

Marknadsmisbruk - insiderbrott och kursmanipulation?

1 Inledning

Marknadsmisbruk, som på engelska benäms *market abuse*, är den gemensamma beteckningen för olaglig insiderhandel, obehörigt röjande och kursmanipulation. Förbud mot marknadsmisbruk är sedan år 2001 reglerat i insiderstrafflagen (2000:1086). Lagen är komplex och svår att tillämpa såväl för myndigheter och domstolar som för de marknadsaktörer som kan drabbas av regelverket. Av mer än 450 fall av misstänka brott mot bestämmelserna sedan den första särskilda insiderlagen infördes år 1991 har endast ett fåtal resulterat i fällande dom. I olika undersökningar har konstaterats att övervakningsresurserna är för knappa, de legala definitionerna för snäva och att det är för resurskrävande att bevisa uppsåtet vid brott mot förbudsbestämmelserna.

Problemen är inte unika för Sverige och har uppmärksamrats inom EU, där man beslutat ta i med hårdhandskarna mot denna typ av brott. Under hösten införs därför det s.k. marknadsmisbruksdirektivet, som skall ersätta

det nu gällande insiderdirektivet 89/592/EEG från 1989. Medlemsstaternas gemensamma ståndpunkt beträffande det slutliga innehållet i direktivet antogs den 19 juli 2002. Målet är att fastställa och tillämpa gemensamma standarder för bekämpning av marknadsmissbruk i hela EU, och att öka de europeiska finansmarknadernas tillförlitlighet och därmed investerarnas förtroende för marknaden. Genom det nya direktivet utvidgas regelverkets tillämpningsområde, och åklagarens bevismöjligheter underlättas.

2 Olaglig insiderhandel

2.1 Insiderinformation

Insiderhandel kan vara fullt tillåten handel med värdepapper som utförs av en person i insynsställning. *Olaglig* insiderhandel innebär att någon i insynsställning själv utnyttjar, eller vidareförmedlar till någon som utnyttjar, icke allmänt känd kurspåverkande omständighet. Insiderstrafflagens förbud mot att utnyttja icke allmänt känd kurspåverkande information omfattar varje typ av information eller kunskap om en icke offentliggjord omständighet som kan väsentligt påverka kursen på

värdepapperen när den blir allmänt känd eller tillgänglig. Lagen omfattar således all information, oavsett om informationen är företagsspecifik, marknadsspecifik eller allmän. Informationen måste även vara icke offentliggjord eller inte allmänt känd för att utgöra insiderinformation. En uppgift anses vara allmänt känd om den finns tillgänglig för alla som söker efter den i massmedia. Spridning av information inom en begränsad krets, såsom en aktiesparklubb eller liknande anses inte innebära att informationen är allmänt känd. Däremot anses publicering av information som typisk sett endast når en liten del av allmänheten, som t.ex. om informationen har publicerats på en marknadsplats eller varit omnämnd i lokaltidning, vara allmänt känd då det inte finns något som hindrar spridningen av denna information. Information som endast lämnas till en sluten krets anses således inte vara offentliggjord information eller allmänt känd. Inte heller bedöms information om en omständighet som har upphört att ha betydelse för kursen för finansiella instrument såsom insiderinformation.

2.2 Väsentlighetsrekvisitet

För att ansvar skall kunna utkrävas krävs vidare att den kurspåverkande effekten inte är av försumbart slag, utan ett

visst mått av väsentlighet krävs. Vad som utgör en väsentlig påverkan av priset är emellertid inte alltid lätt att definiera, och i de fåtaliga fall som hittills behandlats i domstol har kravet på väsentlighet inneburit vissa svårigheter. Vid införandet av insiderlagen år 1991 angavs i motiven att en kursändring på 10 procent i förhållande till den allmänna kursutvecklingen till följd av offentliggörandet av viss information skall anses vara väsentlig. I förarbetena till insiderstrafflagen betonar emellertid regeringen att olika parametrar, och hänsyn till den normala volatiliteten för aktien skall beaktas. Det är dock tillräckligt att en omständighet *erfarenhetsmässigt* påverkar kursen vid ett offentliggörande. Att en verkligt inträffad kursförändring saknar betydelse anges klart och tydligt i förarbetena.

2.3 *Handel som omfattas*

Insiderstrafflagen är endast tillämplig vid handel som sker på en börs eller annan organiserad marknadsplats, samt vid handel med eller genom värdepappersinstitut. Lagen omfattar inte endast svenska förhållanden, utan även handel med utländska finansiella instrument och handel vid utländska marknadsplatser. Handelsförbudet gäller således alla avsedda instrument och marknadsplatser i hela världen. Att endast

handel på värdepappersmarknaden omfattas innebär bl.a. att alla affärer som sker direkt mellan parter som är kända för varandra, och som föregås av mer eller mindre omfattande förhandlingar och avtal, faller utanför lagens tillämpningsområde. Däremot omfattas alla affärer där en part saknar anledning att ta reda på vem som är motpart. Detsamma gäller för alla affärer som avslutas på för marknaden i fråga sedvanligt sätt vad gäller bl.a. likvid och leverans. Detta innebär att affärer som sker med anlitande av ett värdepappersinstitut som regel anses vara genomförda på värdepappersmarknaden även i de fall där värdepappersinstitutet handlar mot eget lager. Att förbudet endast gäller handel på värdepappersmarknaden har kritiserats för att även den handel som sker utanför värdepappersmarknaden påverkar förhållandena på denna, och skadar förtroendet för marknaden. I marknadsmissbruksdirektivet inkluderas därför även icke reglerade marknader och direkta transaktioner mellan enskilda parter, d.v.s. även handel mellan privatpersoner omfattas av direktivet. I och med implementeringen av marknadsmissbruksdirektivet skall reglerna utsträckas till att omfatta all handel, oavsett om denna ägt rum på

värdepappersmarknaden eller ej.

2.4 Primära och sekundära insiders

Ansvarssubjekten är uppdelade i tre olika personkretsar. Den första kategorin omfattar den som har anställning, uppdrag eller annan befattning som normalt innebär att han eller hon får del av information som har betydelse för kursen. Den andra kategorin omfattar den som äger aktier i bolaget. Aktieägandet förutsätter inte någon särskild storlek på aktieinnehavet, utan det är tillräckligt med ett innehav av en aktie för att gärningsmannen skall bli hänförd till denna grupp. Dessa två kategorier brukar hänföras till s.k. *primära insiders*. Den tredje kategorin är personer som i annat fall fått kännedom om en icke offentliggjord information, s.k. *sekundära insiders*. De som kan komma att räknas in i gruppen primära insiders är anställda och styrelseledamöter i aktiemarknadsbolag, anställda i värdepappersinstitut, offentliga tjänstemän, advokater, revisorer och anställda på tryckerier. Avgörande för huruvida en person är primär eller sekundär insider är i vilken egenskap personen ifråga har kommit i besittning av informationen. Positionen måste karaktäriseras av att den typiskt sett medför eller kan medföra tillgång till omständigheter som har betydelse för kursen på

finansiella instrument.

Till gruppen sekundära insiders hänförs alla andra än primära insiders som erhållit insiderinformation. En sekundär insider kan ha fått informationen som ett tips, eller själv skaffat sig kunskap om omständigheter som är att betrakta som insiderinformation. Informationen måste för att utgöra insiderinformation emana från en primär insider, d.v.s. en primär insider måste vara den ursprungliga källan. Även om tipset vandrat i flera led är mottagaren av tipset förbjuden att utnyttja detta för förvärv eller avyttring av finansiella instrument. I princip spelar det ingen roll hur lång kedjan mellan källan, d.v.s. den primära insidern, och tipsmottagaren är men så småningom blir naturligt nog insiderinformationen allmänt känd, eller så upphör den att ha betydelse för kurssättningen.

2.5 Obehörigt röjande

En viktig distinktion mellan primära och sekundära insiders är att det är straffbart för primära insiders att lämna insiderinformationen vidare. Lämnande av tips från en primär insider bedöms nämligen som obehörigt röjande av insiderinformation enligt 7 § insiderstrafflagen, om inte informationen som lämnas samtidigt med att den röjs blir

allmänt känd. Den som har anställning, uppdrag eller annan befattning som normalt innebär att han eller hon får kännedom om omständigheter som har betydelse för kursen på finansiella instrument, som på grund härav fått insiderinformation och som obehörigen röjer sådan information kan dömas för obehörigt röjande av insiderinformation. Detsamma gäller den som fått insiderinformation beträffande ett aktiebolag i vilket han eller hon äger aktier och som obehörigen röjer sådan information. Förbudet mot obehörigt röjande har tillkommit i avsikt att motverka spridning av insiderinformation. Grundprincipen är att insiderinformation endast skall lämnas till dem som har behov av denna för utövandet av sina arbetsuppgifter. Informationen skall emellertid för att vara brottslig lämnas i syfte att förmå någon annan att handla på grundval av informationen. Att förmedla informationen utan att avsikten är att mottagaren av informationen skall handla strider sålunda inte mot förbudet.

Förbudet är utformat på så sätt att det träffar dem som har störst möjlighet att komma i kontakt med insiderinformation, d.v.s. primära insiders. Detta innebär att endast de som har anställning eller liknande som normalt innebär att de får

tillgång till kurspåverkande information och som därigenom får tillgång till insiderinformation omfattas av förbudet. Detsamma gäller de som får tillgång till insiderinformation i egenskap av aktieägare.

Sekundära insiders omfattas inte av bestämmelsen och kan därför utan risk för att straffas lämna insiderinformation vidare, utom i de fall den sekundära insidern har för avsikt att föranleda någon annan att handla, eftersom detta omfattas av handelsförbudet. Innebär det obehöriga röjandet att informationen samtidigt blir allmänt känd kan informationslämnaren inte fällas till ansvar.

3 Otillbörlig kurspåverkan

I 9 § insiderstrafflagen stadgas förbud mot otillbörlig kurspåverkan. Kurspåverkan kan ske genom åtgärder som på ett otillbörligt sätt påverkar kursen på finansiella instrument så att kollektivet av investerare får en felaktig information om kurssättningen. Kurspåverkan kan ske på en rad olika sätt. Genom skenaffärer och hemliga avtal kan en person minska den totala tillgången på aktier på marknaden i avsikt att hålla kursen på en konstlat hög nivå trots att han säljer en stor del av en post, vilket annars kanske skulle ha sänkt kursen. Genom ett s.k. återköpsavtal, d.v.s. att i ett hemligt avtal

komma överens med köparen om att han inte får sälja värdepapperen till någon annan än säljaren undandras marknaden värdepapperen under avtalets giltighetstid. Ett annat sätt är att försöka hålla priset på en aktie på en viss nivå genom att ständigt ha köporder liggande i marknaden till en viss lägsta kurs, varigenom ett kursfall under denna tid motverkas. På motsvarande sätt kan någon söka sänka priset på en aktie genom att skapa en onaturligt stor tillgång som inte motsvaras av en jämförbar efterfrågan. Vidare kan en placerare i kursdrivande syfte köpa och sälja samma slags instrument med anlåtande av skilda depåer, d.v.s. han köper och säljer till sig själv, i avsikt att driva priset uppåt.

Lagens definition av otillbörlig kurspåverkan är konkret i sin utformning. Följande handlingar anges i bestämmelsen:

- Sluta avtal eller företa annan rättshandling för skens skull.
- I hemlighet förena avyttring av finansiellt instrument med utfästelse att senare förvärva dessa till visst lägsta pris eller med villkor som begränsar rätten till fortsatt avyttring eller annars är avsedda att undandra instrumentet allmän omsättning.
- Ingå köp- eller säljavtal, lämna anbud om slutande av

sådant avtal, vidta annan liknande åtgärd eller föranleda någon annan till sådan rättshandling och åtgärden är ägnad att vilseleda köpare och säljare av finansiella instrument.

Ett av de bakomliggande syften lagstiftaren angivit är att förhindra att marknaden vilseleds genom att en kurspåverkande marknadsoperation hemlighålls. Från det straffbara området utesluts därför fall där någon som företagit en kurspåverkande åtgärd öppet har informerat marknaden om bakgrunden till sitt handlande. Har en kursstabiliserande åtgärd angivits i exempelvis ett prospekt anses inte något otillbörligt syfte föreligga.

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, s.k. *window dressing*, eller *painting the tape*. Detta kan exempelvis göras inför ett rapporteringstillfälle, såsom

rs- eller månadsskifte. Åtgärden skall ha påverkat kursen så att kollektivet av terare fått en felaktig information om kursställningen. Är avsikten att vilseleda e art skall i stället bedrägeriparagrafen i 9 kap. 9 § brottsbalken tillämpas.

otivet för den kurspåverkande åtgärden måste vidare framstå som otillbörligt, d.v. ten skall ha varit att ge gärningsmannen eller annan fördel av åtgärden. I doktrine cas att i bedömningen av huruvida syftet med en åtgärd har varit otillbörligt eller ägas in i vilken mån aktören har avvikit från lagstadgade sundhetskrav eller allmättad god sed.

För straffbarhet krävs inte att gärningsmannen själv ingår avtal eller liknande som ar omedelbar påverkan på kursen, utan även de fall där gärningsmannen förmå ndra att vidta kurspåverkande åtgärder omfattas av straffansvar enligt paragrafer exempel på detta är när en aktör, i typfallet en fondkommissionär, påverkar vissa investorer till att investera i aktien, varvid tidigare innehavare av aktien kan dra nytta v det påverkade värde investeringarna medfört, s.k. *pegging* och *scalping*, eller *umping and dumping*. Att ”pegga”, eller ”rigga” en kurs innebär att en aktör exempelvis en investeringsrådgivare, mäklare eller depåförvaltare, rekommendera örvärv av ett visst finansiellt instrument hos ett urval kunder. Priset på aktien ökar till n artificiell nivå genom att dessa kunder övertalas att investera i de finansiella instrumenten. De kunder som tidigare innehaft det ifrågavarande finansiella instrumentet ör en förtjänst på att kursen manipulerats. ”Scalping” innebär att en person för örvärvar finansiella instrument av ett visst slag, och därefter rekommenderar sin under att investera i motsvarande instrument. Kursen drivs upp, och gärningsmannen sälja sitt innehav med förtjänst. I förarbetena nämns att detta framför allt ka omma att aktualiseras när placerare genomför en affär genom ett värdepappersinstitut, men man gör bedömningen att frågan om medverkansansvar för

tan i stället exempelvis en kreditgivare som lämnat lån mot säkerhet i värdepapper. Utgången kan likväl komma att bedömas vara straffbar.

Förekomst av marknadsmissbruk

Efter anmälan från Stockholmsbörsen eller andra marknadsplatser, tips från allmänheten eller på eget initiativ registreras ett ärende hos Finansinspektionen. Om Finansinspektionens utredning leder till misstanke om brott överlämnas fallet till Ekobrottsmyndigheten. Ekobrottsmyndigheten har efter vederbörlig utredning beslutat att föredöma huruvida brott föreligger, och i förekommande fall göra åtalsanmälan till allmän åklagare.

Efter förarbetena och i doktrinen konstateras att olaglig insiderhandel och kursmanipulation förekommer i stor utsträckning. Insiders tillgång till icke offentliggjord kurspåverkande information leder tillsammans med de stora möjligheterna och den begränsade risken för upptäckt till att insiderinformation nyttjas trots att upptäckt kan komma att medföra stränga fängelsestraff. Över 40 insiderärenden har under åren 1991–2002 öppnats vid Finansinspektionen för misstänkt insiderenhet. Av dessa har 40 anmälts till åklagare, och åtta lett till åtal. De 40 utredningarna omfattar sammanlagt 91 personer, varav 28 personer i Pinkerton/Securitasfallet. Av de sammanlagt 36 åtalade personerna, varav 28 i Pinkerton/Securitasfallet, har elva, varav sju i Pinkerton/Securitasfallet, blivit fällda för brott mot insiderlagen. Många ärenden går ej vidare till Ekobrottsmyndigheten p.g.a. att Finansinspektionen gjort bedömningen att tillräcklig bevisning för att brott mot insiderstrafflagen begåtts saknas. Nio av tio insiderärenden har avslutats utan åtal. Åtalsanmälan har skett. I en undersökning av insiderbrott begångna under åren 1991–1999 har identifierats tre huvudsakliga kategorier av motiveringar till a

ett sätt på vilket ärendet blivit behandlat vid insiderenheten som ligger till grund för att det avslutats. Vidare lades tre av tio utredningar ned efter att utredaren gjort en möjlighetsbedömning utifrån handelns eller vinstens (eller förlustminimeringens) omfattning, kurspåverkande storlek eller bevissvårigheterna i ärendet. Motiveringarna återkommer fraserna ”för små summor”, ”kurspåverkan är inte tillräckligt tydlig”, eller ”det kommer bli svårt att bevisa”. I dessa utredningar görs ofta en indirekt hänvisning till åklagarens möjlighet att få till stånd en fällande dom.

Andra former för marknadsmissbruk är av nyare slag. Inte minst användningen av Internet för att placera order har öppnat för olika sätt att manipulera kursen på finansiella instrument. Endast ett fåtal fall rörande kursmanipulation har hittills utredats i domstol. Gärningsmännen representerar här betydligt fler kategorier av personer än vid insiderbrott, och brott mot förbudsbestämmelsen kan ske på många olika sätt.

Av över 50 utredningar rörande otillbörlig kurspåverkan har fjorton anmälts till åtal och åtal har väckts endast i sju fall. Fem personer har i oktober 2002 dömts för otillbörlig kurspåverkan.

Sanktioner vid insiderbrott och kursmanipulation

Överträdelse av insiderstrafflagen är sanktionerad med böter och fängelsestraff. Straffvärdet är, liksom vid andra andra förmögenhetsbrott högt. Vid brott av normalgraden är straffet böter eller fängelse i upp till två år. Vid grovt brott är straffet fängelse i upp till fyra år. Avgörande för om brottet är grovt är bl.a. den vinst eller förlustbegränsning som gjorts genom affären. Även omfattningen av affären har betydelse. Har affärer exempelvis gjorts upprepade gånger eller är handel

rott mot insiderförbudet förklarar förverkad.

För obehörigt röjande är straffet böter eller fängelse i upp till sex månader.

Straffet för otillbörlig kurspåverkan är för brott av normalgraden fängelse i upp till två

år, för ringa brott fängelse i högst sex månader. Om brottet kan bedömas som grovt

med hänsyn till omfattningen av kurspåverkan eller övriga omständigheter, ska

bedömas till fängelse i lägst sex månader och högst fyra år.

1.1 Är administrativa sanktioner lämpliga vid insiderbrott och kursmanipulation?

Överträdelser av den före 2001 gällande insiderlagen var 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. Lagen delades därför upp i två lagar, en straffrättslig lag och en administrativ

lag. Bestämmelser om skyldighet för personer i insynsställning att anmäla innehav av

finansiella instrument och förbudet mot korttidshandel infördes i en särskild lag

(2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument, där

överträdelse är sanktionerad med en avgift. Förbud mot handel i besittning av

insiderinformation infördes i insiderstrafflagen, tillsammans med förbud mot

obehörigt röjande och kurspåverkan, och sanktionen är vid överträdelse av förbudet

böter och fängelse.

EU-marknadsmissbruksdirektivet stadgar emellertid att medlemsstaterna utöver

straffrättsliga bestämmelser även skall införa administrativa sanktioner att tillämpa

vid överträdelse av förbud mot olaglig insiderhandel och kursmanipulation.

Direktivet uttrycks att det är viktigt att även ha tillgång till ett administrativt

sanktionssystem utöver det straffrättsliga, eftersom ett sådant förfarande är snabbare

än det rättsliga. Snabbheten anses vara särskilt viktigt för att kunna förhindra att de

urspåverkan uppsåt och för vårdslöst insiderförfarande grov oaktsamhet. Prövning av huruvida det subjektiva rekvisitet är uppfyllt i ett enskilt fall görs av domstolen. I de tidigare arbetena ansågs visserligen att det får anses föreligga en presumtion för att i vissa fall oaktsamhet normalt föreligger när det är fråga om denna typ av brott. För att en administrativ sanktionsavgift skulle kunna införas i Sverige krävs att strikt ansvar för brottet anförs. Detta innebär att en person skulle kunna komma att straffas för insiderbrott utan att han i handlingsögonblicket varit medveten om att handlingen var brottslig. Straffvärdet för brott mot insiderstrafflagen är i huvudsak överensstämmande med vad som gäller för bedrägeri, det vill säga straffvärdet är högst fyra år. Regeringen gjorde i sin utredning utdömningen att eftersom brottet inte är en förseelse med lågt straffvärde, det ej bör straffas och därför föras från det kriminaliserade området och ersättas med en sanktionsavgift.

En administrativ sanktion kan endast utdömas i det fall kravet på subjektivitet luckras upp. Införande av administrativa sanktioner medför därmed att kravet på rättssäkerhet ställer stora krav på gärningsbeskrivningen. Denna kommer sålunda att skilja sig från den tidigare gärningsbeskrivningen av de brott där sanktionen är straffrättslig, och den förbjudna gärningen måste vara begränsad till en viss handling eller underlåtelse att handla på ett visst sätt. Såsom förbudet mot korttidshandel och underlåtelse att följa reglerna om informationsskyddsplikt.

En administrativ sanktion av rättssäkerhetsskäl kan sålunda endast ringa överträdelse av regelverket sanktioneras administrativt. Eftersom syftet med regelverket inte är att förbjuda spekulation i finansiella instruments kursrörelser ingår emellertid det subjektiva rekvisitet av nödvändighet. Gärningsmannen skall ha insett eller borde ha insett att hans handling var förbjuden.

vilka situationer är det då möjligt att utdöma en administrativ utan att omstolsväsendet prövar gärningsmannens mentala inställning, d.v.s. huruvida

Det subjektiva rekvisitet torde vara enklare att fastställa i vissa fall av kursmanipulation, d.v.s. i situationer där man kan objektivt fastställa att vissa åtgärder är begångna. Exempel på sådana handlingar är handelsbaserade åtgärder såsom riggning av en kurs genom handel med sig själv, där det är möjligt att objektivt konstatera ett visst handlingsmönster, eller missbruk av en dominerande ställning, såsom insiderhandel eller squeezes.

För att en handling skall kunna leda till en administrativ sanktion i stället för straff såvitt gäller sålunda att gärningsbeskrivningen är klar, och att ingen tvekan om gärningsmannens ansvar borde insett att han handlade i strid med regelverket. I andra fall såvitt gäller ur rättssäkerhetssynpunkt en prövning av gärningsmannens mentala inställning som förutsättning för ansvar. Åklagarens bevisbörda underlättas genom att subjektiviteten jämfört med objektiviteten vid straffansvar utökas till att omfatta även culpösa handlingar i strid med regelverket. Möjligheten att ålägga en person ansvar på den grund att han borde insett att informationen ifråga utgjorde insiderinformation underlättar bevisningen i de flesta fall av den aktuella typen av mål avsevärt. Ingenting hindrar att en person mot sitt nekande döms till ansvar på grund av indicier, d.v.s. att omständigheterna visar att han var medveten om att han handlade i strid med förbudet.