansågs inte utgöra ett tillfredsställande hinder mot de åsyftade handlingarna. Den kritiserades bl.a. för att vara för snäv, såväl avseende den personkrets förbudet riktade sig till som avseende de kategorier instrument regleringen omfattade och de former av information som omfattades. Avgränsningen av personkretsen ansågs medföra att åtskilliga personkategorier, som normalt har tillgång till icke offentliggjord information och som vid offentliggörandet kan komma att påverka kursen på värdepapper inte omfattades av reglerna. Exempelvis gällde detta portföljförvaltare hos institutionella placerare, placerare hos finansiella institutioner, anställda hos fondkommissionärer, finansanalytiker, ekonomijournalister och offentligt anställda i allmänhet.<sup>5</sup>

## Insider-regleringen

Redan i den s.k. Segré-rapporten från 1966 påbjöds en reglering av bolagsledningars handel med bolagets värdepapper, bl.a. med syftet att undvika ledande befattningshavares utnyttjande av informationsfördelar. År 1970 framställde Kommissionen ett förslag till reglering inom ramen för den bolagsrättsliga regleringen. Förslaget innehöll bl.a. tysthetsplikt och en s.k. *short swing profit rule*, ett förbud mot korttidsaffärer, efter amerikansk modell.<sup>6</sup>

1977 utfärdade Kommissionen ett påbud om etiska regler vid värdepappershandel.<sup>7</sup> Reglerna sökte stävja såväl insiderhandel som otillbörlig kursmanipulation. Påbudet följdes av få länder, bl.a. Danmark, och uppfattades generellt som misslyckat. Kommissionens inställning till missbruk av information var emellertid vägledande, och i de Europeiska

<sup>5</sup> SOU 1989:72 s. 177 ff.

<sup>6</sup> Bulletin 8/70, SEA sec. 16(b), jfr art. 82.

<sup>7</sup> EFT 20 aug. 1977, L 212/37.

länderna rådde i princip enighet om att insiderhandel var oacceptabelt. År 1989 antogs så insiderdirektivet.<sup>8</sup>

Arbetet med att utforma en svensk insiderlag inleddes i slutet av 1980-talet, och en av de mest framstående personerna bakom utformningen av reglerna var en ung, framåt kvinnlig forskare vid namn Madeleine Löfmarck, sedermera gift Leijonhufvud. I USA hade företeelsen olaglig insiderhandel uppmärksammats under lång tid, och Madeleine styrde därför modigt kosan till McGeorge School of Law i Sacramento, Kalifornien, i avsikt att studera de amerikanska erfarenheterna av att reglera och beivra insiderbrott. Att insiderbrott inte var en nyhet för det amerikanska näringslivet exemplifierar Madeleine i sin bok *Insiderbrott och svindleri* på följande sätt:

I USA finns ett känt exempel från tiden efter ratificeringen av konstitutionen. Alexander Hamilton övertalade kongressen och president George Washington att lösa in tidigare av den federala regeringen och delstaten utfärdade värdepapper till nominella värdet. Thomas Jefferson, Hamiltons meningsmotståndare i många sammanhang, motsatte sig planen. Marknadsvärdet hade sjunkit till 10 % av nominella värdet, och de ursprungliga långgivarna skulle till stor del bli utan gottgörelse, eftersom de sålt till det låga marknadsvärdet; syftet med det hela, nämligen att visa att unionen var redo att ta sitt ekonomiska ansvar gentemot sina kreditorer, skulle därmed förfelas. Men Hamilton fick alltså sin vilja igenom och möjliggjorde insiderhandel på högsta nivå: ett antal kongressledamöter köpte upp obligationer innan innehavarna/säljarna hade fått kännedom om inlösenplanen.

Deras handlingssätt väckte en hel del kritik. Något olagligt hade de dock inte gjort sig skyldiga till.<sup>9</sup>

Den unga forskaren tillbringade en termin i USA och återvände därefter till Sverige för att dela med sig av sina forskningsrön och erfarenheter.

År 1991, 3,5 år före Sveriges inträde i EG, infördes så insiderlagen (1990:1342) varigenom EG:s insiderdirektiv 89/592/EEG implementerades i svensk rätt. Till lagen överfördes reglerna om anmälningsskyldighet från denna lag, som därvid upphörde att gälla.

<sup>8</sup> Prop. 1990/91:42 s. 35; Rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 angående samordning av regler om insiderhandel.

<sup>9</sup> *Insiderbrott och svindleri* (1988), s. 1 m. hänvisning till *Founding Fathers First Insider Traders*, *Chicago Tribune* den 15 maj 1987.

Tidigt insåg emellertid de övervakande myndigheterna att den praktiska tillämpningen av insiderregleringen är förknippad med stora bevis-svårigheter. Insiderlagen blev föremål för översyn, men det dröjde till år 2001 innan den ersattes med insiderstrafflagen (2000:1086). I förarbetena betonades det preventiva syftet med regleringen; att reglering av insiderhandel skall vara tydlig och funktionell. Regleringen skall sålunda utformas så att det måste stå klart för aktörerna på de finansiella marknaderna att överträdelse av förbudet mot insiderhandel löper risk att upptäckas och att utredningar om sådana överträdelse handläggs snabbt och effektivt. Insiderlagen ansågs inte uppfylla detta syfte.<sup>10</sup> Även andra faktorer bidrog till att behov av en ny lag ansågs föreligga. Som nämnts ovan var överträdelse av insiderlagen sanktionerade dels med straff, dels med ett administrativt påföljdssystem. Detta ville man vid införandet av insiderstrafflagen ändra på, eftersom förvirring ansetts uppstå vid tillämpningen av lagen. Man föreslog därför att lagen skulle delas upp i två lagar, en straffrättslig lag och en administrativ lag. De gällande bestämmelserna om anmälningsskyldighet för personer med insynsställning m.m. och förbudet mot korttidshandel överfördes sålunda till en särskild lag om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument (2000:1087).

Till insiderstrafflagen överfördes förbudet mot otillbörlig kurspåverkan, som dittills reglerats i 7 kap. lagen om handel med finansiella instrument.

Inom EU identifierades under denna tid behovet av skydd mot kursmanipulativa åtgärder av otillbörlig karaktär. I enlighet med den snabbhet i reglering som Lamfalussy-processen medfört antogs ett direktiv som skulle ersätta insiderdirektivet, marknadsmissbruksdirektivet 2003/6/EG. Direktivets syfte är enligt de inledande preambelerna att sörja för de europeiska finansmarknadernas integritet, att fastställa och tillämpa gemensamma standarder för bekämpning av marknadsmissbruk i hela EU och att öka investerarnas förtroende för marknaden. Att marknadsmissbruksdirektivet infördes efter insiderstrafflagen medförde att vissa förändringar måste göras av den svenska regleringen, och i stället för att ändra insiderstrafflagen ersattes denna av en ny lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument, som trädde i kraft den 1 juli 2005. Lagen ersatte den tidigare gällande insiderstrafflagen som år 2001 ersatte insiderlagen som i sin tur gällt sedan år 1991.

<sup>10</sup> Id s. 40.



## Svindleribrottet

Egentligen infördes i Sverige ett straffstadgande som är mycket närallgande olaglig insiderhandel redan på 1940-talet. I USA infördes 1933 respektive 1935 de aktiemarknadsrättsliga lagarna Securities Act och Securities Exchange Act, som innebar ett avsevärt utökat skydd för investerare.<sup>11</sup> I kölvattnet av sammanbrottet i Kreuger-imperiet följde en lång rad domstolstvister som påverkat såväl den civilrättsliga som den straffrättsliga svenska rättsutvecklingen. Kreugerbolagen hade sålt aktier och *participating debentures*, ett slags vinstandelsbevis, vilka blev värdelösa då bolagen försattes i konkurs. Bröderna Ivar och Torsten hade offentliggjort ekonomiska rapporter om bolagen som innehållit en avsevärd mängd oriktigheter. Bröderna hade bl.a. i bolagets redovisning bokfört sina egna aktieägartillskott till bolaget som rörelseintäkt, i avsikt att gesken av att bolaget var mer lönsamt än det var i verkligheten. En av bröderna, Ivar, begick självmord när de verkliga förhållandena uppdagades. Den andre, Torsten, dömdes för "bedrägeri mot allmänheten", vilket initierade införandet av svindleristadgandet i 9 kap. 9 § brottsbalken.<sup>12</sup> Svindleristadgandet tar sikte på just det som är målsättningen med aktiemarknadens informationslämning, nämligen att marknaden skall få en riktig och tillräcklig information för att kunna fatta sina beslut rörande investering i aktier.<sup>13</sup> I förarbetena till 1940 års brottsbalk konstaterades att det finns rättspolitiska skäl som motiverar att betydande krav skall ställas på sanningshalten av uppgifter om ett företag som lämnas av personer med särskild anknytning till bolaget. Man anförde att sådant uppgiftslämnande normalt har lättare att vinna tilltro än uppgifter som lämnas av ut-

<sup>11</sup> Vid sitt undertecknande av Securities Act 1933 anmärkte president Franklin Roosevelt att principen om caveat emptor i och med lagens införande övergavs för principen om caveat vendor, Hazen, T.L., *The Law of Securities Regulation*, s. 7. Se vidare af Sandeberg, C., *Prospektansvaret – caveat emptor eller caveat venditor* (2001) s. 231.

<sup>12</sup> Särskilt NJA 1933 s. 724, ett av de s.k. Högbroforsmålen. I fallet dömdes en person till ansvar för att vilseledande information offentliggjorts i ett bolags balansräkning bl.a. för "bedrägeri mot allmänheten". Balansräkningen hade legat till grund för ett stort antal personers köp av obligationer vilka sedan kom att bli värdelösa.

<sup>13</sup> Se vidare Leijonhufvud, M., Wennberg, S., *Brott och straff i affärlivet*, 2004.

omstående personer.<sup>14</sup> Av detta skäl infördes ett oaktsamhetsbrott knutet till vissa specialsubjekt.

Vid kriminaliseringen av svindleri gjordes sålunda en uppdelning mellan fall där uppgifterna lämnats av personer som har särskild insikt i bolagets förhållanden och där så inte är fallet. För ansvar enligt första stycket krävs inte att gärningsmannen tillhör viss personkrets, men det krävs att den vilseledande uppgiften offentliggörs eller sprids bland allmänheten i ett visst syfte, nämligen att påverka priset på värdepapper eller på annan egendom. Ansvar enligt andra stycket avser personer som på grund av sin ställning bör äga särskild kännedom om det aktuella bolaget. Enbart risken för att skada skall uppkomma är tillräcklig för att brottslig handling skall föreligga. För ansvar förutsätts inte uppsåtligt handlande, utan det är tillräckligt att grov oaktsamhet varit för handen för att regeln skall bli tillämplig.

Straffbudet i 9 kap. 9 § st. 2 är tillämpligt på uppgifter i bolagets ekonomiska rapportering samt prospekt och andra handlingar som offentliggörs.<sup>15</sup> Ingenting i lagtexten eller förarbetena begränsar ansvaret till skriftligen lämnad information. Detta leder till att företrädare för ett bolag som framträder i massmedia handlar under svindleriansvar.<sup>16</sup>

Endast två svindlerimål som rört aktiemarknadsinformation har hittills lett till fällande dom i Sverige, nämligen det välkända Fermenta-fallet RH 1990:102 och Invent-fallet RH 1997:82.<sup>17</sup> I Fermenta-fallet fann hovrätten att bolagets huvudägare uppsåtligen låtit offentliggöra oriktiga och vilseledande uppgifter i avsikt att påverka priset på aktierna i Fermenta AB. Huvudägaren, Refaat El Sayed, åtalades på 13 punkter, varav åtta rörde svindleri, och dömdes till ansvar för bl.a. svindleri och bokföringsbrott.<sup>18</sup> I Invent-fallet fann hovrätten att den tilltalade i sina offentliggjorda

<sup>14</sup> SOU 1949:20 s. 157.

<sup>15</sup> Även preliminära bokslutskommunikéer bör grunda ansvar, se Löfmarck, M., Börsen och straffrätten, s. 368.

<sup>16</sup> Brottsbalkskomentaren I s. 537.

<sup>17</sup> I NJA 1992 s. 691 LeasingConsult och Göteborgs tingsrätts dom 2005-03-21 Prosolvia friandes de tilltalade.

<sup>18</sup> Svea hovrätt, mål nr B 1918/89. Prövningstillstånd meddelades ej av HD. Se vidare Samuelsson, P., Information och ansvar, 1991, s. 208 ff.

ekonomiska rapporter lämnat sådana vilseledande uppgifter att svindleri var för handen.

## Kursmanipulation och annan marknadspåverkan

Alexander Hamilton hade vid tiden för sina insideraffärer inte begått en brottslig gärning, eftersom den aktuella handlingen vid den tiden inte var straffbelagd. Inte heller vad som inledningsvis gick under beteckningen kursmanipulation var vid den tid handlingarna uppmärksammades av samhället reglerat i lag.

Någon vedertagen definition av begreppet otillbörlig kurspåverkan fanns inte innan förbudet mot otillbörlig kurspåverkan första gången år 1997 infördes i 7 kap. lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument. I förarbetena föreslogs ursprungligen att förbud mot otillbörlig kurspåverkan skulle tas in i brottsbalken.<sup>19</sup> Emellertid skulle då inte den dåvarande övervakningsmyndigheten, Finansinspektionen, ha samma övervakningsskyldighet som beträffande insiderbrott, varför förbudet mot otillbörlig kurspåverkan i stället infördes i lagen om handel med finansiella instrument. I Fermentautredningen,<sup>20</sup> varom mer strax nedan, användes ordet kursdrivning som beteckning på åtgärder som ligger utanför en normal marknadsmässig handel och informationsgivning och som har det direkta eller indirekta syftet att påverka en aktiekurs. Här konstaterades att sådan påverkan kan åstadkommas på flera olika sätt, t.ex. genom spridande av vilseledande uppgifter om ett aktiebolag, genom felaktiga bokslut eller genom andra åtgärder som styr tillgången av aktiebolagets aktier på marknaden. Åsikterna om vad som i detta sammanhang bör betecknas som otillbörligt gick emellertid isär, vilket bidrog till att förbudet mot kursmanipulation kom att dröja flera år och underkastas flera olika utredningar innan man kunde enas om lydelsen.

Eftersom bestämmelsen syftar till att förhindra otillbörliga affärer på den finansiella marknaden ansågs det naturligt att regleringen flyttades till insiderstrafflagen.<sup>21</sup>

Lagstiftningen mot otillbörlig kurspåverkan initierades nästan tio år ti-

<sup>19</sup> Prop. 1995/96:215 s. 74.

<sup>20</sup> Fermenta, fakta och erfarenheter. En rapport från Stockholms fondbörs, 1988.

<sup>21</sup> Prop. 1999/2000:109 s. 52.

digare, i samband med Fermenta-fallet. Kursvård, stödköp och kursmanipulation hade då länge varit omdiskuterade fenomen på aktiemarknaden. Från hösten 1984 hävdades bl.a. i massmedia att kursen i flera bolag med en och samma huvudägare, nämligen Asken, Carnegie, Saba och Bofors, var ”uppblåst”.<sup>22</sup> Som en följd av egna observationer lät börschefen under våren 1985 göra en intern genomgång av aktiehandel och kursbildning i de fyra bolagen. Analyserna tydde på en systematisk påverkan på kursen. Så gott som allt utbud av aktier i dessa bolag köptes av två fondkommissionärsfirmor till i princip samma kurs, men köparna försvann när kursen visade tecken på att stiga. Personer och bolag i sfären runt huvudägaren föreföll kontinuerligt vara köpare av aktierna. Man konstaterade att en kursnivå som i realiteten skapats av huvudägarens åtgärder på marknaden kan ge särskilt den breda aktiesparande allmänheten missvisande signaler om en akties rätta värde. En konstgjord kursstabilitet kan också ge ett överdrivet intryck av låg risk för en placering. Eftersom börsen inte hade tillgång till någon sanktion mot detta agerande ansåg man sig inte ha möjlighet att göra annat än att kalla huvudägaren till ett informellt möte och framföra synpunkter på stödköp och behovet av information till aktiemarknaden.

Tre år senare inträffade Fermenta-fallet, där Refaat El Sayed var majoritetsägare, styrelseledamot, verkställande direktör och koncernchef i det börsnoterade bolaget Fermenta. El Sayed drev konsekvent upp kursen på Fermentaaktien. Han vilseledde marknaden, bl.a. avseende Fermentas resultat och prognoser, och använde sig av bulvaner till vilka han sålde aktier till priser över marknadsvärdet, varvid kursen på aktien ökade. Manipulationerna syftade till att öka förtroendet för bolaget och att hålla kursen på bolagets aktier på en konstlat hög nivå. Spridning av falska bokslut och prognoser, av oriktig information till marknaden och av selektiv information till placerare och massmediarepresentanter hade kursdrivande effekt på Fermentas aktiekurs. Han laborerade även med avtal om återköpsrätt med prisfallsgaranti och säljoptioner, vilket påverkade kursen.

Vid Stockholms fondbörs tillsattes Fermentautredningen. Utredningen fann att det inte var förbjudet att vilseleda marknaden genom utbuds-

<sup>22</sup> Nobel Industrier, Gamlestaden, Erik Penser och bankerna, Stockholms fondbörs 1992, s. 252.

hämmande avtal eller genom bulvanarrangemang, och man föreslog att ett skydd mot kursdrivande åtgärder skulle skapas genom lagstiftning.<sup>23</sup> Värdepappersmarknadskommittén föreslog så i sitt betänkande Värdepappersmarknaden i framtiden<sup>24</sup> att förfarandet skulle kriminaliseras i 9 kap. 9 a § BrB, dvs. i anslutning till straffstadgandet avseende svindleri. Stadgandet avsåg träffa varje förfarande som medförde att kursen på ett finansiellt instrument inte motsvarade den som skulle gälla om en naturlig marknadsutveckling fått bestämma kursen. Kommitténs förslag infördes i förarbetena till insiderlagen.<sup>25</sup> Något förslag lades emellertid inte fram på grund av att det kriminaliserade området inte ansågs vara tillräckligt väl definierat, varmed man ansåg att risk förelåg för att en kriminalisering skulle komma att träffa även tillåtna åtgärder, såsom vissa kursstabiliserande marknadsoperationer.

Ytterligare en utredning tillsattes under tiden vid Stockholms fondbörs i avsikt att undersöka de mycket uppmärksammade affärerna rörande Nobel Industrier. I samband härmed diskuterades även huvudägarens "riggning" av kursen på Gamlestaden-aktien efter börsintroduktionen i slutet av 1980-talet. Huvudägaren ansåg sig ha en skyldighet gentemot marknaden att hålla kursen uppe för att inte investerarna skulle förlora pengar på affären. Utredningen kom fram till att förfarandet ej kunde kritiseras, eftersom börserna tillåter kursstabiliserande åtgärder under viss tid. I utredningen konstaterades att gränsen mellan kursvårdande och kursdrivande åtgärder är svår att sätta, eftersom även kursvårdande åtgärder är avsedda att påverka kursen.<sup>26</sup> Rapporten lämnades till 1993 års insiderutredning, som avlämnade ett betänkande med förslag till lagbestämmelse om otillbörlig kurspåverkan.<sup>27</sup> Bestämmelsen intogs i regeringens förslag till lagstiftning. I propositionen föreslogs att ett antal otillbörliga förfaranden vid handel på värdepappersmarknaden skulle kriminaliseras. Det nya brottet skulle benämnas otillbörlig kurspåverkan.<sup>28</sup>

<sup>23</sup> Fermenta, fakta och erfarenheter, En rapport från Stockholms fondbörs, 1988, s. 163 ff.

<sup>24</sup> SOU 1989:72 s. 198 ff.

<sup>25</sup> Prop. 1990/91:42.

<sup>26</sup> Id s. 288 ff.

<sup>27</sup> SOU 1994:68.

<sup>28</sup> Prop. 1995/95:215.

## Förbuden

### *Olaglig insiderhandel*

Vem som helst, oberoende av vilken relation man har till ett bolag, kan göra sig skyldig till insiderbrott – således även en taxichaufför som då han eller hon kör en verkställande direktör avlyssnar dennes telefonsamtal och köper aktier på grund av denna information.

Enligt 2 § marknadsmissbrukslagen skall den som har insiderinformation och som för egen eller annans räkning, genom handel på värdepappersmarknaden, förvärvar eller avyttrar finansiella instrument som informationen rör dömas till insiderbrott. Enligt det s.k. rådgivningsförbudet är det även olagligt att med råd föranleda någon annan till att handla med det finansiella instrument som informationen rör.

Numera krävs det alltså inte att man är en insider, en insynsperson. Att handla med kunskap om kurspåverkande icke offentliggjord information är olagligt, oavsett om informationen tillkommit genom att en person har direkt insyn i vad som sker i ett bolag, eller om denne som utomstående fått eller skaffat sig insidertips i något led.

Över 600 insiderärenden har sedan insiderlagens införande år 1991 öppnats av de övervakande myndigheterna.<sup>29</sup> Av dessa har ett ca 150 anmälts till åklagare, men endast ett 20-tal lett till åtal. Endast ett tiotal fall har resulterat i fällande dom. Pinkerton/Securitas-fallet, då en rad personer utnyttjade förhandsinformation om att Securitas skulle offentliggöra ett uppköpserbjudande på Pinkerton, är det mest välkända och det mest omfattande av de insiderfall som över huvud taget förekommit i länder vi normalt jämför oss med. 28 personer stod åtalade, och fallet var vidare ett av de första som faktiskt ledde till fällande domar, såväl i tingsrätt som i hovrätt. De fem personer som dömdes till brott mot den då gällande insiderlagen var personer anställda på det tryckeri som tryckte erbjudandeprospektet, anställda på ett värdepappersbolag, varav en var släkt med tryckeripersonalen, samt kunder till dessa.<sup>30</sup> En av de viktigaste orsakerna till att de inblandade personerna blev dömda var att åklagaren hade stark

<sup>29</sup> Till år 2005 Finansinspektionens insiderenhet, därefter Ekobrottsmyndigheten.

<sup>30</sup> Stockholms tingsrätts dom 2000-02-22 i mål B 3142-97 och Svea hovrätts dom 2002-06-20 i mål B 1461-01.

bevisning i form av bandinspelningar av mäklarnas telefonsamtal, som värdepappersbolaget överlämnat till Finansinspektionen.

### *Marknadsmisbruk*

Marknadsmisbruksbrotten är ofta oerhört komplicerade och begås av personer som är långt mer insatta i värdepappershandel och tradingverksamhet än åklagare och rättens ledamöter. Marknadspåverkan är följaktligen om möjligt ännu svårare att uppdaga och bevisa än insiderbrott, vilket medfört att endast ett fåtal fall gått till åtal och resulterat i endast ett par fällande domar. Otillbörlig marknadspåverkan sker dessutom ofta från utlandet, gärna genom svårbegripliga bulvankonstruktioner med hemliga uppgörelser som försvårar utredning.

Typsituationen av kursmanipulation är när en aktör genomför omfattande förvärv av en aktie under en kort tid och därigenom flyttar kursen till en högre, artificiell nivå; det är detta förfarande som benämns window dressing eller painting the tape. Aktören trycker upp en aktiekurs genom att handla med sig själv i form av köp- och säljorder till kurser som successivt läggs högre än tidigare avslut – exempelvis med syftet att vinna en aktietävling.<sup>31</sup> Handeln kan även ske inför ett rapporteringstillfälle, såsom ett års- eller månadsskifte, eller syfta till en förlust för att undkomma skatt.

Även vissa åtgärder som får en vilseledande effekt utanför själva värdepappersmarknaden kan vara straffbara. En otillåten manipulation kan syfta till att förbättra någons position inför tvångsinlösen av aktier eller till att höja värdet av en lämnad säkerhet. En sådan åtgärd vilseleder visserligen inte i första hand köpare och säljare på marknaden, utan i stället exempelvis en kreditgivare som lämnat lån mot säkerhet i värdepapper. Åtgärden kan likväl komma att bedömas vara straffbar.

Ett invecklat rättsfall som lett till fällande dom är Alfaskop-fallet, där en person höll kursen på en aktie nere genom att under en kort tid lägga en mängd säljorder om stora volymer på olika nivåer, en metod som benämns att lägga ut en ”bombmatta”. Denna bombmatta gör det mer eller

<sup>31</sup> Sintercast, Stockholms tingsrätts dom 2000-02-22 i mål B 3142/97, respektive Celtica-fallet, där den misstänkte under våren 1999 hade deltagit i en aktietävling som arrangerades av tidningen Dagens Industri; beslut om nedläggning av förundersökningen 2000-07-19.

mindre omöjligt för någon att flytta kursen uppåt, eftersom det är mycket svårt att "beta igenom" bombmattan. Tingsrätten frikände den anklagade gärningsmannen, men i hovrätten inkallades en expert och domen blev fällande.<sup>32</sup>

Genom att handla i aktier påverkar man även priset på warranter. I Industrivärden-fallet handlade gärningsmannen med sig själv med hjälp av egna och hustruns depåer och påverkade kursen i en s.k. cross-market manipulation. Gärningsmannen hade tillgång till två datorer uppkopplade mot olika Internetdepåer hos Nordnet, Teletrade och Skandiabanken och manipulerade priset på aktien för att påverka priset på de warranter som var knutna till aktien.<sup>33</sup>

För straffbarhet krävs inte att gärningsmannen själv ingår avtal eller liknande som har omedelbar påverkan på kursen, utan även de fall där gärningsmannen förmått andra att vidta kurspåverkande åtgärder omfattas av straffansvar enligt paragrafen. Exempel på detta är när en aktör, typiskt sett en fondkommissionär, påverkar någon till att investera i aktien, varvid tidigare innehavare av aktien kan dra nytta av det påverkade värde investeringarna medfört, s.k. pegging och scalping. Att pegga, eller rigga, en kurs innebär att en aktör, exempelvis en investeringsrådgivare, mäklare eller depåförvaltare, talar sig varm för ett visst finansiellt instrument hos ett urval kunder. Priset på aktien ökar till en artificiell nivå genom att dessa kunder övertalas att investera i de finansiella instrumenten. De kunder som tidigare innehaft det ifrågavarande finansiella instrumentet gör en förtjänst på att kursen manipulerats. Scalping innebär att en person först förvärvar finansiella instrument av ett visst slag och därefter rekommenderar sina kunder att investera i motsvarande instrument. Kursen drivs upp, och gärningsmannen kan sälja sitt innehav med förtjänst.

<sup>32</sup> Stockholms tingsrätts dom 2000-09-07 i mål B 4573-99 s. 8, Svea hovrätts dom 2001-10-30 i mål B 6675-00.

<sup>33</sup> Stockholms tingsrätt dom 2002-05-14, B 6625-00. Den taktik gärningsmannen använt sig av förutsätter att handel sker i en aktie som har dålig likviditet, dvs. omsättningen i värdepapperet är låg, annars går köporder igenom direkt och kursen faller tillbaka. Likviditeten i Industrivärdens aktie var emellertid vid tiden för transaktionerna tillräckligt låg för att aktien skulle utgöra ett lämpligt verktyg.



## Avslutande ord

Av de åtalsanmälningar som görs för brott mot insiderstrafflagen varje år prövas som ovan nämnts få i domstol, vilket delvis beror på de hårda beviskrav som uppställs i lagen. I skrivande stund rullas en ny stor insiderhärva upp i Sverige, omfattande affärer i anslutning till att bolaget Eniro förvärvade det norska bolaget Findexa. En rad personer är misstänkta för brott, tas in till förhör, några anhålls men återigen frias flera av gärningsmännen i brist på bevis.

Straffrättslig sanktionering kräver stark bevisning, och åklagaren får inte begära domstolsprövning för ett brott om han är osäker på huruvida bevisningen är tillräcklig för en fällande dom. Åklagaren har enligt insiderförbudet att visa att gärningspersonen vid utförandet av den förmodat straffbara handlingen varit i besittning av *information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument*. Det är sålunda en rad svårbevisade rekvisit som skall vara uppfyllda för att åtalet skall leda till en fällande dom. Det mest svåruppfyllda rekvisitet är naturligtvis att åklagaren har att visa att den person som handlat i strid med insiderförbudet varit medveten om att han eller hon varit i besittning av insiderinformation. Detta uppsåtsrekvisit har i senare års lagstiftning luckrats upp med ett tillägg av ett oaktsamhetsbrott, varvid det numera är tillräckligt att gärningspersonen borde ha insett att de handlingar han eller hon begått varit i strid med regelverket.

Införandet av ett oaktsamhetsbrott innebär en viktig förändring som förhoppningsvis kommer att underlätta bevisbördan för åklagaren. Brotten är som framgått ovan ofta oerhört komplicerade, och begås av personer som är långt mer insatta i värdepappershandel och tradingverksamhet än åklagare och rättens ledamöter. Systemet med nämndemän i tingsrätten lägger vidare en större förklaringsbörda på åklagaren. Sålunda krävs även att Ekobrottsmyndigheten och domstolarna har anställda som är väl insatta i värdepappersmarknaden och de aktiviteter av otillbörligt slag som där kan förekomma.

