

**Marknadsmissbruk –  
insiderbrott och kursmanipulation**

**Catarina af Sandeberg**

## Innehållsförteckning

<b>1</b>	<b>INLEDANDE DEL</b>	<b>3</b>
1.1	ALLMÄNT OM ÄMNET OCH DESS AVGRÄNSNING	3
1.2	FRÅGESTÄLLNINGAR OCH UTGÅNGSPUNKTER	5
1.3	DEN VIDARE FRAMSTÄLLNINGEN	8
<b>2</b>	<b>MARKNADSMISSBRUK SOM PROBLEM OCH FÖREMÅL FÖR REGLERING</b>	<b>10</b>
2.1	NÅGRA DEFINITIONER	10
2.2	KAPITALMARKNADENS SAMHÄLLSEKONOMISKA FUNKTION	12
2.3	DET EKONOMISKA PERSPEKTIVET	14
2.3.1	Den effektiva marknaden	14
2.3.2	Akerlofs citronteori	16
2.3.3	Insiderhandels signaler till marknaden	16
2.3.4	Utjämning av informationsasymmetri genom reglering	17
2.4	FÖREKOMSTEN AV INSIDERHANDEL OCH OTILLBÖRLIG KURSPÅVERKAN	18
2.4.1	Insiderbrott	18
2.4.2	Otillbörlig kurspåverkan	20
2.5	INSIDERREGLERINGENS BERÄTTIGANDE	21
2.5.1	Inledning	21
2.5.2	Alternativet självreglering	23
2.5.3	Argument för insiderlagstiftning	25
2.5.4	Argument mot insiderlagstiftning	26
2.6	KRIMINALISERINGEN AV INFORMATIONSMISSBRUK	28
2.7	SAMMANFATTANDE SLUTSATSER	31
<b>3</b>	<b>INSIDERLAGSTIFTNINGENS FRAMVÄXT</b>	<b>33</b>
3.1	UTVECKLINGEN INOM EU	33
3.2	UTVECKLINGEN I SVERIGE	34
3.2.1	Regleringen före insiderlagen	34
3.2.2	Insiderlagen	37
<b>4</b>	<b>INSIDERSTRAFFLAGEN</b>	<b>39</b>
4.1	BAKGRUND	39
4.2	HANDELSFÖRBUDET I INSIDERSTRAFFLAGEN	40
4.2.1	Inledning	40
4.2.2	Ansvarssubjekten	40
4.2.3	Undantag från handelsförbudet	49
4.3	REKVISITEN	50
4.3.1	Rekvisit för ansvar vid brott	50
4.3.2	Rekvisiten i insiderstrafflagen	54
4.4	MEDVERKANSANSVAR I BROTTMÅL	67
4.5	SAMMANFATTNANDE SLUTSATSER	68
4.6	OBEHÖRIGT RÖJANDE	69
4.6.1	Obehörigt röjande och meddelarfrihet	70
4.7	SANKTIONER	71
<b>5</b>	<b>INSIDERSTRAFFLAGEN OCH MARKNADSMISSBRUKSDIREKTIVET</b>	<b>71</b>
5.1	INLEDNING	71
5.2	EN JÄMFÖRELSE MELLAN REGELVERKEN	72
5.2.2	Instrument som omfattas	73
5.2.3	Lokutionen reglerad marknad	73
5.2.4	Väsentlig kurspåverkan	74
5.2.5	Handelsförbudet	74
5.2.6	Det subjektiva rekvisitet	76
5.2.7	Obehörigt röjande	77
5.2.8	Krav på offentliggörande av insiderinformation	77
5.2.9	Due diligence och anmälningsskyldighet för professionella aktörer	78

5.2.10	Undantag ifrån handelsförbudet.....	78
5.2.11	Territorialitet.....	78
5.2.12	Sanktioner.....	79
5.3	SAMMANFATTANDE SLUTSATSER.....	80
<b>6</b>	<b>OTILLBÖRLIG KURSMANIPULATION.....</b>	<b>83</b>
6.1	BAKGRUND TILL BESTÄMMELSEN.....	83
6.2	FÖRBUDSBESTÄMMELSEN.....	85
6.2.1	Regelns tillämpningsområde.....	85
6.2.2	Ansvarssubjekten.....	86
6.2.3	Förbjudna åtgärder.....	86
6.2.4	Skenaffärer och hemliga avtal.....	87
6.2.5	Kursmanipulation.....	90
6.3	REKVISIT FÖR STRAFFBARHET.....	92
6.3.1	Inledning.....	92
6.3.2	De objektiva rekvisiten.....	92
6.3.3	De subjektiva rekvisiten.....	93
6.4	EXEMPEL PÅ TILLÅTNA RESPEKTIVE OTILLÅTNA ÅTGÄRDER.....	96
6.4.1	Tillåtna åtgärder.....	97
6.4.2	Olämpliga förfaranden.....	97
6.4.3	Svårbedömda fall.....	99
6.4.4	Troligen tillåtna förfaranden.....	100
6.5	MEDVERKAN VID OTILLBÖRLIG KURSPÅVERKAN.....	100
6.5.1	Medverkansansvar för värdepappersinstitut.....	101
6.6	SANKTIONER.....	102
6.7	MARKNADSMISSBRUKSDIREKTIVETS BESTÄMMELSER.....	102
6.8	SAMMANFATTANDE SLUTSATSER.....	105
<b>7</b>	<b>TILLSYN OCH ÖVERVAKNING.....</b>	<b>106</b>
7.1	FINANSINSPEKTIONENS SANKTIONSMÖJLIGHETER.....	109
7.1.1	Marknadsmisbruksdirektivets inverkan.....	110
7.2	MARKNADSPLATSENS ÖVERVAKNINGSFUNKTION.....	112
7.3	EKOBROTTSMYNDIGHETEN.....	113
7.4	DOMSTOLSBEHANDLINGEN.....	115
7.5	SAMMANFATTANDE SLUTSATSER.....	116
<b>8</b>	<b>SLUTORD DE LEGE FERENDA.....</b>	<b>118</b>

## 1 Inledande del

### 1.1 Allmänt om ämnet och dess avgränsning

Denna bok behandlar marknadsmisbruk, som är en gemensam benämning på olaglig insiderhandel och kursmanipulation. Olaglig insiderhandel innebär att någon i insynställning själv utnyttjar, eller vidareförmedlar till någon som utnyttjar, icke allmänt känd kurspåverkande omständighet. Omständigheten skall för att utgöra insiderinformation erfarenhetsmässigt ändra kursen, så att en person genom att föregå offentliggörande antingen kan skapa en vinst eller minska en förlust genom att köpa eller sälja finansiella instrument. Ett typexempel utgör följande fall från år xx, en av 7 fällande domar i Sverige hittills.<sup>1</sup> Den 21 september säljer styrelseordföranden i ett bolag sina 2000 aktier i bolaget. Den 8 oktober meddelar bolaget i ett pressmeddelande kraftigt försämrat resultat. Istället för den vinst på sex miljoner kronor man förutsagt i emissionsprospektet tyder allt på en förlust för helåret på fyra miljoner kronor. Dagen efter rasar

<sup>1</sup> Dom xx

aktiekursen med tjugo procent. Under rättegången hävdar styrelseordföranden att han inte informerats om det försämrade resultatet före styrelsemötet den 27 september. Styrelseordförande fälldes för brott mot insiderlagen.

Kursmanipulation är åtgärder som på ett otillbörligt sätt påverkat kursen så att kollektivet av investerare får en felaktig information om kurssättningen, och kan ha olika former. 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. 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 anlitan av skilda depåer, dvs han köper och säljer till sig själv, i avsikt att driva priset uppåt.

Kursmanipulation och missbruk av information i samband med handel i finansiella instrument är en företeelse som ökat markant under det senaste decenniet. Det finns flera orsaker till detta. De finansiella marknaderna är föremål för en ständig, snabb utveckling. Såväl omsättningsvolymerna som antal mäklare och kunder ökade under åren 1995-2000 markant. Mycket talar för att brott på värdepappersmarknaden borde avta, eftersom aktiviteten på marknaden avtagit. Trots att handeln minskat kraftigt det senaste året har emellertid antalet misstänkta brott ökat.<sup>2</sup>

Även den tekniska utvecklingen har bidragit till att handeln blivit mer omfattande. Handel med framförallt aktier över Internet har exempelvis blivit en allt vanligare företeelse. Internationaliseringen av de finansiella marknaderna leder till ett ökat inslag av utländska aktörer på den svenska värdepappersmarknaden, och av svenska aktörer på utländska marknader. Finansinspektionen, FI, är den statliga myndighet som har att utöva tillsyn över aktiemarknaden. Under myndighetens tillsyn står idag ca 2 500 företag, värdepappersinstitut och marknadsplatser. Utvecklingen på värdepappersmarknaden har inneburit skärpta krav på såväl Finansinspektionens tillsynsverksamhet som på de brottsutredande myndigheterna. Det internationella samarbetet har därför ökat, och Finansinspektionen har idag samarbetsavtal med ett 20-tal utländska myndigheter. Utvecklingen inom EU har bidragit till den ökade handeln över gränserna och ytterligare harmonisering av regelsystemen i medlemsstaterna. Dessutom sker en omfattande gränsöverskridande handel vid marknadsplatser belägna utanför EU, främst i USA. Även den tekniska utvecklingen av handels- och informationssystemen och utvecklandet av nya finansiella instrument har bidragit till ökad handel.

Olaglig insiderhandel är inte ovanlig, vare sig i Sverige eller utomlands. I en undersökning från 2002 konstateras att olaglig insiderhandel snarare utgör regel än undantag på många värdepappersmarknader.<sup>3</sup> I samma undersökning visas att av 103 länder där värdepappersmarknad existerar 87

---

<sup>2</sup> Se avsnitt 2.4.1.

<sup>3</sup> Bhattacharya, Y – Daouk, H, The World Price of Insider Trading.

länder infört förbud mot insiderhandel. Emellertid har brott mot förbudsbestämmelsen tillämpats endast i 38 av dessa länder, och endast i ett fåtal fall i respektive land.<sup>4</sup> Sverige är ett av de få länder där fällande dom för marknadsmissbruk förekommit upprepade gånger. I juli 2002 har i 7 fall dom för brott mot insiderförbud och två domar för kursmanipulation förekommit.

De personer som förekommer i svenska åtalsanmälda ärenden är till övervägande delen s k primära insiders, det vill säga personer som har direkt anknytning till det bolag vars aktier varit föremål för insiderhandel.<sup>5</sup> 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>6</sup>

Såväl aktörerna på finansmarknaden som lagstiftaren konstaterar att förtroendet för finanssektorn behöver stärkas.<sup>7</sup> För att allmänhetens förtroende för finansmarknaderna skall upprätthållas krävs en tydlig lagstiftning, och att överträdelser handläggs så effektivt som möjligt. De bestämmelser som är till för att upprätthålla allmänhetens förtroende för de finansiella marknaderna bör vara anpassade till de krav som kan ställas på en väl fungerande handel med finansiella instrument, och även vara förenliga med utvecklingen av denna handel. Tillgången till information är avgörande för lönsam handel i värdepapper, men följderna av att information som inte är allmänt känd missbrukas kan bli att allmänhetens förtroende för marknaden skadas. Det finns därför ett gemensamt intresse för såväl lagstiftare och myndigheter som aktörer på de finansiella marknaderna att komma till rätta med missbruk av information.

## 1.2 Frågeställningar och utgångspunkter

I samband med förbud mot att utnyttja icke offentliggjord information aktualiseras en rad frågor. Man kan inledningsvis ifrågasätta om en reglering över huvud taget är motiverad. Ofta hävdas att debatten kring insiderhandel har formats kring två olika perspektiv.<sup>8</sup> Det ena perspektivet utgår från värdepappersmarknadens effektivitet. Förespråkarna för detta perspektiv, företrädesvis ekonomer, framför argument *mot* en reglering, och menar att insiders möjlighet att utnyttja informationsförsprång är ett sätt att effektivisera handeln.<sup>9</sup> I samband härmed anförs att även om inte värdepappersmarknadens effektivitet förbättras av insiderhandel, medför den i vart fall inte någon skada för effektiviteten på marknaden.<sup>10</sup> Ur detta perspektiv är all form av reglering av insiderhandel negativ, eftersom den snarare skadar än skyddar marknadsmekanismerna. Å andra sidan kan

---

<sup>4</sup> Med undantag för USA, där mål rörande marknadsmissbruk är vanligt förekommande.

<sup>5</sup> Wesser, E, Har du varit ute och shoppat, Jacob? s 94 f. se s xx

<sup>6</sup> Idem.

<sup>7</sup> T ex prop 1995/96:215 s 1 ; Marknadsmissbruksdirektivet preambel 11 bl a.

<sup>8</sup> Hetzler, A, Insiderbrott och regleringen av värdepappersmarknaden; Samuelsson, P, Insiderhandel, i Afrell, Klahr, Samuelsson, Lärobok i kapitalmarknadsrätt.

<sup>9</sup> Framför allt Manne, H.G., Insider Trading and the Stock Market, se s xx.

<sup>10</sup> Samuelsson, P, Insiderhandel,

marknadens effektivitet utgöra utgångspunkten i argument för reglering, i termer av skydd för marknaden.<sup>11</sup>

Det andra perspektivet framförs främst av jurister, och innebär att marknadsrättvisan skall vara avgörande för bruket av information. Ur detta perspektiv är rättvisa regler och förutsättningar för aktörerna på marknaden viktigare att värna om än marknadens effektivitet.<sup>12</sup>

Den svenska lagstiftningen kring marknadsmissbruk utgår ifrån såväl ett effektivitets- som ett rättviseperspektiv, men i förarbetena betonas de konsekvenser och risker med en värdepappersmarknad som inte fungerar på lika villkor för alla. I förarbetena till insiderlagen (1990:1342) anges att

”En brist på rättvisa spelregler på marknaden får antas medföra att investerare tappar förtroendet och söker sig till andra marknadsplatser där konkurrensen sker på lika villkor för alla aktörer. När förtroendet för spelreglerna på en marknadsplats minskar, finns det risk att omsättningen minskar vilket leder till en sämre marknadseffektivitet.”<sup>13</sup>

Insiderhandel anses således skada förtroendet för marknaden, vilket i sin tur kan leda till att marknadens effektivitet minskar.<sup>14</sup>

I avsnitt 2.5 redogörs för de mer framträdande argumenten för respektive mot en reglering, men en djupare analys av argumenten faller utanför ramen för denna bok, eftersom den svenske lagstiftaren valt att reglera frågan.

En i boken central fråga är hur domstolarna väljer att tolka regleringen, dvs genom en bokstavstolkning eller med hänsyn till lagmotiven. Här aktualiseras även de signaler till samhället som domstolarnas tolkning av regelverket leder till.

En utgångspunkt i boken är att bekämpningen av insiderbrottslighet och marknadsmanipulation bör förbättras. Brott mot insiderstrafflagen (2000:1086) är, liksom övrig ekonomisk brottslighet, svår att föra till åtal och fällande dom. Lagstiftningen är komplicerad och kraven på bevisning höga. Av 453 misstänkta insiderärenden ledde endast 37 till åtalsanmälningar, och totalt åtta personer, varav fem i Pinkerton/Securitas-fallet, har blivit fällda för brott mot insiderlagen.

Vid undersökning av behovet av regler kan man skilja på tre typer av missbruk:<sup>15</sup>

#### 1. Missbruk av information

Uppförande som baseras på missbruk av information som inte är allmänt känd och som om den varit känd hade varit relevant vid beslut om villkoren för en transaktion.

---

<sup>11</sup> Ref i Wesser, E, Har du varit ute och shoppat, Jacob?, s 57.

<sup>12</sup> Hetzler, idem.

<sup>13</sup> Prop 1990/91:42 s 38.

<sup>14</sup> Se även Bhattacharya, Y – Daouk, H, The World Price of Insider Trading, vari konstateras att olaglig insiderhandel belastar marknaden med en kostnad på upp till 5 procent av handeln.

<sup>15</sup> Agenda för en ny marknadstillsyn, Finansinspektionen 2002. Se även den engelska Financial Services and Markets Act 2000.

## 2. Missledande information

Handling som ger anledning till felaktig eller missledande uppfattning om utbud eller efterfrågan eller om priset eller värdet på aktuell investering.

## 3. Marknadsstörning

Handling som en normal marknadsaktör skulle anse stör, eller skulle kunna störa, marknaden.

I denna bok beskrivs och analyseras alla de tre ovan angivna kategorierna missbruk ur ett svenskt perspektiv, i den mån insiderstrafflagens regler är tillämplig på agerandet.

Rättsfrågor i anslutning till marknadsmissbruk kan vidare delas upp i tre huvudgrupper, nämligen förebyggande av brott, straffbar handel och ogiltighet och andra civilrättsliga konsekvenser som kan följa av att handel i strid med förbud företas. I boken redogörs främst för nu gällande regler rörande straffbar handling i strid med förbud mot insiderhandel och kursmanipulation i insiderstrafflagen. I samband härmed beskrivs hur marknadsmissbruksdirektivet kommer att påverka de svenska förhållandena. Vidare diskuteras i viss utsträckning på vilket sätt regelverket skulle kunna förbättras de lege ferenda, i avsikt att uppnå en ökad effektivitet och bättre efterlevnad.

I dagligt tal används begreppet insiderinformation om i princip all icke offentliggjord information om ett bolag, särskilt om informationen innehas av bolagets ledande befattningshavare eller styrelseledamöter. Insiderinformation i insiderstrafflagens mening avser emellertid ”information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument”, vilket innebär att en rad rekvisit skall vara uppfyllda för att lagen skall bli tillämplig. En avgränsning av ämnet görs på så sätt att i insiderstrafflagen gällande regler och gärningsbeskrivning utgör ramen för definitionen av vad som är informationsmissbruk, eftersom detta i lagens mening är avgörande för vad som *inte* utgör insiderhandel och kursmanipulation. Lagens krav på att informationen skall vara icke offentliggjord och kunna förväntas väsentligen påverka kursen på värdepapperen har sålunda endast betydelse som villkor vid bedömningen av huruvida ett agerande är olaglig insiderhandel eller kursmanipulation vid tillämpningen av insiderstrafflagens regler.

Missbruk av information kan förekomma vid transaktioner i såväl noterade som onoterade instrument. Insiderstrafflagens förbudsbestämmelse omfattar endast handel över börs eller annan auktoriserad marknadsplats, och handel genom värdepappersinstitut. Direkttransaktioner mellan slutkunder behandlas sålunda inte.<sup>16</sup>

I praxis och doktrin diskuteras huruvida insiderförbudet skall omfatta även passivt utnyttjande av insiderinformation, dvs huruvida en person som avstår från att handla på grund av att han eller hon är i besittning av information som medför att en transaktion skulle medöra förlust för

---

<sup>16</sup> Detta förhållande kommer emellertid att förändras då det nya direktivet införlivas med den svenska regleringen, se s xx

personen i fråga. Frågan faller emellertid på grund av de bevis tekniska svårigheter den är förbunden med utanför denna framställning.<sup>17</sup>

I boken behandlas insiderstrafflagen och EG:s förslag till marknadsmissbruksdirektiv. Lag om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument lämnas utanför.

Boken innehåller en analys av förbudet mot marknadsmissbruk genom förbjuden insiderhandel och kursmanipulativa åtgärder. I och med att denna typ av brott är ett relativt nytt fenomen inom svensk strafflagstiftning, är rättskällornas omfattning begränsade jämfört med andra delar av straffrätten. Redogörelsen koncentreras därför kring en genomgång av de centrala fall som prövats i domstol, och en diskussion runt de frågor som framtonar som de som är svårast för domstolarna att hantera.

Det allmänpreventiva syftet är en av de viktigaste frågorna rörande förbud mot marknadsmissbruk. En central fråga i samband härmed är vilka incitament som kan skapas för att främja efterlevnaden av regelverket. Lönsamheten vid regelöverträdelse har ökat i takt med den allt högre omsättningen och intensiteten i transaktionerna. Högt uppdrivna avkastningskrav och kortsiktighet är faktorer som kan fresta marknadens aktörer till att agera på gränsen till det otillåtna. Upplevs sannolikheten för att bli straffad som liten, och dessutom brottet som ett brott av ringa karaktär blir regelöverträdelse inte ovanlig.

### ***1.3 Den vidare framställningen***

Boken innehåller en deskriptiv redogörelse för det aktuella regelkomplexet ur ett svenskt perspektiv, med den bakomliggande EG-rättsliga regleringen som grund. Diskuterande avsnitt är framför allt inriktade på hur gällande lag tolkats av de svenska domstolarna. Ett rättspolitiskt resonemang de lege ferenda förs i viss mån i slutet av respektive kapitel, och i de avslutande slutorden.

I bokens inledande kapitel redovisas bakgrunden till regleringen av informationsmissbruk inom det aktuella området, dvs varför reglering över huvud taget anses vara nödvändig, samt en diskussion om varför handlingar i strid med förbuden i insiderstrafflagen är sanktionerade med straff i stället för att vara behäftade med en civilrättslig påföljd vid överträdelse. Här diskuteras även möjligheten att komplettera den straffrättsliga regleringen med civilrättsliga sanktioner. Kapitlet innehåller även en redogörelse för den ekonomiska bakgrunden av deskriptiv natur. Därpå följer i kapitel 3 en beskrivning av insiderlagstiftningens utveckling i Sverige, och en redogörelse för insiderstrafflagens förbud mot insiderhandel. I samband härmed exemplifieras svårigheterna med att uppfylla de olika objektiva respektive subjektiva rekvisiten med ett par av de centrala rättsfall som hittills förekommit inom det aktuella området. I avsnitt 3.2.3 beskrivs på vilket sätt svenska förhållanden kommer att påverkas av marknadsmissbruksdirektivets regler. I kapitel 4 beskrivs förbudet mot otillbörlig kursmanipulation och obehörigt röjande, även här exemplifierat med ett par av det fåtal praktiska exempel som hittills förekommit, och

---

<sup>17</sup> Se Sandler Conville, Langevoort, Insider trading, xx s 1-20., Salbu s 313 ff. Se även Blue Chip Stamps v Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975).



marknadsmisbruksdirektivets regler rörande kursmanipulation. Kapitel 5 beskriver hur organisationen kring förebyggande och beivrande av insiderbrott och marknadsmisbruk är utformad. Boken avslutas med en rättspolitisk diskussion de lege ferenda med förslag till de förändringar som skulle kunna vidtas i avsikt att förbättra bekämpningen av marknadsmisbruk.

## 2 Marknadsmisbruk som problem och föremål för reglering

### 2.1 Några definitioner

Ordet *insider* används i den moderna börsrättsliga terminologin, efter amerikansk modell, för att beskriva ett subjekt som är i besittning av icke offentliggjord kurspåverkande information och som därmed är underkastad förbudet att utnyttja denna kunskap, för egen eller annans vinning. Beteckningen *insider* används sålunda om den som besitter icke offentliggjord kurspåverkande information, och som därmed är underkastad *insiderstrafflagens* regler. Ordet *insider* användes ursprungligen för att åtskilja medlemmar av fondbörsen, *insiders*, och icke-medlemmar, *outsiders*. Därefter övergick termen att beteckna person som var skyldig att anmäla aktieinnehav, för att numer omfatta alla som handlar i besittning av *insiderinformation*. I anslutning till denna begreppsförskjutning kan diskuteras huruvida ordet *insider* äger relevans. Lagstiftaren ställer ju inte längre krav på att ansvarssubjektet, för att lagen skall bli tillämplig, är befattningshavare i insynsställning, s k *primär insider*, eller har erhållit informationen från en *primär insider*, och i stället är en s k *sekundär insider*.<sup>18</sup> Ordet *insider* återfinns emellertid såväl i den svenska lagtexten som i direktiven.

Ett aktiemarknadsbolag<sup>19</sup> skall enligt avtalen med börsen eller den auktoriserade marknadsplatsen omedelbart offentliggöra information när beslut har fattats eller händelse inträffat som ”i icke oväsentlig grad” är ägnad påverka den bild av bolaget som skapats av bolagets senast lämnade information, eller i övrigt kan påverka värderingen av bolagets aktier.<sup>20</sup> Typiskt sett skall det därför inte finnas någon icke offentliggjord potentiellt kurspåverkande information avseende faktiska förhållanden rörande ett aktiemarknadsbolag. Emellertid kan förhållandet vara att vissa personer med insynsställning besitter information som ännu ej hunnit nå marknaden av olika anledningar. Den typiska situationen är att bolaget ifråga är inblandat i en strukturaffär, dvs är part i en förvärvssituation, eller står inför ett samgående med ett annat bolag. En annan typsituation är att vissa uppgifter om bolaget kommer att offentliggöras inom kort, såsom uppgifter om bolagets försäljning eller intjäning, men ännu inte offentliggjorts. *Insiderinformation* är sålunda enligt definitionen i 1 § *insiderstrafflagen* information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument. I marknadsmisbruksdirektivet anges i art 1 att informationen skall vara av exakt natur, och om den offentliggjordes på ett avgörande sätt skulle kunna påverka priset på dessa finansiella instrument eller på dem grundade derivat.

*Kurspåverkande information* kan vara företagsspecifik, marknadsspecifik eller allmänt kurspåverkande, s k makroekonomisk. Företagsspecifik

<sup>18</sup> Beteckningarna beskrivs i avsnitt x.

<sup>19</sup> Definition i lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet: svenskt aktiebolag som utgivit aktier vilka är noterade vid en börs eller en auktoriserad marknadsplats.

<sup>20</sup> Jfr 5 kap 3 § LBC, xx § FFFS 1995:43, Stockholmsbörsens noteringsavtal p 21 bil 1.

information utgör information som genereras i det aktuella företaget. Detta kan exempelvis vara framåtblickande information, uppgifter om tekniska framsteg i företaget och givetvis information om bolagets finansiella ställning. Även information som i och för sig genereras utanför företaget kan vara företagsspecifik, såsom utgången i en tvist, eller beslut om långivning. Andra företagsrelaterade omständigheter kan t ex vara en omständighet i ett bolags verksamhet som normalt upplyses om i bolagets ekonomiska rapportering. Vidare kan beslut av portföljförvaltare eller kapitalplacerande institut om köp eller försäljning av finansiella instrument och liknande marknadsinformation utgöra insiderinformation.

Som exempel på företagsspecifik insiderinformation anges i de riktlinjer för implementeringen av marknadsmissbruksdirektivet som offentliggjorts av CESR<sup>21</sup> följande omständigheter:

- Förändringar i kontrolläggande och aktieägaravtal
- Förändringar i ledningen
- Förändringar i revision eller av revisorer
- Utgivande av nya finansiella instrument
- Åtgärder rörande ökning av aktiekapitalet
- Fusioner, splits, spin-off
- Köp eller försäljning av väsentliga tillgångar

Marknadsinformation är exempelvis en uppgift om orderläget för ett konkurrerande bolag, vilken vid offentliggörande kan komma att påverka kursen.

Enligt CESR:s riktlinjer är bl a följande exempel på marknadsinformation:

- Uppgifter och statistik som publicerats av offentliga institutioner
- Offentliggörande av forskningsresultat, analyser och rekommendationer rörande värdet på noterade finansiella instrument
- Centralbanks beslut rörande ränta
- Regerings beslut rörande beskattning, industriell reglering etc.
- Beslut rörande reglering inom området

Allmänt kurspåverkande information, eller makroekonomisk information, avser information som berör hela värdepappersmarknaden i dess helhet. Exempel på allmänt kurspåverkande information är ränteförändringar, eller förändringar i regelverket.

Att insiderinformationen inte skall vara offentlig, eller allmänt känd, innebär att den inte skall vara tillgänglig för allmänheten. Informationen är insiderinformation så länge endast ett fåtal fått ta del av den, såsom vid ett styrelsemöte. Även en vid ett möte närvarande journalist är förhindrad att utnyttja informationen tills denna är offentliggjord genom pressrelease eller dylikt. Så snart informationen är publicerad upphör den att vara insiderinformation i lagens mening. Informationen är vidare offentlig så

---

<sup>21</sup> Implementing measures for the proposed directive on insider dealing and market manipulation (market abuse), CESR 02.089b, se s xx.

snart den är allmänt tillgänglig för allmänheten. Således anses exempelvis en dom som nyss avkunnats vara allmänt känd.

Eftersom handel är tillåten så snart informationen är ”allmänt känd” är den exakta tidpunkten för när informationen uppstod och när den blev offentlig, eller allmänt känd, viktiga uppgifter i varje insiderutredning.

Med *olaglig insiderhandel* avses att en person för egen vinning utnyttjar ännu icke offentliggjord information. Definitionen av insiderhandel varierar emellertid, beroende på om utgångspunkten för bedömningen är att insiderhandel är all handel en insider företar, eller en insiders handel i besittning av insiderinformation. I det förra fallet anses all handel företagen av en insider vara att beteckna som insiderhandel, oavsett om denne i transaktionsögonblicket varit i besittning av insiderinformation eller ej. I det senare fallet är det i stället besittningen av information som avgör vad som betraktas vara insiderhandel. Handel utan att insidern är i besittning av insiderinformation är följaktligen insiderhandel, men handel företagen av en insider, och inte att jämföras med olaglig insiderhandel.

## 2.2 Kapitalmarknadens samhällsekonomiska funktion

Värdepappersmarknaden fullgör i princip samma samhällsekonomiska funktion som andra delar av det finansiella systemet, nämligen att omfördela sparande och risk. Allmänhetens förtroende för marknaden har genom denna allokeringssfunktion stor betydelse för samhällsekonomin, och framtonar som det dominerande motivet för lagstiftning på den svenska aktiemarknaden.<sup>22</sup> Allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden har dock inget egenvärde i sig, utan syftar till att garantera marknadernas funktioner som riskkapitalgeneratorer och platser för handel med risker.<sup>23</sup> Ett aktiebolags verksamhet berör inte endast personer med vilket det står i en direkt relation, utan står i sin egenskap av form för social samverkan i ständigt växelverkan även med sin yttre omgivning. På grund av detta förhållande, och aktiebolagens stora sociala betydelse som arbetsgivare och för samhället, har många personer och grupper utanför bolagets organisation behov av information om bolaget och dess verksamhet.<sup>24</sup> I bl a 1 kap 2 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument anges att handel med finansiella instrument skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls, och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras. Syftet med lagstiftningen på värdepappersmarknaden är sålunda, utöver att garantera allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden, även att åstadkomma ett effektivt investerarskydd.

En förutsättning för att allmänheten skall hysa förtroende för värdepappersmarknaden är att priset på värdepapperen är korrekt, i den mening att priset på ett rationellt sätt återspeglar all relevant tillgänglig

---

<sup>22</sup> Prop 1991/92:113 s 84.

<sup>23</sup> Id s 56 f.

<sup>24</sup> Se beträffande aktiebolagens sociala ansvar Toivanen, H, Kontroll av aktiebolag i Finland – juridik och verklighet, i Selskabers organisation, Krüger Andersen, P, ed, och Normann Aarum, K, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, s 369 ff.

information. I finansiell teori talar man om att marknaden skall vara effektiv, genomlyst och likvid,<sup>25</sup> och den børsrättsliga regleringen skall skapa de rättsliga ramarna för marknads effektivitet, genomlysning och likviditet. Syftet skulle svårligen kunna uppnås utan omfattande regler om informationsplikt. Den obligatoriska informationsgivningen från börsföretagen till allmänheten har dock i Sverige haft en betydligt svagare ställning som regleringsmetod än i andra länder, vilket har medfört att marknads aktörer själva har utfärdat regler och rekommendationer. Reglering genom lagstiftning har i princip skett först i och med implementeringen av EG:s regelverk, och marknaden för handel med aktier och finansiella instrument regleras idag av en stor mängd normer som står att finna i olika källor av olika dignitet. Den officiella kvalitetsstämpeln av börserna och de auktoriserade marknadsplatserna som marknadsplatser för kapitalförmedling innebär dessutom att regleringen skall medverka till att handeln och prissättningen på börsmarknaden sker på ett sätt som i största möjliga utsträckning kan anses vara förutsebart och riktigt. Att säkra tilliten till och kvalitén på börsmarknaden genom en realistisk prissättning på de noterade värdepappren är utifrån en marknadsorienterad synvinkel den børsrättsliga regleringens viktigaste ändamål.

Handeln på värdepappersmarknaden sker till priser som bestäms av utbud och efterfrågan. För att priset skall bli "rätt" måste all relevant information om bolagets tillgångar och ekonomiska ställning vara känd för aktörerna på marknaden. Om informationen är felaktig eller bristfällig finns dels risk för att investerarnas förtroende för marknaden minskar, dels risk för att aktörer kan komma att åsamkas ekonomisk skada. Vidare minskar även möjligheten att maximera allokeringfunktionen. Brister eller fel i informationen kan således skada såväl kapitalanskaffare som investerare. Den grundläggande strävan bakom förbudet mot missbruk av information är följaktligen att alla uppgifter och bedömningar som kan antas påverka marknads värdering av erbjudandet skall offentliggöras, så att alla aktörer samtidigt har tillgång till all relevant information.

En förutsättning för att investerare överhuvudtaget skall vara intresserade av att investera i företag är att dessa tillgångar kan likvideras i framtiden. När ett företags aktier första gången säljs ut över börs eller auktoriserad marknadsplats eller då en nyemission sker sägs detta ske på en primär marknad. Dessa transaktioner ger ett direkt kapitaltillskott till företaget självt. Vill sedan investeraren sälja sina aktier sker detta på en andrahandsmarknad.<sup>26</sup> Handel på andrahandsmarknaden ger inget tillskott till bolaget självt, men fungerar som en garant för att investeraren så småningom kan likvidera sina tillgångar. Skulle en andrahandsmarknad saknas försvåras handeln på primärmarknaden eftersom en investerare skulle komma att kräva högre avkastning i kompensation för den lägre likviditeten, med en högre kapitalkostnad för företagen som följd.

En annat skäl till att andrahandsmarknaden för aktier är så viktigt är att priserna som produceras på denna marknad signalerar olika typer av information.<sup>27</sup>

---

<sup>25</sup> Se t ex Fama, E, Efficient capital markets, s 383 ; SOU 2000 :1 s B :266 ff.

<sup>26</sup> Detta under förutsättning att företaget är noterat på någon marknadsplats som t.ex. Stockholmsbörsen.

<sup>27</sup> SOU 2000:11 s B :266 ff.

- Marknadsnoteringar anger värdet på existerande verksamhet. Detta ger en fingervisning om möjligheterna för företaget att kunna attrahera mer kapital, och även vad kostnaden för detta kapital skulle bli. Saknas en marknadsnotering blir det svårare för investeraren att förutspå utfallet av sin investering.
- En marknadsnotering ger också en direkt bedömning av hur företaget sköter sin verksamhet. Effekten av att bolagsledningen fattat felaktiga beslut går att avläsa snabbt genom marknadens betygsättning av aktien. Ett dåligt beslut ges därvid möjligheten till en snabb omprövning.
- Marknadspriset ger också information till övriga aktörer på marknaden. Även konkurrenter kan snabbt se vad marknaden anser och rätta sig därefter. Då denna information når många aktörer och ligger till grund för dessas agerande är det viktigt att en marknad sänder ut korrekta signaler som investerare kan förlita sig på.
- En aktiv marknad ger även en möjlighet till effektiv företagskontroll. Om ett företag inte sköts på bästa sätt, och de finns andra som kan sköta företaget bättre, har dessa personer möjlighet att köpa tillräckligt med aktier för att kunna kontrollera företaget.
- Marknadspriset avspeglar även hur de ekonomiska aktörerna ser på olika politiska beslut. Denna utvärdering har fördelen att den i motsats till t.ex. opinionsundersökningar sker mycket snabbt.

Den information som en marknadsnotering ger är därmed viktig, utöver för investerare, även för den ekonomiska sektorn och därvid även samhället. Ineffektivitet på den finansiella marknaden medför direkta realekonomiska kostnader för samhället. Hur aktiemarknaden behandlar information är följaktligen nära förknippat med hur väl marknaden i sig fungerar. Förbud mot marknadsmissbruk syftar sålunda till att upprätthålla investerares förtroende för marknaden dels genom att förhindra att personer som är i besittning av icke offentliggjord information om företag personligen kan dra nytta av denna, dels genom att avhålla personer från att otillbörligt påverka kursen på finansiella instrument. Upprätthålls inte detta förtroende uppstår en risk för att fler och fler personer avstår från att investera i finansiella instrument, vilket skulle leda till minskad likviditet. Minskad likviditet innebär att det är svårare för köpare att finna säljare och vice versa, vilket medför en risk för att aktörerna söker sig till utländska kapitalmarknader, varvid kapitalet försvinner ur landet.

### ***2.3 Det ekonomiska perspektivet***

#### **2.3.1 Den effektiva marknaden**

I förarbetena till insiderregleringen anges att en väl fungerande marknad bör vara effektiv, likvid och ha en prisbildning där ny information snabbt

avspeglas i börskursen.<sup>28</sup> Aktörerna på marknaden måste kunna lita på att den information de erhåller är korrekt för att prissättningen av aktier effektivt skall kunna återspegla aktiens verkliga värde. Att aktörerna inte kan lita på den information som finns tillgänglig leder till att deras placeringar bli mindre riskvilliga. Detta leder i sin tur till att sekundärmarknaden får färre aktörer och sämre funktion, då investerare i stället söker sig till säkrare marknader. Kapitalkostnaderna för företagen ökar, och kostnaden för samhället blir högre.

Inom ekonomin har *teorin om effektiva marknader* utvecklats, vilken är baserad på hypotesen att i en öppen och utvecklad aktiemarknad priset på ett bolags aktier avgörs av tillgänglig väsentlig information rörande bolaget och dess verksamhet.<sup>29</sup> Aktiekursen utgör sålunda den bästa vid varje tidpunkt tillgängliga uppskattningen av aktiens värde. Ju effektivare marknaden är, desto snabbare återspeglas informationen i aktiens kurs.

En informationseffektiv marknad brukar kännetecknas av avsaknad av transaktionskostnader samt att all information finns tillgänglig samtidigt och är gratis för alla aktörer på marknaden. Emellertid är sällan bägge dessa förutsättningar uppfyllda, och i den ekonomiska litteraturen har tre former av marknadens effektivitet definierats:<sup>30</sup>

- Svag form.

Här återspeglar marknadspriserna omedelbart all historisk information. All teknisk analys blir överflödigt då historisk data inte kan användas för att skapa bättre framtida prognoser än vad slumpen själv skulle genererat.

- Halvstark form.

I denna form av marknadseffektivitet återspeglas all offentligt information omedelbart i priserna. Systematiska analyser blir onödiga då den information som dessa genererar redan återfinns i marknadspriserna.<sup>31</sup>

- Stark form.

Här kommer all information, även insiderinformation, att återspeglas omedelbart i priserna. Följden av detta blir att all analys av finansiella instrument blir överflödigt. I stället kommer en investerings framgång bestämmas av slumpen. Ingen investerare kommer att konsekvent kunna generera högre avkastning än marknadsindex. Inte ens en insider kan här göra systematiska vinster.

I doktrinen utgår man oftast ifrån att marknaden är effektiv i halvstark form, vilket medför att alla aktörer, med undantag av insiders, har samma tillgång till informationen.

---

<sup>28</sup> Id s 269. Kolla xx

<sup>29</sup> Efficient Capital Market Hypothesis, ECMH, se Fama, E, The Behaviour of Stock Market Prices; Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work.

<sup>30</sup> Se bl a Brealy, R - Myers, S, Principles of corporate finance, s 329, SOU 2000:11 s B:270; Fama, E, The adjustment of stock prices to new information, International Economic Review 10 (1) 1969 s 1-21; Roberts, H, Statistical versus Clinical Prediction of the Stock Market, s 329.

<sup>31</sup> Se t ex Basic v Levinson, 108 S.Ct. 987 (1988) ; af Sandeberg, C, Prospektansvaret, s 140.

### 2.3.2 Akerlofs citronteori

Ingen köper något utan att ha viss information om den aktuella varans beskaffenhet. För att marknaden skall fungera krävs sålunda att potentiella köpare får information om de varor som bjuds ut till försäljning. Denna tes har gällt för alla marknader i alla tider, varför behov av reglering av information alltid har funnits. För att förstå denna informationsreglering måste vi förstå marknadens behov av information.

Nobelpristagaren Akerlof beskrev detta marknadsmässiga informationsbehov för en given vara, och använde sig av begagnade bilar för att exemplifiera sin tes.<sup>32</sup> En bilsäljare har kunskap om bilens kondition, medan den potentielle köparen inte har den information som säljaren besitter. Köparen diskonterar därför risken med att köpa en begagnad bil genom att endast vara villig att betala vad han uppfattar vara ett lågt pris för bilen. Detta medför att en säljare av en bil av god kvalitet inte kan få ut "rätt" pris för sin bil, vilket leder till att han avstår från att sälja den. En säljare av en dålig bil upplever däremot prisnivån som fördelaktig, och bjuder ut bilen till försäljning. Detta leder till att utbudet av begagnade bilar främst utgörs av bilar av dålig kvalitet, vilket bekräftar för köpare att köp av begagnade bilar alltid är förknippat med risken att göra en dålig affär.

Denna utveckling, dvs att endast säljare av dåliga varor, s k *lemons*,<sup>33</sup> bjuder ut sina varor till försäljning, kallas *adverse selection*. Visserligen kan en säljare av en bil av god kvalitet försöka upplysa marknaden om bilens goda egenskaper och försöka få ett bättre pris för sin bil, men köparna kan inte avgöra huruvida säljaren uppgifter är pålitliga eller ej. Resultatet blir att det omsätts färre bilar än om inte denna s k informationsasymmetri hade rått, och att endast bilar av dålig kvalitet bjuds ut till försäljning. Marknaden är med andra ord illikvid.<sup>34</sup>

### 2.3.3 Insiderhandels signaler till marknaden

Utjämning av informationsasymmetri anses ibland kunna ske delvis genom att insiders handlingar ger signaler till övriga aktörer på marknaden.<sup>35</sup> Legaldefinitionen av insiderinformation innebär en icke offentliggjord omständighet som erfarenhetsmässigt har en kurspåverkande effekt på grund av att den implicerar att den innehåller information som är okänd för marknaden. Genom insiderhandel kan sådan information förmedlas till marknaden, som reagerar på insiders åtgärder. Informationen i sig blir inte känd, men beaktas i prissättningsmekanismen genom att marknaden tar hänsyn till insiders transaktioner. Härigenom kommer informationen att diskonteras i aktiekursen, och aktien blir prissatt med ett högre informationsinnehåll. Om insiders köper aktier strax före besked om utdelning skall lämnas tolkas detta som att positiv information innehas, medan försäljningar av insiders tolkas på motsatt sätt. Denna process är

---

<sup>32</sup> Akerlof, G. A., The Market for "Lemons"; Quality Uncertainty and the Market Mechanism, 84 Quarterly J. of Economics 488 (1970).

<sup>33</sup> På grund av de ger en sur eftersmak, förf:s anmärkning.

<sup>34</sup> Idem, och även Lau Hansen, J, Informationsmisbruk, s 14.

<sup>35</sup> Thorstensson, M, Den svenska insiderregleringen ur en finansiell synvinkel, JT 2000-01 s 573.



känd som signaleringseffekten.<sup>36</sup> Signaleringseffekten bygger på en idé om förekomst av asymmetrisk information. Här förutsätts att marknaden inte fungerar med stark effektivitet, och därför inte inkorporerar all information i prissättningen. Informationsasymmetrin kan utjämnas genom att marknaden erhåller signaler av olika slag. Exempel på signaler är olika typer av finansiella beslut, avhopp av nyckelpersoner eller transaktioner av personer med insiderställning. Signaleringseffekten hos insidertransaktioner bygger på att marknaden förutsätter att insideraktörer är i besittning av ytterligare information än den som är känd av marknaden och informationsasymmetrier föreligger. Genom insiders transaktioner kan informationen tillföras prissättningsmekanismen, då marknaden i enlighet med uppfattningen om att insiders innehar asymmetrisk information kommer att kopiera transaktionen. Härigenom påverkas aktiepriset genom tillgång och efterfrågan.<sup>37</sup> Signaleringseffekten påverkas av vid vilken tidpunkt marknaden får kännedom om en insiders transaktioner. I Sverige skall enligt xx § lag (2001:1087) om anmälningsskyldighet rapportering ske inom fem dagar från transaktionstillfället, vilket medför att signalerna är svagare än i de flesta andra länder vi normalt jämför oss med där rapportering skall ske samma dag.

#### 2.3.4 Utjämning av informationsasymmetri genom reglering

Akerlofs citron-teori visar att marknaden har behov av information för att vara väl fungerande. Saknas information, eller är informationsfördelningen asymmetrisk, blir marknaden illikvid. För att säkra marknadens funktion krävs att man vid den rättsliga regleringen tillmötesgår denna oundvikliga informationsfördelning. Detta kan ske på tre olika sätt. Först och främst kan man söka utjämna asymmetrin genom att ålägga den informerade en skyldighet att informera den eller de som har ett informationsunderskott. Informationsskyldigheten är en handlingsplikt, och skall därmed sanktioneras för att efterlevnad skall säkras, civil- eller straffrättsligt.

Det andra sättet är att förbjuda utnyttjande av informationen. I detta fall utjämnas inte informationsasymmetrin, men den leder till att innehavaren av informationen inte kan dra fördel av sitt informationsövertag. Även detta förbud måste sanktioneras för att säkra regelefterlevnad.

Informationsasymmetri kan även bestå i att någon blivit felinformerad, eller inte blivit korrekt informerad. Detta kan vara ett resultat av vilseledande information, och det tredje sättet att undgå informationsasymmetri är sålunda att förbjuda vilseledande information.

De tre interventionssätten syftar till att uppnå samma mål. Informationsplikten och förbudet mot att utnyttja en informationsasymmetri riktar sig mot samma information och kompletterar varandra. Förbudet att sprida vilseledande information utgör ett komplement till de övriga två. Kravet på att tillgodose marknadens behov av information kompletteras sålunda med ett förbud att utnyttja informationsasymmetri.

Den informerade, insidern, har sålunda, för att inte göra sig skyldig till en överträdelse av regelverket, att välja mellan att avstå från att utföra en

---

<sup>36</sup> Kose & Lang, Insider trading around dividend announcements; Thorstenson, M, Den svenska insiderregleringen ur en finansiell synvinkel, JT 2000-01 s 573.

<sup>37</sup> Thorstenson, M, Den svenska insiderregleringen ur en finansiell synvinkel, JT 2000-01 s 573.

transaktion och att neutralisera sin informationsfördel genom att offentliggöra den kunskap han besitter, och därmed skapa informationsparitet.

## **2.4 Förekomsten av insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan**

I förarbeten och i doktrinen konstateras att olaglig insiderhandel och kursmanipulation förekommer i stor utsträckning.<sup>38</sup> Insiders tillgång till icke-offentliggjord kurspåverkande information leder tillsammans med de stora vinstmöjligheterna och den begränsade risken för upptäckt till att informationen 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. I en av de mer kända undersökningarna konstateras att "insiders are able to outperform the market. Insiders can and do identify profitable as well as unprofitable situations within their corporations."<sup>39</sup> Av undersökningarna framgår att nästan hälften av den kurspåverkande effekten av information om fusioner och företagsförvärv är diskonterad i kursen före offentliggörandet av informationen. I en utländsk undersökning har konstaterats att insiders i hög grad avhåller sig från handel månaden innan ett offentliggörande.<sup>40</sup> Kännedom om en kurspåverkande omständighet diskonteras sålunda lång tid före en omständighet offentliggörs.

### **2.4.1 Insiderbrott**

453 insiderärenden har under åren 1991-2002 öppnats vid Finansinspektionens insiderenhet. Av dessa har 40 anmälts till åklagare, och åtta lett till åtal. Av de sammanlagt 37 åtalade personerna, varav 28 i Pinkerton/Securitas-fallet, har åtta, varav fem i Pinkerton/Securitas-fallet, blivit fällda för brott mot insiderlagen. Inget fall av insiderbrott är i juli 2002 ännu prövat med stöd av insiderstrafflagen.

Åtalsanmälda insiderärenden:

---

<sup>38</sup> Se t ex SOU 1984:2 s 92, prop 1995/96:215 s 1 ; Marknadsmisbruksdirektivet preambel 11 bl a ; Bhattacharya, Y – Daouk, H, The World Price of Insider Trading ; Hopt, K Insider Regulation and Timely Disclosure, s 3; Sæbø, R, Ininsidehandel med verdipapir, s 7.

<sup>39</sup> Finnerty, J, Insiders and Market Efficiency. Se även Jaffe, J, Special information and insider trading, Baesel, J - Stein, G, The Value of Information: Inferences from the Profitability of Insider Trading.

<sup>40</sup> "The absence of registred insider trading combined with the dramatic increase in volume suggests that much insider trading is carried out throught third parties so as to escape detection." Keown, A, - Pinkerton, J, Merger Announcements and Insider Trading Activity: An imperical investigation.

<u>År</u>	<u>Åtalsanmälda fall</u>	<u>Åtal väckt</u>	<u>Fällande dom</u>
1991	1	0	0
1992	2	0	0
1993	5	1	1
1994	2	1	0
1995	1	1	1
1996	4	1	0
1997	3	0	0
1998	3	1	1
1999	7	1(29)	1(8)
2000	8	1	0
2001	3	1	0
2002	1	0	0
<b>Totalt</b>	<b>40</b>	<b>8</b>	<b>4(12)</b>

Källa: Finansinspektionens förteckning samt hemsida juli 2002.

Många ärenden går ej vidare till Ekobrottsmyndigheten pga att Finansinspektionen gjort bedömningen att tillräcklig bevisning saknas för att brott mot insiderstrafflagen begåtts. Av de 27 ärenden i vilka Finansinspektionen gjort anmälan till åklagaren ledde åtta till åtal. De 27 utredningarna omfattar sammanlagt 91 personer, varav 18 personer i Pinkerton/Securitas-fallet,<sup>41</sup> och av sammanlagt 20 åtalade har 11 personer blivit fällda för insiderbrott.

#### **Misstänkt brott mot handelsförbudet**

Ärenden	1997	1998	1999	2000	2001	2002 jan- april
Från föreg. år	20	28	27	75	59	39
Öppnade	40	38	80	45	56	17
Avslutade	32	39	32	61	79	16
Oavslutade	28	27	75	59	36	40

#### **Misstänkt obehörigt röjande av insiderinformation**

Ärenden	2001	2002 jan- april
Från föreg. År	0	1
Öppnade	1	0
Avslutade	0	0
Oavslutade	1	1

Källa: Finansinspektionens hemsida juli 2002.

<sup>41</sup> Se s

Nio av tio insiderärenden har avslutats utan att någon åtalsanmälan har skett. Tre huvudsakliga kategorier av motiveringar till att utredningen lagts ned har identifierats.<sup>42</sup> I en tredjedel av de nedlagda utredningarna konstaterade utredaren att något brott ej var begånget. Här har utredaren sålunda hänvisat direkt till omständigheterna i fallet, och gjort bedömningen att lagens förutsättningar för straffbarhet ej varit uppfyllda. Dessa ärenden är ur utredarens synvinkel att betrakta som icke-brott, d v s relativt tydliga fall av händelser som inte är brottsliga med utgångspunkt ur lagtexten.

En utredning av sju har lagts ned med hänvisning till att ärendet blivit för gammalt för att fortsatt utredning skall vara fruktbar, eller med hänvisning till resursbrist. Här har alltså utredaren hänvisat till omständigheter som ligger utanför ärendet, och det är istället det sätt på vilket ärendet blivit behandlat vid insidarenheten som ligger till grund för att det avslutats. Vidare lades tre av tio utredningar ned efter att utredaren gjort en rimlighetsbedömning utifrån handelns eller vinstens (eller förlustminimeringens) omfattning, kurspåverkande storlek eller bevissvårigheterna i ärendet. I motiveringarna återkommer fraserna ”för små summor”, ”kurspåverkan är inte självklar”, eller ”det kommer bli svårt att bevisa”. I dessa utredningar görs ofta en direkt hänvisning till åklagarens möjlighet att få till stånd en fällande dom. Här talas bland annat om ”åklagarens strikta syn på tioprocents-regeln”, dvs vad som är att bedöma som uppfyllande väsentlighetsrekvisitet.<sup>43</sup>

Som konstaterats i avsnitt xx handlar med utgångspunkt i Finansinspektionens ärenden insiderbrott om insynspersoners brottslighet, och endast i ett fåtal fall om aktiehandel som bedrivits av personer utanför sfären för bolaget ifråga. Endast ca 25 procent av de personer som åtalsanmäls sedan förbudets tillkomst har varit s k sekundära insiders, dvs tipsmottagare som inte haft någon direkt anknytning till det aktuella bolaget. Tre åtalsanmälda personer av fyra har med andra ord varit primära insiders, som haft direkt tillgång till den kurspåverkande informationen.

#### 2.4.2 Otillbörlig kurspåverkan

Andra former för marknadsmissbruk är av nyare slag. Inte minst användningen av Internet för att placera order har ökat möjligheten att påverka kursen på värdepapper.<sup>44</sup> Endast ett fåtal fall rörande kursmanipulation har hittills prövats i domstol. Gärningsmännen representerar här betydligt fler kategorier av personer än vid insiderbrott, och som framgår av avsnitt xx kan brott mot förbudsbestämmelsen ske på många olika sätt.

#### Misstänkt otillbörlig kurspåverkan

Ärenden	1997	1998	1999	2000	2001	2002
---------	------	------	------	------	------	------

<sup>42</sup> Wesser, E, Har du varit ute och shoppat, Jacob?, s 125 ff.

<sup>43</sup> Idem. Väsentlighetsrekvisitet beskrivs på s xx.

<sup>44</sup> Som exempelvis i Industrivärden-fallet som beskrivs på s xx

Från föreg. år	0	1	4	6	17	12
Öppnade	5	6	11	18	12	2
Avslutade	4	3	9	7	17	6
Oavslutade	1	4	6	17	12	8

Källa: Finansinspektionens hemsida juli 2002.

Av 28 utredningar rörande otillbörlig kurspåverkan har fjorton anmälts till åtal. Två personer har i juli 2002 dömts för otillbörlig kurspåverkan.

Åtalsanmälda fall av otillbörlig kurspåverkan:

År	Åtalsanmälda fall	Åtal väckt	Fällande dom
1997	1	0	0
1998	0	0	0
1999	4	1	0
2000	6	1	0
2001	2	1	2
2002	1	0	0
	14	3	2

Källa: Finansinspektionens förteckning juli 2002.

## 2.5 Insiderregleringens berättigande

### 2.5.1 Inledning

Insiderförbud är idag allmänt accepterade, och insiderhandel är straffrättsligt sanktionerad i de flesta av världens industrialiserade länder.<sup>45</sup> Oaktat detta finns förespråkare för att insiders skall kunna agera fritt på en oreglerad marknad. Manipulation av officiella marknadspriser anses emellertid generellt vara olagligt, och kan inte försvaras av krav på samhällsekonomisk effektivitet.

Debatten om insiderlagstiftningens berättigande intensifierades i USA i slutet av 1960-talet när professor Henry G. Manne från George Mason University i Virginia publicerade en bok vari han framförde argument mot en reglering av insiderhandel.<sup>46</sup> Synsättet att insiderhandel utgör ett icke önskvärt inslag på kapitalmarknaderna hade dittills varit det dominerande paradigmet under hela 1900-talet, och dess ursprung sägs kunna härledas till en inflytelserik artikel 1910 av den amerikanske rättsvetenskapsmannen H.L. Wilgus.<sup>47</sup> Efter Mannes bok följde en tid av hetsiga debatter i USA där Manne och hans anhängare, främst ekonomer, till en början var

<sup>45</sup> Se s xx

<sup>46</sup> Manne, H.G., Insider Trading and the Stock Market.

<sup>47</sup> Macey, J, Securities Trading: A contractual perspective, Case Western Law Review no 50 vol 2 1999, s 269 f.

framgångsrika i sin argumentation.<sup>48</sup> I Europa kulminerade debatten under 1980-talet efter ett antal skandaler som rönt stor uppmärksamhet i massmedia. Emellertid finns fortfarande en rad vetenskapspersoner som förespråkar insiderhandel, bl a inom ramen för den s k corporate governance-debatten.<sup>49</sup>

Den svenske lagstiftarens dominerande syfte med en reglering av insiderhandel är att reglering är nödvändig för att upprätthålla investerarnas förtroende för marknaden.<sup>50</sup> Hyser investerarna förtroende för marknaden satsar de sina besparingar i värdepapper, vilket leder till en utveckling av vårt näringsliv och därmed gynnar samhället i stort. Sviker förtroendet för marknaden uteblir den omfördelning av sparande och risk som är nödvändig för denna samhällets utveckling, och leder i stället till ett stagnerande samhälle.

Förtroendet för värdepappersmarknaden styrs inte enbart av rationella värderingar. Vissa motståndare mot reglering framför argumentet att insiderhandel inte skadar någon. Motsatsen är kanske inte lätt att bevisa, men av merparten av marknadens aktörer upplevs insiderhandel som oetisk. Förbud mot insiderhandel kan sålunda ses som moralbildande, genom att den fastslår de normer och ideal allmänheten strävar efter att upprätthålla.<sup>51</sup>

Regleringsmotståndarna hävdar å sin sida att bruket av insiderinformation inte kommer att påverka allmänhetens förtroende för marknaden. Argumentet är att så länge missbruket håller sig på en rimlig nivå det är osannolikt att insiders skulle avskräcka andra investerare.<sup>52</sup>

Insiderhandel anses av en rad ekonomer vara positiv, eller i vart fall något som bör få förekomma under vissa former. Utgångspunkten i dessa resonemang är att för att kunna åstadkomma ”rätt” priser på aktiemarknaden, vilket är en förutsättning för marknadens effektivitet, krävs att resurser avsätts för att skaffa information om företag. För att detta skall ske krävs att det finns viss lönsamhet.<sup>53</sup> Detta innebär att de personer som avsätter tid härtill, mäklare, analytiker etc., måste få en bättre avkastning än de oinformerade placerarna. Därför skall det inte heller att vara etiskt antastligt att utnyttja sin egen insamlade information, utan detta ses som en nödvändighet för att marknaden skall fungera. Man utgår här ifrån offentligt tillgänglig information, och att det skall vara lönsamt att sammanställa och analysera denna information. Även vid ett planerat företagsförvärv, där informationen om förvärvet inte är allmänt tillgänglig för envar, bör utnyttjande av information tillåtas, detta för att inte samhällsekonomiskt motiverade uppköp skall förhindras.<sup>54</sup> Att däremot som mäklare missbruka en kunds information och därigenom bryta mot kundens förtroende, eller som journalist utnyttja information anses förkastligt även av motståndare till ett generellt insiderförbud. Huvudinställningen är dock att information som

---

<sup>48</sup> Hopt, K J, The European Insider Dealing Directive s 130; Nilsson, M, Insiderlagen, s 10.

<sup>49</sup> Maug, E, Insider trading and corporate governance, Journal of Finance vol 53, 1, 1998, se även avsnitt xx.

<sup>50</sup> Se bl a SOU 1989:72 s 172, prop 1995/96:215 s 1 .

<sup>51</sup> Moberg, K - Samuelsson, P, Börsrätt, s 104 f.

<sup>52</sup> Rundfelt, R, Insiders affärer, s 75.

<sup>53</sup> Miller, U, Strategier för en bättre kapitalmarknad, s 96.

<sup>54</sup> Id s 103.

är offentlig, och som vem som helst kan sammanställa och göra analyser av, bör kunna utnyttjas för egen vinning.

Ett argument mot en reglering är att en stor del av insiderhandeln aldrig kommer att kunna prövas av en domstol, nämligen den passiva insiderhandeln. Endast ett positivt handlande kan förbjudas, dvs en insider som avstår från handel i ett bolags aktier på grund av att han har viss insiderkunskap kan inte fällas för brott.<sup>55</sup>

Manne anför bl a att insiderhandel skall ses som en prestationsbaserad löneförmån – och ett incitament för framgång. Manne menar vidare att företagsinsiders som handlar bidrar till att öka effektiviteten på aktiemarknaden. En insider höjer genom sina köp efterfrågan på värdepapperet, och påskyndar offentliggörande av informationen på grund av att fram tills dess informationen är offentliggjord utgör hans placering en risk i och med att priset på hans aktieinnehav ligger stilla.<sup>56</sup>

Det har hävdats att exempelvis en verkställande direktör som i besittning av insiderinformation köper aktier gör sig skyldig till otillåtet förfogande över bolagets egendom på bekostnad av övriga aktieägare. Aktieägarna skulle då ha möjlighet att för bolagets räkning föra talan gentemot den styrelse eller VD som utnyttjat insiderinformation, eftersom detta kan anses stå i strid med VD:s lojalitetsplikt gentemot bolaget, och vidare strider mot generalklausulen i 8 kap 34 § ABL.<sup>57</sup> Mot detta kan emellertid för det första framföras att VD inte i denna situation förfogar över bolagets egendom, utan aktieägarnas. VD:s lojalitetsplikt är vidare förbehållen bolaget, varför han inte kan brista i lojalitetsplikt gentemot aktieägarna. Slutligen stridr förfarandet inte motgeneralklausulen, eftersom VD inte agerar för bolagets räkning utan sin egen.

Nedan diskuteras först självreglering som alternativ till lagreglering, och därefter ges exempel på de argument som brukar anföras för respektive emot en reglering av insiderhandel.<sup>58</sup>

### 2.5.2 Alternativet självreglering

De argument som framförs för respektive emot en lagstiftning mot insiderhandel motsvarar ofta argumenten för respektive emot självreglering. Sålunda anses de självreglerande organen genom sin egen regelbildning kunna lösa de problem som insiderhandeln kan ge upphov till.

Ovan har konstaterats att en väl fungerande marknad bygger på att allmänheten hyser förtroende för marknaden. Detta innebär att medborgarna skall kunna investera sitt kapital i förvisningen om att risken med investeringen inte är större än vad han vid sitt investeringsbeslut kunnat kalkylera med. För att detta mål skall uppnås krävs en tillfredsställande reglering av verksamheten. Detta kan ske genom att staten genom lagstiftning och andra åtgärder ombesörjer reglering. Å andra sidan kan regleringen i stället överlåtas till marknadens självreglerande organ.

Självreglering i sin renodlade form innebär att exempelvis en branschorganisation eller en börs utan stöd i lag eller författning fastställer

---

<sup>55</sup> Moberg, K - Samuelsson, P, Börsrätt, s 102; Nilsson, M, Insiderlagen, s 17; Rundfelt, R, Insiders affärer, s 84.

<sup>56</sup> Moberg, K - Samuelsson, P, id s 100 f.

<sup>57</sup> Idem, samt Dotevall, R, xx

<sup>58</sup> Se även Sundberg, J, Insiderstrafflagen.

regler vilka dess medlemmar förbinder sig att efterleva.<sup>59</sup> Denna form för självreglering är avtalsrättsligt reglerad, och som sådan direkt bindande för medlemmarna. En annan form av självreglering är de rekommendationer som utfärdas av branschens aktörer och organisationer. Denna form av reglering är inte civilrättsligt sanktionerad, utan den sanktion som kan drabba en aktör vid överträdelse är uteslutning ur den organisation vars regler överträtts, den badwill bolaget ådrager sig i och med överträdelsen etc.

Inte minst rättsekonomer föredrar dispositiva regler på bolags- och börsrättens område.<sup>60</sup> Framför allt inom den s k Chicagoskolan har framförts argument för en kraftig minskning av regleringen på det finansiella området. Utifrån främst ekonomiska motiv har man försökt visa att marknadskrafterna själva är i stånd att säkra en väl fungerande och effektiv marknad för handel med värdepapper.<sup>61</sup> I debatten har emellertid framkommit att det inte är alldeles självklart att självreglering kan vara tillfyllest, och att det är lämpligare att överlåta problemlösning till marknadskrafterna inom vissa rättsområden än inom andra.<sup>62</sup>

Nackdelen med lagar och förordningar är att det tar lång tid för lagstiftaren att anpassa regelverket efter rådande marknadsförhållanden. De självreglerande organen har på ett helt annat sätt möjlighet att snabbt anpassa regelverket, och det huvudsakliga argument som brukar anföras för självreglering är flexibiliteten och snabbheten. Regelbildningen kan ske med stor snabbhet, och vid förändrade marknadsförhållanden kan regelverket förändras i takt med de ändrade förhållandena. Detta sker dock inte i den utsträckning man kan förvänta sig. Bristande resurser från de självreglerande organens sida har lett till att självreglering inte skett i den takt man möjligen skulle kunnat förvänta sig. Ofta har reglering av en fråga skett i efterhand, som en reaktion på en händelse eller företeelse, i stället för reglering på förhand.<sup>63</sup> Ett annat tungt vägande argument för självreglering är att motsättningen mellan marknadens aktörer och ett offentligt tillsynsorgan undviks. Förespråkarna menar även att de sanktioner som inträder vid agerande i strid med regelverket, dvs exempelvis uteslutning eller t o m badwill, upplevs som strängare än exempelvis bötesstraff.

Bland de argument för självreglering som traditionellt framförs kan nämnas<sup>64</sup>

- De marknadsaktörer som deltar i framtagandet av reglerna är experter inom området.
- Kostnaden för självreglering är ofta låg, och bärs av marknaden.
- Lagregler innebär ofta minimistandarder, medan man vid självreglering kan skapa högre normativa standarder.

---

<sup>59</sup> Se Jansson, P-O, Regelbildning på värdepappersmarknaden.

<sup>60</sup> Se t ex Macey, J, Svensk aktiebolagsrätt i omvandling.

<sup>61</sup> T ex Calabresi, G, Transaction Costs, Resource Allocation and Liability Rules; Cooter, R, - Ulen, T, Law and Economics.

<sup>62</sup> Macey, J, id.

<sup>63</sup> Som exempel kan nämnas att AMN bildades i efterdyningarna av den s k Leo-affären, och att budplikt motarbetades av näringslivet ända tills Trustor-skandalen inträffade. Förhållandet gäller även lagstiftning, såsom införande av förbud mot kursmanipulation, se avsnitt xx.

<sup>64</sup> Clausen, N,J, Börsnoterade selskaber – kan markedet regulere sig selv?; Samuelsson, P, Information och ansvar, s 322.



- Självreglering minskar belastningen på rättssystemet.

Motståndarna menar att självreglering medför osäkerhet om rådande rättssituation, och anför som ytterligare argument att efterlevnaden är osäker eftersom sanktionsmöjligheterna är knappa eller obefintliga.<sup>65</sup> Osäkerhet råder således om hur domstolen skulle komma att ställa sig vid i domstol anhängiggjord fråga om rättsverkan av ett beslut träffat av ett av marknadens självreglerande organ. En annan nackdel är att de självreglerande organen ibland uppfattas representera ett partsintresse, och därför i vissa fall inte anses ha hela marknadens förtroende.<sup>66</sup>

Alla frågor lämpar sig emellertid inte för självreglering. Exempelvis bör kriminella handlingar straffsanktioneras i lag. Avgörande för om ett agerande skall straffsanktioneras eller ej torde vara huruvida den eftersträfvade effekten, dvs efterlevnad av regelverket, kan uppnås genom självreglering. Prevention kan teoretiskt byggas direkt på nyttomaximeringsprincipen; beroende på förväntad nytta får aktören incitament att handla på ett sådant sätt att skador förebyggs. Inom ramen för rättsekonomin har utvecklats modeller för beräkning av kostnader för handlande och skador, där utgångspunkten är att om det finns en culparegel i lagen lönar det sig för skadegöraren att visa aktsamhet.<sup>67</sup> Genom allokering av ersättningsskyldighet till den som lättast kan förebygga en skada kan man således uppnå den bästa preventiva effekten. Innehåller lagen inte en ansvarsregel kommer skadevällare inte att visa aktsamhet men däremot de skadelidande. Även en medvällanderegulering krävs för att även dessa aktörer skall visa aktsamhet. Blir de skadlidande alltid kompenserade har de ingen anledning att vara aktsamma, dvs de tar större risker än vad som annars skulle vara fallet.

### 2.5.3 Argument för insiderlagstiftning

De argument som främst framförs *för* en reglering av insiderhandeln är följande:

- Förtroendet för marknaden försämras.

En utbredd insiderhandel skulle kunna undergräva förtroendet för marknaden vilket i värsta fall skulle resultera i att investerare avhåller sig från att handla.

- Informationsgivningen försämras.

På en effektiv marknad kommer all information att finnas tillgänglig för alla samtidigt. All information skall också omedelbart återspeglas i en akties kurs. Om en insider får handla fritt med information finns det en risk för en konflikt mellan insiderns intresse av att tjäna pengar på insiderinformation och marknadens krav på effektivitet. Insiderinformation är som mest värdefull för insidern innan den blir offentliggjord, eftersom det är då den kan leda till personlig vinning. Insider kommer därför att sträva efter att

<sup>65</sup> Gäller svenska förhållanden. I många andra länder har de självreglerande organen tillgång till stränga sanktionsmedel.

<sup>66</sup> Se af Sandeberg, C, Prospektansvaret, caveat emptor eller caveat venditor, s 153.

<sup>67</sup> Calabresi, G, Transaction Costs, Resource Allocation and Liability Rules.

insiderinformation hålls hemlig till dess att personlig vinning gjorts. Detta hindrar marknadens effektivitet eftersom information hålls tillbaka.<sup>68</sup>

- Insiderhandel är stöld av information.

Detta argument utgår ifrån insiderinformationens ursprung och den ställning personen som förvärvat denna information innehar. Insiders antas ha fått insiderinformationen som en följd av sin ställning i bolaget. Lojaliteten mot bolaget hindrar därmed den anställde att utnyttja information som tillhör företaget för egen vinning.

Idén om att ett bolag äger den information som genereras inom företaget är emellertid främmande för svensk rätt.

- Insiderhandel skadar övriga aktieägare.

Ett av de centrala argumenten mot insiderreglering är att handeln inte medför någon ekonomisk skada för motparten. Detta argument bemöts bl a med att en insider i ett förvärvande bolag som utnyttjar sitt informationsövertag för att skaffa sig personlig vinning dels skadar sitt bolags goodwill, dels bolagets ekonomiska ställning varigenom aktieägarna skadas. Situationen belyses i doktrinen med exemplet ett gruvföretag som hittar en betydande malmfyndighet. Fyndet resulterar i en omedelbar faktiskt värdeökning för företaget. Värdeökningen flödar ut i företagets aktier även om detta inte genast återspeglas i aktiernas börskurs. En insider stoppar detta flöde ut till alla aktieägars aktier genom att köpa aktier till det tidigare priset, och överför därigenom den osynliga värdeökningen till sig själv.<sup>69</sup> Med detta synsätt orsakar insidern förmögenhetsskada hos den säljare som ägde aktien vid tidpunkten för den faktiska värdeökningen, men valde att sälja denna innan börskursen hunnit justeras så att den avspeglar denna ökning. Dock kvarstår problemet att säljaren väljer att sälja sina aktier, han blir inte tvingad på något sätt.

- Insiderhandel är moraliskt förkastligt.

Argumentet innebär att insiderhandel är moraliskt förkastligt eftersom det ger fördelar till insiders utan att dessa har gjort sig förtjänt av sina fördelar. Investerare som gör ekonomisk vinning på finansmarknaden efter att ha genomfört långa studier och analyser av denna anses ha gjort ”rätt för sig”, men att utnyttja insiderinformation är oetiskt. Insiders ekonomiska vinning är inte moraliskt försvarbara, och samhället bör ta avstånd ifrån dessa handlingar.

#### 2.5.4 Argument mot insiderlagstiftning.

Å andra sidan finns en rad argument vilka ifrågasätter behovet av ett förbud mot att handla i besittning av insiderinformation.

- Insiderhandel är ett bra sätt att belöna företagsledningen.

Ett av de främsta argumenten mot en reglering av insiderhandel är att möjlighet till handel är ett sätt att belöna företagsledningen, och ett bra

---

<sup>68</sup> Löfmarck, M, Insiderbrott och svindleri, s 33.

<sup>69</sup> Id s 86.

incitament.<sup>70</sup> Mot detta argument finns en rad invändningar. Det är bl a inte nödvändigtvis företagsledningen som förtjänar en belöning som får tillgång till insiderinformation. Vidare kan även insiderinformation om att företaget går dåligt leda till personlig vinning.

- Reglering leder till ojämn handel.

En negativ effekt av insiderlagstiftningen är att den gör det svårt för registrerade insiders att köpa eller sälja aktier i det egna företaget under en stor del av året. Eftersom en insider inte får handla i besittning av insiderinformation kan aktier i det egna företaget inte köpas eller säljas under perioderna före delårsrapporterna. I tillväxtföretag och företag med hög affärsverksamhet inträffar ofta händelser som har kurspåverkande natur, t ex förvärv och omstruktureringar. När sedan handel lagligen kan ske är risken att det uppdämda handelsbehovet överrumplar marknaden. Detta hände t.ex. i många IT-bolag. Effekterna förstärktes av att huvudägarna i de nyintroducerade bolagen hade förbundit sig att inte sälja sina aktier förrän tidigast en viss tid efter börsnoteringen. Följden blev att de sålde först när kurserna var på väg nedåt, vilket gav felaktiga signaler till marknaden.

- Insiderhandel gynnar ägandet.

Inom ramen för den s k corporate governance-debatten ifrågasätts bl a tesen att ökad likviditet på aktiemarknaden leder till att aktieägarna blir mindre intresserade av att engagera sig i företagen. Det finns olika sätt för stora aktieägare att exploatera ojämlikheten mellan aktiva och passiva aktieägare. Den handel som informerade aktörer kan bedriva är mer lönsam än på marknader där likviditeten är god. Likvida marknader ökar möjligheten till informerad handel och gör det mer intressant för stora ägare att löpande bevaka sina intressen. Aktiva ägare kan därmed få den extra avkastning som krävs för att kompensera dem för deras engagemang. Detta anses inte leda till att de mindre aktieägarna exploateras, eftersom dessa är medvetna om att det finns aktörer som är mer informerade än de själva är, vilket leder till att informationsövertaget redan reflekteras i aktiens prissättning.<sup>71</sup>

- Insiderhandel bidrar till rättvisande aktiekurser.

Som redovisats ovan beror en marknads effektivitet på hur snabbt ny information avspeglas i en akties börskurs. En akties verkliga värde anses vara det värde som skulle råda om all information som påverkar aktien vore tillgänglig. Insiderhandel bör tillåtas eftersom det bidrar till att rätt värdera en kurs.<sup>72</sup>

- Insiderhandel skadar ingen.

Ett av regleringsmotståndarnas främsta argument är att insiderhandel inte skadar någon. Insiderns motpart skulle likväl ha sålt/köpt till samma pris. Förespråkarna för en fri insiderhandel menar att motparten till och med tjänar på att handla med insidern. Orsaken är att allmänt sett leder insiderns

---

<sup>70</sup> Det är den s.k. pilotskolans synsätt som här kommer till uttryck, se Nilsson, M, Insiderlagen, s 14; Löfmarck, M, id s 3.

<sup>71</sup> Maug, E, Insider trading and corporate governance, xxJournal of Finance vol 53, 1, 1998.

<sup>72</sup> Löfmarck, M, id s 29 f; Nilsson, M, Insiderlagen, s 15 f.

bud vid ett köp, liksom all efterfrågan, till att priset på aktierna i det aktuella företaget ökar.

- Reglering medför kontrollsvårigheter.

Som konstaterats ovan är insiderhandeln svår att upptäcka och svår att bevisa. Vissa personer i ett bolag måste låta registrera sitt aktieinnehav och förändringar som görs i detta innehav. Trots detta system är det i praktiken möjligt att via bulvaner och användandet av utländska börser och banker kringgå gällande regleringar, om inte så innebär det i alla fall att utredningarna är tidskrävande och kostsamma och läggs därför kanske ned.<sup>73</sup>

Eftersom den svenska insiderlagsstiftningen är straffrättslig krävs höga beviskrav för att få en fällande dom. Den subjektiva delen av brottet, dvs att brottet begicks med avsikt att utnyttja insiderinformationen, eller att otillbörligt påverka kursen på ett finansiellt instrument, är svårbevisat. En lagstiftning som inte efterlevs urholkar regelsystemet i stort, och minskar allmänhetens förtroende för lagen.<sup>74</sup>

- Förbuden når inte passiv handel.

Regleringsmotståndarna hävdar att då man inte kan förbjuda en insider att avstå från handel det är motsägelsefullt att förbjuda handel - det är ju endast det positiva handlandet som kan förbjudas.<sup>75</sup> Situationen när en insider avstår från att köpa aktier på grund av att han är i besittning av kurssänkande information faller inte in under straffbestämmelsen. Rättsveskäl talar därmed för att även aktiv handel skall vara tillåten.<sup>76</sup>

## **2.6 Kriminaliseringen av informationsmissbruk**

Som ovan konstaterats är grunden för den svenska kriminaliseringen av insiderhandel och kursmanipulation behovet av allmänhetens tilltro till värdepappersmarknaden. Utgångspunkten är sålunda att det är värdepappersmarknaden, till skillnad från den skadelidande vid civilrättslig sanktionering, som definieras som det skyddsvärda objektet, och att brotten riskerar att medföra ett minskat förtroende för skyddsobjektet. Syftet med en kriminalisering är att genom hot och om straff påverka individen till att avstå från ett visst agerande, s k allmänprevention. För att allmänhetens förtroende för de finansiella marknaderna skall upprätthållas krävs en väl fungerande insiderlagstiftning, och att ärenden om överträdelser av förbudet mot insiderhandel handläggs så snabbt som möjligt.<sup>77</sup> Kriminaliseringen av brottet måste vara effektiv, och effektivitet skapas dels genom ett regelverk som länder till efterlevnad – risken för upptäckt och hot om straff skall påverka individen till att avstå från ett visst handlande, dels av att kontroll och övervakning av efterlevnaden fungerar tillfredsställande. Regelverket måste uppfylla aktiemarknadens krav på effektivitet och snabbhet vid tillämpningen av reglerna å den ena sidan, och den enskildes berättigade

<sup>73</sup> Rundfelt, R, *Insiders affärer*, s 82 f.

<sup>74</sup> Idem, Löfmarck, M, id s 29.

<sup>75</sup> Rundfelt, R, id s 84.

<sup>76</sup> Nilsson, M, *Insiderlagen*, s 17.

<sup>77</sup> Prop 1999/2000:109 s 28.

anspråk på rättssäkerhet och integritet, dvs förutsebarhet, å den andra sidan. Rättssäkerhet, integritet och förutsebarhet är viktiga moment i lagstiftningsförandet. Straff är samhällets allvarligaste sanktion, varför gärningsmannen på förhand måste ha kännedom om att den handling han överväger att begå leder till ett visst straff. Gemene man skall därför objektivt sett kunna förstå straffbestämmelserna, samtidigt som det inte förutsätts att gemene man faktiskt försöker läsa och lära sig lagen.<sup>78</sup>

Reglerna i insiderstrafflagen är i Sverige, liksom i andra länder vi normalt jämför oss med, straffrättsligt sanktionerade. Ämnet kan därmed systematiseras inom ramen för specialstraffrätten, dvs straffrättsligt sanktionerade bestämmelser utom ramen för brottsbalkens regler. Det är emellertid inte självklart att förbud av denna typ skall sanktioneras med straff. Det är inte vanligt att aktörerna på kapitalmarknaden påkallar ingripanden till skydd för svaga samhällsmedborgare. Kapitalmarknaden har i stället traditionellt ansetts verka bäst utan styrande och hindrande reglering, och aktörerna har varit vana vid stor frihet. En straffrättslig reglering av otillåten handel saknar sålunda en traditionell eller historisk plats i det straffrättsliga systemet.<sup>79</sup>

Sanktionering av normer kan ske dels genom offentligrättslig sanktionering, dvs ett straff som ombesörjs av en offentlig myndighet, och civilrättslig sanktion, såsom skadestånd. En offentligrättslig sanktion utesluter inte möjligheten till skadestånd – som framgår nedan kan i Sverige fallet vara det motsatta. En civilrättslig sanktion vid överträdelse skulle teoretiskt sett kunna utgöra en möjlighet, och därmed övervägas vara ett alternativ till en straffsanktion.

En av anledningarna till att en fällande dom vid insiderhandel är så ovanlig är de höga beviskraven, vilket i sin tur beror på att insiderstrafflagen är en straffrättslig lagstiftning. En central grundsats i straffrätten är legalitetsprincipen, d.v.s. att straff ej får utdömas utan direkt stöd i lag. Enligt legalitetsprincipen skall straffrättslig lagstiftning vara klar och tydlig så att samhällsmedborgaren kan förutse konsekvenserna av en handling. En civilrättslig reglering, där beviskraven inte är lika högt ställda skulle med all sannolikhet leda till fler fällande domar.

Det finns starka politiska skäl som talar mot en straffrättslig sanktionering. De ekonomiska sammanhangen är komplicerade och svåra att förstå för den som inte under lång tid intresserat sig för värdepappersmarknaden. Detta medför att utredare och representanter för tillsynsmyndigheter och domstolar är lekmän i förhållande till de potentiella gärningsmännen. Emellertid väger skälen för en kriminalisering av brott på värdepappersmarknaden tungt. Kriminalpolitik är i allmänhet beroende av rådande värderingar och förhållanden i ett samhälle. Synen på vad som är rätt och fel förändras över tid och rum, vilket leder till att även inställningen till vad som utgör brottslig handling förändras. Som konstaterats ovan är grunden för kriminaliseringen att det är värdepappersmarknaden som definieras som det skyddsvärda objektet, och att brotten riskerar att medföra ett minskat förtroende för denna marknad. Syftet med en kriminalisering är

---

<sup>78</sup> Prop. 1990/91:42 s 160.

<sup>79</sup> Löfmarck, M, id s 36.

att genom hot och om straff påverka individen till att avstå från ett visst agerande, s k allmänprevention. Varken insiderbrottet eller straffbar kursmanipulation är således ett effektbrott i egentlig mening, dvs det krävs inte att man kan påvisa ett faktiskt minskat förtroende för marknaden för att reglerna skall bli tillämpliga. Detta kan jämföras med exempelvis bedrägeri, där effekten måste vara vinning för att gärningen skall vara straffbar.

Även straffvärderingen är att se ur en allmänpreventiv synvinkel.<sup>80</sup> Frånvaron av ett effektrekvisit får konsekvenser för tolkningen av vad som är ringa respektive grovt brott. Är utgångspunkten förtroendet för värdepappersmarknaden kan man hävda att en stor vinning för en person som befinner sig långt bort från insiderkretsen inte är lika straffbar som en vinningsmässigt försumbar gärning som utförts av en styrelseledamot som handlat i det egna bolagets värdepapper. I förarbetena diskuteras ej brottets allvarlighetsgrad i relation till skadan på förtroendet för värdepappersmarknaden. Däremot påpekas att vid bedömning av brottets svårighetsgrad hänsyn skall tas till omfattningen av handeln och gärningsmannens ställning.<sup>81</sup>

Den främsta anledningen till kriminaliseringen är sålunda det nödvändiga i att upprätthålla tilltron för kapitalmarknaden hos allmänheten. Även närheten till andra brott, som svindleri, bedrägeri och skattebrott kräver en kriminalisering. Exempelvis kan en insideraffär beröva andra investerare på kapitalmarknaden ekonomiska värden av betydande belopp på samma sätt som vid traditionella bedrägeri- och svindleribrott. De långsiktiga skadeeffekterna på näringslivets utveckling kan med fog jämföras med dem som brukar anföras som grund för den stränga straffrättsliga bedömningen av skattebrott.<sup>82</sup>

I vilken utsträckning kan då ersättning utdömas till en person som lidit skada på grund av brott mot insiderstrafflagens bestämmelser? Med en straffrättslig reglering följer ett skadeståndsansvar som kan utkrävas med stöd av den allmänna civilrättsliga skadeståndsregeln i 2 kap 4 § skadeståndslagen. Mot detta skadeståndsansvar är det vid en kriminalisering inte möjligt att försäkra sig med hjälp av de försäkringar företagsledningar regelmässigt använder sig av för att försäkra sig mot ekonomiskt ansvar, vilket har betydelse ur preventivt syfte. Emellertid är möjligheten att utkräva skadestånd i dessa sammanhang liten, med hänsyn till hur straffansvaret utformats. När en handling straffbelagts för att skydda något annat intresse än den skadelidandes, anges i förarbetena till lag (1985:571) om värdepappersmarknaden, VML, att skadestånd p g a brottet ej kan utgå.<sup>83</sup>

Ett skadeståndsansvar är emellertid befogat ur det perspektivet att handel innebär ett oberättigat förfogande över annans förmögenhetstillgång i form av en faktisk värdeökning av hans/hennes värdepapper respektive en orättmätig överföring av en värdeminskning till en annan person.<sup>84</sup> Ett problem i samband härmed utgör det faktum att det ofta är svårt att fastställa vem som är motpart i transaktionen. En rätt till skadestånd måste vara en

---

<sup>80</sup> Prop 1999/2000:109 s 28.

<sup>81</sup> Prop 1995/96:215 s 37.

<sup>82</sup> Löfmarck, M, id s 36.

<sup>83</sup> SOU 1984:2 s 125 f.

<sup>84</sup> Löfmarck, M, idem.

viktig faktor i uppbyggnaden av den tilltro till värdepappersmarknaden som regleringen syftar till. Slutligen kan man resa frågan om syftet med lagstiftningen kan uppnås genom endast specialstraffrättslig normgivning. Som komplement skulle möjligheten att resa civilrättsliga skadeståndskrav, med andra beviskrav och andra krav på subjektiv täckning, uppnå större effektivitet genom aggressivare och snabbare åtgärder.

## **2.7 Sammanfattande slutsatser**

Regelverkets effektivitet kan ifrågasättas. Följden av att tillåta insiderhandel kan emellertid bli att det rättsliga systemets trovärdighet skadas. Hur skall man exempelvis kunna motivera att samhället använder straffrättsliga sanktioner mot medborgarna för de svaga grupperna och avstår från att sätta in det mot de starkare grupper som tillgodoser sina egna ekonomiska intressen på andras bekostnad?<sup>85</sup> Det tyngsta argumentet för reglering är dock att upprätthålla allmänhetens förtroende för marknaden. Marknadens allkokeringsfunktion är så viktigt att den måste skyddas på bästa möjliga sätt. Informationsmissbruk rör ofta stora belopp, och risken för att värdepappersmarknaden förtroendet för marknaden synes vara överhängande.

Trots att förbud mot insiderhandel infördes för över tio år sedan och förbud mot kursmanipulation för fem år sedan ökar antalet brott mot förbudsbestämmelserna. Den avskräckande effekten hos kriminaliseringen av brottet har av olika skäl inte fullt genomslag. Orsaken kan vara aktörernas bristande kunskap om vad som utgör gällande rätt, eller på den låga risken för upptäckt. Hot om straff har en moralbildande funktion på samhällsmedborgarna, och som ett resultat av kriminaliseringen kan inom grupper av människor, till exempel personer i insynsställning och den yrkeskategori som är mellanmän i handel på värdepappersmarknaden, bildas normer om vilka gärningar som är förkastliga. Det är sålunda viktigt dels att de personer som kan komma i besittning av insiderinformation har kunskap om att handel i detta skede är olagligt, dels att brott mot insiderstrafflagens bestämmelser av dem bedöms vara av allvarlig natur och förkastligt.

En viktig fråga är vilka incitament som kan skapas för att främja efterlevnaden av regelverket. Lönsamheten för regelöverträdelser har ökat i takt med den allt högre omsättningen och intensiteten i transaktionerna. Högt uppdrivna avkastningskrav och kortsiktighet är faktorer som kan fresta marknaden aktörer till att agera på gränsen till det otillåtna. En kriminalisering har inte enbart en moralbildande funktion, utan även en symbolfunktion. I insiderstrafflagens fall innebär detta att samhället utpekar handel med finansiella instrument vid besittande av icke offentlig information som en socialt förkastlig gärning. Den moralbildande funktionen och symbolfunktionen kan dock varken tillsammans eller var för sig motivera kriminalisering av insiderhandel. Endast en allmänpreventiv motivering kan berättiga samhällets begagnande av den allvarligaste formen av social kontroll, det vill säga uppställande av straffhot.

---

<sup>85</sup> Idem.

Möjligen är upptäcktsrisken den mest betydelsefulla faktorn för allmänpreventionens verkan. Det är för insiderstrafflagens allmänpreventiva verkan därför av avgörande betydelse att Finansinspektionens övervakningsenhet besitter de resurser som är nödvändiga för en effektiv bevakning.

En rätt till skadestånd måste vara en viktig faktor i uppbyggnaden av den tilltro till värdepappersmarknaden som regleringen syftar till. Ett åläggande att betala s k straffskadestånd skulle även öka den preventiva effekten av regelverket. Eftersom staten kan anses utgöra bärare av de intressen som normeringen avser skydda kan därigenom influtna belopp, tillsammans med de belopp som förverkas i den aktuella typen av mål kunna avsättas för att kompensera den enskilde, och även användas för att finansiera tillsynen och marknadsövervakningen. Dessa metoder ryms möjligen inte inom det nya direktivet, utan kräver nya initiativ från Kommissionen.



### 3 Insiderlagstiftningens framväxt

#### 3.1 Utvecklingen inom EU

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 informations fördelar. År 1970 framställde Kommissionen ett förslag till reglering inom ramen för den bolagsrättsliga regleringen.<sup>86</sup> Förslaget innehöll bl a tysthetsplikt och en s k *short swing profit rule*, ett förbud mot korttidsaffärer, efter amerikansk modell.<sup>87</sup> 1977 utfärdade Kommissionen ett påbud om etiska regler vid värdepappershandel.<sup>88</sup> Reglerna sökte stävja såväl insiderhandel som otillbörlig kursmanipulation. Påbudet följdes av få länder, bl a Danmark, och uppfattades generellt som misslyckat, men Kommissionens inställning till missbruk av information var vägledande, och i de Europeiska länderna rådde i princip enighet om att insiderhandel var oacceptabelt. Vid 1980-talets mitt infördes förbud mot insiderhandel i de nordiska ländernas regelverk. Kommissionens förslag till insiderdirektiv framlades i maj 1987 och antogs redan 1989, vilket är kort tid för en gemenskapsrättslig reglering.<sup>89</sup> Direktivets bestämmelser låg till grund vid utformningen av den svenska insiderlagstiftningen. Insiderdirektivet 89/592/EEG innehåller minimiregler, och Sverige hade kunnat utfärda strängare regler men valde att inte göra det. Direktivet innehåller en snäv avgränsning av värdepapper respektive personkrets. Direktivet definierar insiderinformation i art. 1. Här betonas att informationen skall vara av precis karaktär, och att den skall vara ägnad att väsentligt påverka kursen. Uppdelningen i personkretsar är den som legat till grund för den svenska insiderlagen. I art. 6 ger direktivet medlemsstaterna möjlighet att utvidga förbudet för primära insiders till att även omfatta sekundära insiders.

År 1999 beslutade FESCO (Forum of European Securities Commissions) att tillsätta en arbetsgrupp med namnet Expert Group on Market Abuse. Gruppens uppgift var att identifiera metoder och uppförande på värdepappersmarknaden som ansågs oacceptabla samt att inventera den dåvarande lagstiftningen inom detta område i Europa. Kommissionen, som deltog med en representant i arbetsgruppen, tillsatte parallellt med denna FESCO-grupp en arbetsgrupp med deltagare från den europeiska industrin. I juni 2000 presenterade FESCO-gruppen sitt resultat i dokumentet Market Abuse - FESCO'S response to the call for views from the securities regulators under the EU:s action plan for financial services.

---

<sup>86</sup> Bulletin 8/70.

<sup>87</sup> SEA sec. 16(b), Jfr art. 82.

<sup>88</sup> EFT 20 aug 1977, L 212/37.

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

FESCO omorganiserades till en rådgivande grupp benämnd Committee of European Securities Regulators, CESR, som i januari 2002 så presenterade sin gemensamma ståndpunkt om förebyggande åtgärder i dokumentet Measures to Promote Market Integrity.

På grundval av detta dokument utformade Kommissionen ett förslag till ett nytt direktiv om marknadsmissbruk. Medlemsstaternas gemensamma ståndpunkt beträffande direktivförslaget antogs den 8 maj 2002.

Förbudet mot kursmanipulation initierades sålunda 1977, men togs inte in i insiderdirektivet, vilket är en av anledningarna till att marknadsmissbruksdirektivet införs. Direktivet skall ersätta insiderdirektivet, som anses inte tillräckligt uppfylla sitt syfte, och inte heller reglerar otillbörlig marknadspåverkan. I direktivet anges att lagstiftning mot insiderhandel och mot otillbörlig marknadspåverkan har samma syfte, nämligen att garantera finansmarknadernas integritet<sup>90</sup> i gemenskapen och höja investerarnas förtroende för dessa. I direktivets preambel konstateras att ”Det är därför tillrådligt att anta gemensamma bestämmelser för att bekämpa såväl insiderhandel som otillbörlig marknadspåverkan, som omfattar kurspåverkan och spridande av vilseledande information. Genom ett enda direktiv säkerställs samma rambestämmelser för ansvarsfördelning, rättstillämpning och samarbete i hela gemenskapen.”<sup>91</sup>

En genomgång av direktivets regler görs i avsnitt xx

### **3.2 Utvecklingen i Sverige**

Behovet av att reglera insiders handel med värdepapper identifierades i Sverige under 1970-talet, men inte förrän i samband med Sveriges inträde i EG infördes en lag med förbud mot olaglig insiderhandel. Införande av insiderlagen (1990:1342) innebar emellertid inte någon dramatisk ökning av antalet personer som fällts för insiderbrott.<sup>92</sup>

Finansinspektionen registrerar ett ärende efter anmälan från Stockholmsbörsen eller andra marknadsplatser, tips från allmänheten eller på eget initiativ. Om FI:s utredning visar på misstanke om brott överlämnas fallet till Ekobrottsmyndigheten. Ekobrottsmyndigheten har efter vederbörlig utredning att bedöma huruvida brott föreligger, och i förekommande fall göra åtalsanmälan till allmänne åklagaren. En närmare genomgång av övervakning av marknaden och beivrande av överträdelse av regelverket görs i kapitel xx.

#### **3.2.1 Regleringen före insiderlagen**

Före 1972 saknade Sverige lagstiftning om insiderhandel. Affärer som ansågs vara ohederliga eller brottsliga kunde i viss mån beivras med stöd av svekstadgandet i 30 § avtalslagen eller 33 §, förfarande i strid mot tro och heder, och svindleristadgandet i 9 kap 9 § brottsbalken, BrB. 1972 infördes i lag (1971:827) om registrering av aktieinnehav, ARL, en skyldighet för vissa personer i insynställning att registrera sitt aktieinnehav i noterade bolag, och att inom en månad anmäla förändringar i innehavet till

<sup>90</sup> I den svenska versionen av direktivet översätts det engelska ”integrity” med ordet integritet. Möjligen hade tillförlitlighet varit en mer adekvat översättning. Förf:s anm.

<sup>91</sup> Marknadsmissbruksdirektivet preambel 12.

<sup>92</sup> Se s xx.

Värdepapperscentralen, VPC. Syftet var att lagen skulle motverka insiderspekulation genom att denna skulle göras offentlig. Redan befintlig lagstiftning och de etiska regler som styrde personer i insynsställning ansågs tillsammans med en offentlig registrering tillräcklig för att förhindra insiderspekulation.<sup>93</sup> Denna skampåleprincip byggde sålunda på att motverka insiderspekulation genom att utsätta personer som ägnade sig åt insiderspekulation för obehaglig offentlig uppmärksamhet. Registreringsplikten övervakades av Bankinspektionen.<sup>94</sup>

Straffet för underlåtenhet att fullgöra sin anmälningsskyldighet var böter eller fängelse i högst sex månader, under förutsättning att det förelåg uppsåt eller oaktsamhet. Syftet var att förhindra missbruk av information vid handel, men handelsförbud infördes ej, utan man menade att om ledande befattningshavare offentligt skulle redovisa sina aktieinnehav skulle detta utgöra ett tillräcklig korrektiv mot missbruk.<sup>95</sup> Med insiderinformation avsågs i lagen endast företagsspecifik information. Marknadsinformation och allmän information omfattades således inte av lagens regler.<sup>96</sup>

Lagens tillämpningsområde begränsades till aktier vilka var noterade på Stockholmsbörsen, dåvarande Stockholms Fondbörs.<sup>97</sup> Skälet till detta var att sådan handel kännetecknas av att avtalsparterna är anonyma, till skillnad från direkttransaktioner mellan parter. Ohederliga transaktioner vilka företogs utanför börsen ansågs kunna angripas med allmänna civil- och straffrättsliga regler.<sup>98</sup> Förbudet omfattade endast handel i aktier, men med aktier likställdes enligt 1 § bevis om rätt att teckna eller erhålla aktie och konvertibler och vinstandelsbevis.

I lagen angiven personkrets utgjordes av personer med ledande ställning i bolaget. Personer i ledande ställning ansågs vara personer som på grund av sin ställning och nära relation till bolaget ”normalt sett” har tillgång till insiderinformation om bolagets förhållanden.<sup>99</sup> Till dessa räknades styrelsen och dess suppleanter, VD och vice VD, revisorer och deras suppleanter, chefen för bolagets bokföring eller medelsförvaltning och annan ledande befattningshavare, exempelvis forsknings och försäljningschefer. Regelverket omfattade även närstående och juridiska personer, i vilka insidern eller någon närstående till denne hade väsentlig ekonomisk gemenskap<sup>100</sup> och väsentligt inflytande över dess verksamhet.

Straffet för underlåtenhet att fullgöra sin anmälningsskyldighet var, under förutsättning att rekvisitetet culpa eller dolus var uppfyllt, böter eller fängelse i högst sex månader.

I och med införandet av lag (1979:748) om fondkommission år 1980 infördes ett handelsförbud för mäklare och analytiker som i samband med sitt arbete, exempelvis genom kundernas placeringsbeteende, kom i besittning av insiderinformation. Den information som här avsågs var marknadsinformation. Genom initierade kunders placeringsbeteende kan nämligen en mäklare eller analytiker bedöma aktiens förväntade

---

<sup>93</sup> SOU 1979:38 s 48.

<sup>94</sup> Nuvarande Finansinspektion.

<sup>95</sup> SOU 1970:38, s 48.

<sup>96</sup> Prop. 1971:130, s 10. Olika typer av information definieras på s xx.

<sup>97</sup> Id s 12.

<sup>98</sup> SOU 1970:38, s 24-28.

<sup>99</sup> Prop. 1971:130, s 13 f.

<sup>100</sup> Definieras som en tredjedel.

kursrörelser, och genom egen handel med samma aktier skaffa sig egen vinning. Lagen innehöll även bestämmelser om anmälningsskyldighet av aktieinnehav.

Under 1980-talet tilltog antalet affärer på den svenska aktiemarknaden. De nya investeringarna utgjordes både av allmänheten som fått ett ökat intresse för aktier och utländska placerare som nu fått en större tillgång till den svenska marknaden. En förutsättning för att skampåleprincipen skall fungera är att massmedia ägnar misstänkta fall uppmärksamhet. Detta skedde emellertid inte i den utsträckning som förutspåts, och de fall som uppmärksammades bedömdes inte vara tillräckligt schavotterande för att avskräcka andra insiderspekulanter.<sup>101</sup> Under några få år hade dessutom Stockholms fondbörs vuxit till en av de tio största börserna i världen. Regeringen, som var mån om att allmänhetens och utlandets förtroende för den svenska marknaden skulle fortsätta vara högt initierade arbetet med en skärpt insiderlag. Underlaget till reformarbetet utgjordes bl a av en undersökning som genomförts av 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”.<sup>102</sup> Reglerna om anmälningsskyldighet ansågs sålunda inte fylla sitt syfte,<sup>103</sup> och genom införande av lag (1985:571) om värdepappersmarknaden, VML, infördes handelsförbud för personer i insynställning. VML innehöll den tidigare registreringsplikten från ARL i stort sett oförändrad.

Lagen bemöttes emellertid med en hel del kritik. Med insiderinformation åsyftades i lagen fortfarande endast företagsspecifik information, och handel som bedrevs av en person i besittning av marknadsinformation, eller allmän information, omfattades ej av reglerna. Lagens tillämpningsområde begränsades sålunda till värdepapper som påverkas av företagsspecifik information, såsom aktier, emissionsbevis, interimbevis, konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning och vinstandelsbevis, men obligationer och andra räntekänsliga värdepapper lämnades utanför, eftersom dessa främst påverkas av allmänt kursdrivande information. Vidare ansågs personkretsen vara för snävt tilltagen.<sup>104</sup>

VML tog sikte på två olika situationer och innehöll två förbudsregler. Det så kallade *take-over förbudet* avsåg arbets- eller uppdragstagare i bolag som är involverade i ett uppköpserbjudande.<sup>105</sup> För att lagen skulle bli tillämplig krävdes att förberedande åtgärder vidtagits, vilka kunde vara av tre olika slag:<sup>106</sup>

---

<sup>101</sup> SOU 1984:2 s 92.

<sup>102</sup> Id s 91 ff.

<sup>103</sup> Prop. 1984/85:157, s 24.

<sup>104</sup> Id s 27 ff.

<sup>105</sup> SOU 1984:2 s 113.

<sup>106</sup> Se bl a NJA 1994 s 404.

- 1) Förvärvsplaner har tagits upp i det bolags styrelse som förberett erbjudandet.
- 2) Initiativ har tagits till ett så kallat vänskapligt erbjudande, dvs företrädare för det övertagande bolaget har kommit överens med målbolaget om att inleda förhandlingar som syftar till ett offentligt erbjudande.
- 3) Fientliga bud, det vill säga bud riktade direkt till målbolagets aktieägare utan föregående överläggningar med dess styrelse. Så snart det erbjudande bolaget gjort en utredning om de affärsmässiga förutsättningarna för ett offentligt erbjudande är en förberedelseåtgärd vidtagen.

Det andra förbudet, det *allmänna insiderförbudet*, innebar att den som omfattades av den uppräknade personkretsen, och som följaktligen ansågs ha insynsställning i bolaget, inte heller i något annat fall än då ett offentligt erbjudande förbereds fick handla med aktier på grundval av icke offentliggjord kurskänslig information.<sup>107</sup> De som omfattades av förbudet var de som enligt lagen om registrering av aktieinnehav hade anmälningsskyldighet, större aktieägare i bolaget och vissa befattningshavare i dotterbolag.

Även väsentlighetsrekvisitet skulle vara uppfyllt, dvs informationen skulle förväntas väsentligt kunna påverka kursen på aktierna när den blev känd. Som riktmärke sades att en tioprocentig ändring av kursen skall anses vara väsentlig.<sup>108</sup>

Även tips och rådgivning omfattades av de två förbudsbestämmelserna. En person i insynsställning som var förbjuden att själv handla med aktier i ett bolag förbjöds även att genom rådgivning eller på annat obehörigt sätt föranleda någon annan att handla. Förbudet att ge råd gällde enligt den allmänna förbudsregeln fram till tidpunkten då den kurskänsliga omständigheten offentliggjorts, och enligt takeoverregeln tills frågan om ett offentligt erbjudande förfallit.

Normalstraffet var böter eller fängelse i sex månader, och straffet vid grovt brott var fängelse i högst två år. Ansvar utdömdes ej vid ringa brott, och medverkan var inte belagt med straff. I VML infördes möjligheten att förklara vinningen av brottet förverkad.

### 3.2.2 Insiderlagen

1991 infördes insiderlagen (1990:1342) varigenom EG:s insiderdirektiv 89/592/EES implementerades i svensk rätt. VML hade kritiserats för att vara för snäv, dels avseende den personkrets förbudet riktade sig till, dels avseende de kategorier instrument regleringen omfattade och även de former av information som omfattades. Den avgränsning av personkretsen som gjordes i VML:s allmänna förbudsregel ansågs ha medfört 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, bl a portföljförvaltare hos institutionella placerare, placerare hos finansiella institutioner, anställda hos

---

<sup>107</sup> SOU 1984:2, s 115.

<sup>108</sup> Prop. 1984/85:157 s 38 ff, se sidxx

fondkommissionärer, finansanalytiker, ekonomijournalister och offentligt anställda i allmänhet.<sup>109</sup>

Insiderlagen delades in i tre delar, nämligen bestämmelser om förbud mot insiderhandel, regler om anmälningsskyldighet till insiderregistret för personer med insynsställning och förbud mot korttidshandel. Överträdelse av bestämmelserna om anmälningsskyldighet och korttidshandel sanktionerades genom särskilda avgifter medan insiderbrottet straffsanktionerades. Detta medförde att överträdelser av lagen var sanktionerad dels med straff, dels med ett administrativt påföljdssystem.

Handelsförbudet i insiderlagen ändrades 1997 till att omfatta samtliga finansiella instrument som är föremål för handel på värdepappersmarknaden. Vid samma tidpunkt infördes även ett förbud för vissa ledande befattningshavare och uppdragstagare i bolag att göra korttidsaffärer med aktier i bolaget. Vidare avkriminaliserades anmälningsskyldigheten till insiderregistret, och påföljden vid överträdelse blev i stället särskilda avgifter.

I insiderlagen togs distinktionen mellan olika kategorier av information bort, vilket innebar att alla slag av information som var väsentligt kurspåverkande omfattades av förbudet. Med väsentligt kurspåverkande omständighet gällde, precis som med värdepappersmarknadslagen, att en tioprocentig förändring av kursen ansågs som tillräcklig. Det viktiga var att omständigheten erfarenhetsmässigt påverkade kursen när den blev allmänt känd, inte att den i ett visst fall faktiskt gjort det eller inte.<sup>110</sup>

Förbudsreglernas tillämpningsområde utökades till att omfatta all handel på värdepappersmarknaden, dvs all den handel som sker på en organiserad marknadsplats. Affärer som sker med en fondkommissionär som mellanhand anses alltid ha ägt rum på värdepappersmarknaden.<sup>111</sup> En förutsättning för att lagen skulle bli tillämplig var emellertid att personen fått reda på den kurspåverkande informationen i sin tjänst. Vidare utvidgades de typer av värdepapper som kunde utnyttjas för insiderhandel till att omfatta, utöver fondpapper, även obligationer.

Lagen bestod av en huvudregel av generell karaktär med förbud mot insiderhandel kompletterad med vissa hjälpregler. Förbudet gällde personer som har anställning, uppdrag eller annan befattning som normalt innebär att de får kännedom om väsentligt kurspåverkande omständigheter. Dessa personer fick inte för egen eller annans räkning köpa eller sälja fondpapper på värdepappersmarknaden, och inte heller med råd eller på därmed jämförligt sätt föranleda någon annan till sådant köp eller sådan försäljning.

Lagen följde den avgränsning som gjordes i EG:s insiderdirektiv mellan personer med direkt tillgång till insiderinformation och personer som fått information som tips. Genom den andra huvudregeln utvidgades förbudet till att omfatta även de personer som fått tipset, s k *tippees*, dvs personer som mottagit insiderinformation.<sup>112</sup> Personer som genom tips eller dylikt fått reda på icke offentliggjord kurspåverkande omständighet förbjöds därmed att handla i det aktuella värdepapperet, under förutsättning att de kände till att informationen kommit ut obehörigen. Tipsmottagares handling

---

<sup>109</sup> SOU 1989:72 s 177 ff.

<sup>110</sup> Prop. 1990/91:42, s 52.

<sup>111</sup> NJA 1994 s 404.

<sup>112</sup> Ang s k *tippees* se t ex Löfmarck, M, Insiderbrott och svindleri, s 5.

omfattades emellertid endast av förbudet i det fall han handlade för egen vinning, och han var heller inte förbjuden att vidarebefordra information.

Insiderlagen innehöll i 5-6 §§ även en uppräknig av omständigheter som kan tänkas ha väsentlig påverkan på kursen på ett värdepapper, såsom en takeover-situation eller omständigheter som är direkt hänförliga till bolagets interna förhållanden.

I lagen skärptes straffskalan till i normalfallet böter eller fängelse i högst två år och för grovt brott fängelse i högst fyra år. En förutsättning för att ansvar skulle utdömas var vidare att brottet skulle ha betydelse för allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden. Lagen innehöll även regler om förverkande.

## 4 Insiderstrafflagen

### 4.1 Bakgrund

Insiderlagen har efter sitt ikraftträdande år 1991 varit föremål för en översyn av en särskild utredare som tillsattes år 1994, och en genomgång inför utfärdandet av insiderstrafflagen (2000:1086).<sup>113</sup> I förarbetena konstateras att erfarenheterna av lagstiftningen ansågs ha visat på vissa oklarheter i insiderlagens utformning. Det preventiva syftet med regleringen understryks i förarbetena, varvid regleringen av insiderhandel skall vara tydlig och funktionell, och 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 härvidlag ej uppfylla sitt syfte.<sup>114</sup> Ytterligare 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 (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument. Tidsfristen för anmälan om aktieinnehav eller ändring i innehavet ändrades i insiderstrafflagen till fem dagar jämfört med tidigare fjorton dagar. Anledningen till ändringen anges vara de nya och snabbare kommunikationsvägar som utveckling på det tekniska området inneburit, och det intresse som ligger i att offentliggöra information så snart som möjligt. Vidare infördes en utvidgad anmälningsskyldighet för vissa personer. Anmälningsskyldigheten utvidgades till att utöver personer med insynsställning även omfatta personer verksamma i värdepappersinstitut, på börs och andra auktoriserade marknadsplatser. Skyldigheten omfattar även vissa närståendes innehav, dock inte i samma utsträckning som för personer med insynsställning i bolagen.

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

---

<sup>113</sup> Prop. 1999/2000:109.

<sup>114</sup> Id s 40.

I 14 § infördes en regel vilken ålägger Finansinspektionen skyldighet att göra anmälan till åklagare när det finns anledning att anta att brott enligt insiderstrafflagen har begåtts.

## **4.2 Handelsförbudet i insiderstrafflagen**

### **4.2.1 Inledning**

I insiderstrafflagen infördes en definition av vad som är insiderinformation, i avsikt att ge en mer konkret bild av vilken sorts information som är förbjuden. Vidare ges definitioner av lokutionen handel på värdepappersmarknaden och vilka instrument som omfattas av lagens tillämpningsområde.

I klagande syfte avskaffades möjligheten till ansvarsfrihet vid insiderbrott som kunde antas sakna betydelse för allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden, eller som annars var ringa. Den rådande uppfattningen är att all insiderbrottslighet skadar allmänhetens förtroende för de finansiella marknaderna. Vidare bedömdes domstolens möjlighet att pröva om en transaktion kan antas sakna betydelse för allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden vara begränsad.<sup>115</sup> Emellertid infördes en kompletterande brottsbenämning i de fall brottet kan anses vara ringa. Det nya brottet benämns insiderförseelse, och straffet är böter eller fängelse i högst sex månader.

Insiderlagens exemplifiering av typsituationer som visar på omständigheter som kan vara ägnade att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument avskaffades. Uppräkningen ansågs kunna innebära den nackdelen att det kan bli svårt att bedöma det straffbara området, dvs att hjälpregler kan försvåra tolkningen av lagen i stället för att underlätta densamma och tolkas som uttömmande. Exemplet anges emellertid även i fortsättningen ge vägledning vid tolkningen av ansvarsbestämmelsen.<sup>116</sup>

Ytterligare ett nytt brott, obehörigt röjande av insiderinformation, infördes för 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, och som på grund härav fått insiderinformation och som obehörigen röjer sådan information. Förbudet gäller även aktieägare.

### **4.2.2 Ansvarssubjekten**

Handelsförbudet i insiderstrafflagen återfinns i 2 och 3 §§. Vem som helst, oberoende av vilken relation man har till ett bolag, kan göra sig skyldig till insiderbrott. Att handla med kunskap om icke offentlig information är olagligt, oavsett om man fått informationen genom att man har direkt insyn i vad som sker i ett aktiemarknadsbolag, eller om man som utomstående fått eller skaffat sig insidertips i något led. Lagen skiljer dock av andra anledningar mellan dessa två olika kategorier av ansvarssubjekt, vilka, i enlighet med insiderdirektivet, är uppdelade i tre olika personkretsar, den

---

<sup>115</sup> Id s 55.

<sup>116</sup> Id s 58.



första och andra i § 2 och den tredje i § 3. 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 om 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.

Var och en som kommer i kontakt med insiderinformation omfattas av handelsförbudet. Undantag ges endast i ett fåtal fall vilka räknas upp i 8 § och beskrivs i avsnitt xx.

#### 4.2.2.1 Primära och sekundära insiders

De som kan komma att räknas in i gruppen primära insiders är t ex 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.

Som nämnts ovan handlar insiderbrott i allt övervägande antalet fall om insynspersoners brottslighet, och endast i ett fåtal fall om aktiehandel som bedrivits av personer utanför sfären för bolaget ifråga.<sup>117</sup> Endast ca 25 procent av de personer som åtalsanmäls sedan förbudets tillkomst har varit s k sekundära insiders, dvs tipsmottagare som inte haft någon direkt anknytning till det aktuella bolaget. Tre åtalsanmälda personer av fyra har med andra ord varit primära insiders, som haft direkt tillgång till den kurspåverkande informationen. Borträknat Pinkerton/Securitas-fallet var nittio procent av de misstänkta gärningsmännen att betrakta som primära insiders.

En förutsättning för att någon skall omfattas av de bestämmelser som riktar sig mot en primär insider är att denne emottar informationen i arbetet eller uppdraget. Den som har sådan anställning att han vanligtvis omfattas av bestämmelserna men mottager informationen privat, dvs utan anknytning till arbetets utförande är inte att hänföra till gruppen primära insiders utan är sekundär insider.

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, dvs 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

---

<sup>117</sup> Se s xx

källan, dvs den primära insidern, och tipsmottagaren är, men så småningom blir naturligt nog insiderinformationen allmänt känd, eller så upphör den att ha betydelse för kursstämningen.

Förbudet gäller även den som mer eller mindre av misstag kommit i besittning av insiderinformationen. Således omfattas en person som t ex vid ett besök hos en tjänsteman på ett företag eller en myndighet av en tillfällighet kunnat ta del av en handling som avslöjar insiderinformation, eller har lyssnat till ett samtal mellan två tjänstemän där insiderinformation nämnts av förbudet.

Det är inte nödvändigt att den sekundära insidern känner till exakt vem som är den ursprungliga källan. Informationens förtroliga kraktär måste emellertid vara uppenbar för mottagaren av informationen. Det skall inte ha kunnat undgå mottagaren att informationen läckt ut obehörigen.

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 §, om inte informationen som lämnas samtidigt med att den röjs blir allmänt känd. Obehörigt röjande av insiderinformation beskrivs i avsnitt xx. Lämnande av tips från sekundära insiders är tillåtet så länge det inte är fråga om avsikt att föranleda någon annan till handel.

En förutsättning för insiderbrott för första personkretsen är sålunda att det finns ett samband mellan befattningen och insiderinformationen, denna skall ha erhållits genom normalt förfarande. Ett klassiskt exempel är VD:s chaufför som genom sin kontakt med VD:n får tillgång till insiderinformation, och en vanlig taxichaufför som slumpmässigt lyckas höra insiderinformation. Den förra kan räkna med att få höra insiderinformation som ett normalt led av sin arbetsuppgift, och faller därför inom personkrets ett. Taxichauffören fick emellertid ta del av informationen av en slump. Eftersom insiderinformation inte är något som taxichauffören får ta del av på dagligbasis eller kan räkna med att få överhuvudtaget, tillhör denne därmed den tredje personkretsen.

Den insiderinformationen som personer i tredje personkretsen enligt 3 § insiderstrafflagen kommit i besittning av skall ha erhållits antingen av någon av personerna i första eller andra personkretsarna, alternativt kan de ha kommit i besittning av informationen ”obehörigen”. Med detta menas främst när en person själv skaffat sig kunskap t ex genom besök på ett företag eller en myndighet, där insidern obehörigen kunnat ta del av handlingar eller hört samtal om ej offentliggjorda omständigheter.<sup>118</sup>

För att ansvar skall kunna utkrävas då informationen används för att ge annan råd eller vägledning fordras att ett samband finns mellan rådet och insiderinformationen. Som beskrivs i avsnitt xx ges undantag för de situationer då ett råd från rådgivaren skulle få samma innehåll och resultat även om insiderinformationen inte använts - här rör det sig inte om ett utnyttjande av information som tillfallit den handlande otillbörligen.<sup>119</sup>

Detta betyder att professionella rådgivare inte förhindras att slutföra ett kunduppdrag även om de råkar besitta insiderinformation om instrumentet ifråga.

---

<sup>118</sup> Prop. 1990/91:42 s 85 och s 198.

<sup>119</sup> Prop. 1999/2000:109 s 83.

Med förvärv avses inte endast köp utan även t ex byte. Med avyttring avses förutom försäljning även exempelvis inlösen av option.<sup>120</sup>

Något som kan orsaka problem är huruvida de som erhåller insiderinformation normalt har tillgång till kurspåverkande information. Detta problem aktualiserades i Metall-fallet som beskrivs i avsnitt xx och Pinkerton/Securitas-målet.<sup>121</sup> I det senare fallet anmäldes tjugoåtta personer till åtal, och förhållandena mellan primära och sekundära insiders var här mycket speciella jämfört med övriga fall. Tre av de misstänkta var primära insiders, medan resterande tjugofem personer var sekundära insididers. Flerparten av de åtalade hade således inte någon direkt anknytning till de aktuella bolagen. Tingsrättens dom överklagades av åklagaren och av fem av de anklagade, bl a de huvudanklagade, A, C och E.

#### 4.2.2.1.1 Pinkerton/Securitas-fallet

Securitas är ett ledande säkerhetsbolag som med en aggressiv förvärvspolitik befast sin ställning i Europa genom uppköp av bl.a. franska och tyska säkerhetsbolag. Pinkerton är ett anrikt amerikanskt säkerhetsbolag, näst störst på den amerikanska marknaden. Under ett års tid hade det spekulerats om och när Securitas skulle ge sig in på den amerikanska marknaden. Tidigare förvärvspolitik gav upphov till spekulationer om uppköp av olika amerikanska bolag. Inom Securitas fördes diskussioner om vilket bolag som bäst skulle passa dess behov. Under 1999 planerade säkerhetsbolaget Securitas att utvidga sin verksamhet till att omfatta, förutom Europa, också USA. Inom Securitas fördes diskussioner om vilket amerikanskt säkerhetsbolag som bäst skulle kunna tänkas vara förenlig med Securitas egen verksamhet. Den 16 december 1998 hade Securitas VD träffat en preliminär överenskommelse om att Securitas skulle köpa det amerikanska säkerhetsbolaget Pinkerton. Den 7 januari 1999 informerades företagsledningen inom Securitas om det planerade förvärvet och den 19 februari undertecknade VD:n avtalet om uppköpet. Förvärvet skulle offentliggöras på en presskonferens i London den 22 februari 1999.

Aktierna i Pinkerton var noterade på New York börsen, och kursen var omkring 17 USD (ca 135 SEK enligt dåvarande kurs) veckan före offentliggörandet av uppköpserbudet. Priset för erbjudandet var 29 USD (ca 230 SEK) per aktie i Pinkerton. Omsättningen av Pinkerton aktien hade tidigare varit låg, endast ca 8-9000 aktier per dag. Den 19 februari ökade omsättningen explosionsartat till 400 000 sålda och köpta aktier. Av denna ökning stod svenska investerare för förvärv av 160 000 aktier, Matteus Fondkommission hade förmedlat handel med 100 000 av dessa aktier.

Ökad handel uppmättes också i Securitas aktier. Dessa var noterade på Stockholmsbörsen och hade ett genomsnittligt pris på 113 kr per aktie veckan före uppköpserbudet, men steg till 146 kr per aktie som mest den 22 februari.

För att genomföra förvärvet skulle ett prospekt framställas och tryckas för att presentera affärens syfte och dess omfattning för investerarna. Uppdraget att trycka broschyren fick ett tryckeri genom dess ägare B

<sup>120</sup> Prop. 1995/96:215 s 52.

<sup>121</sup> Stockholms tingsrätts dom 2000-02-22 i mål B 3142-97, se avsnitt xx, och Svea hovrätts dom 2002-06-20 i mål B 1461-01.

den 10 februari 1999. Denne fördelade sedan arbetsuppgifterna till olika personer i bolaget, bland annat en person C som skulle arbeta med bildmaterialet. En annan person på tryckeriet, D, fick i uppdrag att arbeta med själva informationsmaterialet till broschyren.

Den 14 februari ägde en familjemiddag rum hemma hos C:s mor. Närvarande vid denna middag var, förutom C själv och hans mor, även brodern E, som hade en egen verksamhet inom tryckeribranschen och intresse för aktier. E blev intresserad av sin brors uppgifter om att Securitas förmodligen tänkte lägga ett bud på det amerikanska bolaget Pinkerton. E hade en aktiedepå på Matteus Fondkommission som handhades av en privatmäklare A, vilken utförde E:s aktieaffärer någon gång per månad. E var vidare gift med A:s syster F.

När E:s mor nämnde uppgifterna om Securitas planerade förvärv av Pinkerton, som E erhållit från sin bror, för aktiemäklaren A blev även denne intresserad. Han efterfrågade och fick informationsmaterialet till den tilltänkta informationsbroshyren genom C, och samma kväll och de följande dagarna gjorde A upprepade köp av aktier i Pinkerton, den 16, 17, 18 och 19 februari, för kunders och vänners räkning.

A har vidare på sin arbetsplats, Matteus Fondkommission, till flera arbetskamrater, G, H, I, J, K, vidarefördelat sin information, varefter även arbetskamraterna gjort vissa aktieköp i Pinkerton. A har dessutom inför vissa av sina större kunder, bl.a. L, antytt att ”något stort skulle hända Securitas på den amerikanska marknaden”, och därmed förmått kunderna att köpa aktier i Pinkerton.

Tryckeriets ägare, B, har tillsammans med sin fru M också tagit del av den ännu inte offentliggjorda informationen, och köpt aktier i Securitas innan kursen på Securitasaktien började stiga högst avsevärt under de närmast följande dagarna sedan informationen blivit offentlig.

Tingsrätten hade först att utreda om den information C, anställd på tryckeriet, haft tillgång till var att beteckna som insiderinformation, och om denna varit av sådan art att detta väsentligt påverkat aktiekursen på Pinkerton. Nästa fråga var att utreda vilka personer som omfattas av insiderhandelsförbudet. Inte bara i handel i Pinkerton utan också i Securitas omfattades av insiderhandelsförbudet, eftersom kursen i bägge bolagen påverkats av den icke offentliga informationen. Tingsrätten konstaterar att för att betecknas som insiderinformation skall informationen inte sedan tidigare vara offentlig, och den skall ha en väsentligt kurspåverkande effekt. Att informationen inte sedan tidigare skall vara offentlig menar tingsrätten innebära att den inte får ha publicerats på en marknadsplats eller varit omnämnd i massmedia.<sup>122</sup> Att en mäklarfirma exempelvis utfärdar en rekommendation om att sälja en viss typ av aktie innebär inte att omständigheten medför befrielse från förbudet att sälja. Detta är alltså inte tillräckligt för att omständigheten skall anses vara offentlig. Inte heller rykten eller läckor av insiderkaraktär är att jämställa med något offentliggörande. Tingsrätten menar att det i detta fall inte går att säga att informationen varit offentlig före den 19 februari 1999, det vill säga dagen då Securitas VD undertecknade avtalet om uppköpet av Pinkerton. Detta skulle innebära att de aktieköp i Pinkerton som aktiemäklaren A utförde redan den 16 februari gjordes vid en tidpunkt då informationen om Securitas planerade uppköp av Pinkerton ännu inte var offentlig.

---

<sup>122</sup> Stockholms tingsrätts dom 01-01-25 B 1432-99 s 89.

Beträffande kravet på att den tidigare inte offentliggjorda informationen skall ha en väsentlig kurspåverkan konstaterar tingsrätten att kursen på Pinkerton veckan före offentliggörandet varit 17 USD, att jämföras med Securitas bud på 29 USD per aktie. Det förelåg med andra ord en positiv förväntan om att kursen på Pinkerton-aktierna skulle öka med mer än tio procent. Detsamma var fallet i fråga om kursen på aktierna i Securitas. Normalt brukar aktiekursen i det köpande bolaget vara oförändrad eller minska något. I det här fallet har emellertid aktiekursen på Securitas aktierna stigit från 114 kronor veckan före offentliggörandet till 146 dagen för offentliggörandet. En väsentlig kursförändring har således skett. Det fanns således positiva förväntningar på att Securitas-aktiens kurs skulle gå upp vid ett uppköp av ett bolag på den amerikanska marknaden. I den broschyr som framställdes betonades att förvärvet av Pinkerton förväntades ha en positiv påverkan på Securitas resultat, vilket torde bidragit till en förväntning på marknaden om att Securitas-aktien skulle gå upp.

Rätten kunde vidare fastställa att handeln i Sverige ägt rum på värdepappersmarknaden, eftersom handeln ägt rum över Stockholmsbörsen. Svårare att avgöra var däremot om handeln i Pinkerton verkligen skett på den amerikanska värdepappersmarknaden. Den handel som skett i Pinkerton hade nämligen skett via en mäklare i London, och denne hade möjligen haft Pinkerton-aktierna i sitt handelslager i mäklarfirman. Detta skulle innebära att handeln i Pinkerton ej skett på värdepappersmarknaden. Med tanke på att aktierna i Pinkerton före uppköpet varit relativt illikvida, dvs omsättning av aktien var relativt liten, gjorde tingsrätten bedömningen att mäklarfirman troligen ej haft aktierna i sitt handelslager, och fastslog att handeln ägt rum på värdepappersmarknaden.<sup>123</sup> Även i hovrätten konstaterades att handeln skett på värdepappersmarknaden.

Beträffande personkretsen gjorde tingsrätten följande konstaterande: De tre huvudmisstänkta var mäklaren A, den anställde på tryckeriet C och dennes bror E. C tryckte ut textmaterialet från sin arbetskamrats dator den 16 februari, och överlämnade detta till sin bror E samma dag.

Att A förstått innebörden av att den information han mottagit av E inte var offentlig, liksom att den var väsentligt kurspåverkande för Pinkerton ansågs vara klarlagt genom den bevisning i form av bandade telefonsamtal som lagts fram. Han hade vidare haft vetskap om att informationen var väsentligt kurspåverkande även för kursen på Securitas aktier, eftersom en sådan affär var väntad i mäklarkretsar. A dömdes i tingsrätten dels för att själv i besittning av insiderinformation ha köpt aktier i Pinkerton och Securitas, dels för att ha fört tipset vidare och föranlett annan till hande. A dömdes därför till grovt insiderbrott, till fängelse i tio månader. I straffet ingår den otillbörliga kurspåverkan han utövat på aktiekursen i bolaget Sintercast, vilket redogörs för i kapitel xx. Att straffet blev förhållandevis mildt beror på att tingsrätten menade att särskilda skäl fanns att mildra straffet. De särskilda skälen var att handlingen präglats av ungdomligt oförstånd, den skada A lidit genom att han blivit avskedad från Matteus Fondkommission i samverkan med det obehag som den massmediala uppmärksamheten orsakat. Domstolen

---

<sup>123</sup> Id s 92 f.

ansåg att det på grund av dessa faktorer fanns skäl att minska straffvärdet.<sup>124</sup> Ytterligare ett argument för att minska straffet anser tingsrätten vara att i A:s fall arbetsgivaren har ett ansvar, då man underlåtit att informera honom om de regler och rutiner som gäller för branschen och som förekommit på mäklarfirmen.

I hovrätten konstateras emellertid att A anses som tipsmottagare enligt 4 § tredje stycket insiderlagen, och i enlighet därmed har det stått honom fritt att föra tipset vidare och föranleda annan till handel utan att själv kunna dömas för insiderbrott. Vidare skall ansvar inte åläggas A för de köp han fullgjort i enlighet med order från kunder i enlighet med undandtaget från handelsförbudet i 7 § insiderlagen. A skulle därmed endast dömas till ansvar för de köp han själv gjort som inte grundades på specifika köporder. Eftersom brottet var att anse som grovt dömdes A även i hovrätten till fängelse, med straffet mildrades av hovrätten till åtta månader.

Av förarbetena till insiderlagen framgår enligt tingsrätten att C omfattas av den personkrets som är förbjuden att handla med aktier före ett offentliggörande av information. Tingsrätten fann att den information C erhållit angående tryckning av prospektet var sekretessbelagd information, varvid han haft insikt i att materialet inte var offentligt. Även kravet på insikt i att informationen skulle vara väsentligt kurspåverkande ansågs vara uppfyllt på den grund att C hade klart för sig vilka risker han tog, och att han var tvungen att kontrollera olika uppgifter i materialet ett flertal gånger. Han hade vidare varit införstådd med att brodern E haft ett flertal kontakter med mäklaren A. C blev sålunda dömd för medhjälp till grovt insiderbrott till fängelse i sex månader, det lägsta straffet i skalan. Att han inte dömdes för grovt insiderbrott grundades på att han inte föranlett mäklaren A att köpa aktierna i Pinkerton, vilket var ett krav enligt förbudsregeln. Tingsrätten motiverar det förhållandevis milda straffet med målets massmediala uppmärksamhet, och att C präglats av ungdomligt oförstånd vid handlingens genomförande.<sup>125</sup> C:s brott bedömdes på samma sätt i hovrätten, men med hänsyn till att han inte svarat för initiativet till och planeringen av brotten, och heller inte haft någon egen vinning av aktieaffärerna mildrades straffet till fängelse i fyra månader.

E ansågs däremot inte tillhöra den traditionella insiderkretsen, eftersom han varken har haft anställning, uppdrag eller annan befattning som normalt innebär att han fått kännedom om kurspåverkande omständigheter. E kunde emellertid omfattas av den andra huvudregeln, enligt vilken personer som inte omfattas av den första regeln inte för egen eller annans räkning får köpa eller sälja värdepapper på värdepappersmarknaden under förutsättning att de vet att informationen kommit ut obehörigen. Avgörande blev således om E visste om att informationen kommit ut obehörigen. Såväl tingsrätten som hovrätten gör bedömningen att så är fallet, eftersom E kontaktat sin mäklare A och vidarebefordrat den information rörande Securitas köp av Pinkerton han fått av sin bror C. E:s intresse för aktier gjorde också att han på ett enkelt sätt kunde bedöma vikten i den information som han hade fått av brodern. E dömdes i tingsrätten för insiderbrott enligt den andra huvudregeln, och för medhjälp till grovt insiderbrott

---

<sup>124</sup> Id s 116.

<sup>125</sup> Id s 117.

till sex månaders fängelse. Anledningen till att han, till skillnad från sin bror, dömdes för insiderbrott var att han även hade köpt aktier för egen räkning. Tingsrätten motiverar det relativt sett låga straffet med att även E redan drabbats hårt av den massmediala uppmärksamhet som följde med målet, och att han handlat i ungdomligt oförstånd.<sup>126</sup>

I hovrätten var åklagarens förstahandsyrkande att E skulle dömas för insiderbrott. I andra hand yrkade åklagaren ansvar för medhjälp till A:s brott. Andrahandsyrkandet prövades inte eftersom rätten biföll förstahandsyrkandet. Hovrätten betonar att eftersom det för insiderbrott som inte är grovt inte bör krävas särskilda skäl för att annan påföljd än fängelse skall kunna väljas, och det saknas anledning att befara att E skall återfalla i brott, straffet kunde bestämmas till villkorlig dom och etthundra dagsböter.

Av A:s arbetskamrater omfattades G, analytiker på Matteus Fondkommission, av förbudet enligt den andra huvudregeln, eftersom A talat om för honom vilken sorts information det varit fråga om, och hur han fått tag i den. H, I, J och K ansågs däremot inte omfattas av handelsförbudet, på grund av att det inte visats att någon av dem samtalat med A. De ansågs, på grundval av egen kunskap om hur marknaden vid denna tidpunkt såg ut, och påverkade av att A köpt på sig stora mängder Pinkerton-aktier, kunnat sluta sig till att Securitas skulle komma att förvärva Pinkerton, och på denna grund för egen och andras räkning köpt Pinkerton-aktier.

A:s kund L hade lämnat A en köporder på ett antal Securitas aktier efter att ha fått information från A om att Securitas skulle köpa ett amerikanskt bolag, att detta var någonting som han skulle hålla tyst om, att A hade prospektet hemma hos sig och att affären skulle komma att vara kursdrivande. Detta var enligt tingsrätten tillräckligt för att L skulle dömas för vårdslöst insiderförfarande.<sup>127</sup>

Tryckeriets ägare B och dennes hustru M köpte med förtjänst ett antal aktier i Securitas före offentliggörandet av informationen angående förvärvet av Pinkerton. Bägge konstaterades omfattas av den första huvudregeln, det vill säga att genom anställning, uppdrag eller annan befattning normalt få reda på sådana omständigheter som är kurspåverkande, varvid de objektiva rekvisiten ansågs vara uppfyllda beträffande B och M.<sup>128</sup>

Av A:s kollegor på Matteus Fondkommission dömdes endast analytikern G till påföljd. G dömdes till fyra månaders fängelse för grovt insiderbrott för att ha handlat med aktier i Pinkerton, och till insiderbrott för att ha handlat med aktier i Securitas. Enligt tingsrätten påkallar det sammantagna straffvärdet ett fängelsestraff om åtta månader, men med hänsyn tagen till den skada G lidit genom att han blivit ansedd från Matteus Fondkommission och de svårigheter han haft att hitta ett nytt jobb i samverkan med det obehag som den massmediala uppmärksamheten orsakat anser domstolen att det finns skäl att föreskriva ett lindrigare straff för detta brott än vad lagen

---

<sup>126</sup> Idem.

<sup>127</sup> Id s 108.

<sup>128</sup> Id s 110-111.

föreskriver.<sup>129</sup> Tingsrätten har således valt en påföljd under brottets abstrakta straffvärde, varvid man hänvisar till att det funnits särskilda skäl för att döma till ett lindrigare straff än vad som är föreskrivet för brottet.

A:s kund L bedömdes ha haft insikt i att den information som han mottagit av A ännu inte varit offentlig, och dessutom att den varit kurspåverkande när han placerade en köporder på Securitas. Tingsrätten tog emellertid hänsyn till att L under telefonsamtalet med A varit okoncentrerad, och att han handlat med grov oaktsamhet.<sup>130</sup> Tingsrätten jämför detta med en VD som på grund av sjukdom inte vistats på arbetet under en längre tid, och som när han erhåller information om att bolaget går dåligt omedelbart säljer sina aktier. L dömdes för vårdslöst insiderförfarande till bötesstraff om 100 dagsböter å 220 kronor.

Tryckeriets ägare B bedömdes ha varit införstådd med att Securitas skulle komma att lägga ett bud på Pinkerton, och därmed medveten om att den information han fick till sitt tryckeri från Securitas inte varit offentlig, och att denna varit väsentligt kurspåverkande. I besittning av denna kunskap lånade han tillsammans med sin fru, före förvärvet, en summa pengar från en bank för att finansiera köpet. L dömdes till villkorlig dom förenat med ett bötesstraff om 100 dagsböter å 90 kronor. Tingsrätten ger ingen motivering till varför man anser villkorlig dom vara tillräcklig påföljd L:s fall. Hans fru M dömdes för vårdslöst insiderförfarande till 90 dagsböter å 100 kronor. M borde enligt tingsrätten förvissat sig om att den information som hon fick från sin man, eller i övrigt på sin mans arbetsplats, ej varit av insiderekarakter.<sup>131</sup>

När det gäller förverkanden av den vinning som uppstått för flera av de inblandade i målet gör tingsrätten följande bedömning. Vinningen skall vara förverkad för E, L, F, G, G:s mor och ytterligare två av Matteus Fondkommissionens kunder. Grund för att jämka vinningsförverkandena befanns ej vara för handen i något av fallen. Courtage som tillkommit Matteus Fondkommission, och den skatt som flertalet av personerna ovan erlagt för den vinning som uppkommit, fick avräknas från det ursprungliga vinningsbeloppet, dvs endast vad som netto blivit kvar för samtliga personer var förverkat.

Den vinning som uppkommit i samband med handel i Securitas skulle anses var förverkad för G:s mor, makarna B och M och för fyra kunder i Matteus. Inte heller här fann tingsrätten någon grund för att jämka vinningsförverkandena, men medgav avdrag för erlagd courtage och skatt.

Hovrätten ändrade förverkande endast beträffande vinsten för den kund till A där hovrätten bedömde att A endast utfört order att köpa Securitasaktier. Eftersom ansvar för A ogillades beträffande de tips och råd han vidareförmedlat, samt i de fall han fått order att förvärva aktier från en kund kunde de vinster som föranletts härav ej förverkas.

#### 4.2.2.2 *Sammanfattande slutsatser*

Konstateras kan att insiderekarakterens indelning i personkretsar skapar problem för domstolarna, och tvingar domstolarna till en gränsdragning som kunnat leda till olikheter i bedömningen domstolar emellan. I Pinkertonmålet har

---

<sup>129</sup> Idem.

<sup>130</sup> Id s 108.

<sup>131</sup> Id s 111.



domstolen tolkat tryckeriet som en typisk plats där insiderinformation kan mottagas, trots att det i målet framkommit att detta var första gången tryckeriet hanterade någon form av insiderinformation eller sekretessbelagd information. Detta var en förutsättning för att C skulle kunna fällas för brott enligt insiderlagen. Mäklarna på Matteus Fondkommission däremot räknades till personkrets tre, och var därmed enligt insiderlagen tillåtna att vidarebefordra insidertips. De två mäklare som satt vid samma mäklarbord som A, och förrättade större köp i Pinkerton än A gjort, förklarade sina köp i Pinkerton aktier med att de utfört egna analyser och att de ”märkt att något varit på gång”, dvs de har noterat att omfattande handel med Pinkertonaktier skett ifrån deras mäklarbord. De räknades således in i personkrets tre trots att de i tjänsten uppfattat att Pinkertonaktien var föremål för uppmärksam hand. Även G fick insiderinformationen på sitt arbete i sin egenskap av analytiker, men ansågs trots detta av domstolen tillhöra personkrets tre.

Pinkertonfallet är det mest omfattande insiderfall som prövats i Europa, och det första fall i vilket fängelsestraff dömts ut som påföljd för insiderbrott. Fällande dom möjliggjordes genom den starka bevisning åklagaren hade tillgång till. Kurspåverkan av främst Pinkertonaktien, men även viss utsträckning Securitasaktien, kunde visas genom den tryckta informationsbroschyren. Att informationen inte var offentliggjord kunde visas genom att avtalet om uppköp av Pinkerton inte undertecknades förrän den 20 februari. Den viktigaste bevisningen utgjordes dock av de bandinspelningar av telefonsamtalen åklagaren hade tillgång till.

Åklagaren hade således tillgång till bästa möjliga bevismaterial. Trots detta blev endast 5xx personer av de 28 åtalade fällda för brott mot insiderlagen.

Även i insiderstrafflagen återfinns de tre olika personkretsarna, men skillnaden mellan insiderlagen och insiderstrafflagen är att ingen av de tre personkretsarna är tillåtna att vidarebefordra insiderinformation eller uppmana någon annan genom råd eller liknande att förvärva eller avyttra finansiella instrument. Vidare är straffsattserna för alla tre personkretsar densamma. Detta får till följd att en personkretsbestämning inte är lika viktig att göra längre. Alla personkretsar finns fortfarande kvar, men det är förbjudet att vidareförmedla denna oavsett hur man fått informationen.

#### 4.2.3 Undantag från handelsförbudet

På grund av att handelsförbudet är så omfattande har vissa situationer uttryckligen undantagits från förbudet. Undantagen räknas upp i 8 § insiderstrafflagen.

Förbudsbestämmelsen i 2 § insiderstrafflagen gäller även vid rådgivning. Detta innebär att den som har tillgång till insiderinformation inte heller med råd eller på annat därmed jämförligt sätt får föranleda någon annan till köp eller försäljning av fondpapper, vilket föranledde vissa problem i den praktiska tillämpningen. Från straffbarhet undantas därför de fall där rådgivningen skulle ha fått samma innehåll även om rådgivaren inte haft tillgång till insiderinformationen. Undantaget gäller även vid fullgörande av uppdrag som marknadsgarant.

Punkt 1 omfattar sålunda situationer när en befattningshavares arbetsuppgifter omfattar skyldighet att förvärva eller avyttra finansiella instrument. En order kan ha lämnats av arbetsgivaren eller av en uppdragsgivare. För att undantaget skall bli tillämpligt är det emellertid inte tillräckligt att en kund lämnar ett allmänt uppdrag att förvärva eller avyttra finansiella instrument, utan det skall vara fråga om ett specifikt uppdrag att förvärva eller avyttra finansiella instrument. Vidare undantas den som fullgör ett uppdrag som marknadsgarant så länge insiderinformationen inte används specifikt i det enskilda fallet.

Undantaget i punkt 2 innebär att t ex en aktie kan förvärvas när insiderinformationen förväntas sänka kursen och avyttras när kursen förväntas gå upp. Optioner och terminer undantas emellertid inte.

Punkt 3 omfattar situationer när t ex en överförmyndare som ger tillstånd till överlåtelse av aktier, en god man enligt samäganderättslagen som medverkar vid en auktion av samfällt ägda aktier och en konkursförvaltare som säljer finansiella instrument som tillhör ett konkursbo.

Undantaget i punkt 4 är till för att möjliggöra för ett övertagande företag att köpa aktier i ett målbolag innan ett förvärvserbjudande blir offentligt, dvs under förberedelsearbetet med medbestämmande och utformandet av ett erbjudande.

Undantagen i punkterna 5-7 avser fall som förutsätter ett avtalsförhållande, och där en person kan komma att drabbas av en ekonomisk förlust om han är förbjuden att fullgöra avtalet vid slutdagen. Situationerna avser emellertid endast den tid när avtalets löptid gått till ända. Handel som sker dessförinnan omfattas däremot inte av undantagen. Förvärvet av ifrågasvarande optioner och terminer måste ha skett utan insiderinformation.

Genom undantaget i punkt 8 kan företag och andra genomföra transaktioner och vidta andra åtgärder som är normala för verksamheten utan att drabbas av handelsförbudet, t ex valutasäkring av framtida betalningar. Undantaget gäller dock endast vid sådana transaktioner som skulle ha företagits även utan kännedom om informationen. För att handelsförbudet skall inträda krävs följaktligen att insiderinformationen varit en nödvändig förutsättning för att affären skulle genomföras.

I paragrafen anges endast aktie, men även i andra stycket uppräknade aktierelaterade finansiella instrument och därmed liknande instrument skall jämföras med aktie. Motiveringen till detta är att begreppet finansiella instrument var så vidsträckt att fullt legitima affärer också skulle påverkas, såsom tex valutasäkringar av framtida betalningar.<sup>132</sup> Definitionen av finansiella instrument inkluderar även framtida instrument som kommer att godkännas. Framtida instrument som är jämförbara med de aktierelaterade instrument som uppräknas i § 8 st 2 undantas emellertid inte från handelsförbudet.<sup>133</sup>

## **4.3 Rekvisiten**

### **4.3.1 Rekvisit för ansvar vid brott**

---

<sup>132</sup> Prop. 1995/96:215 s 32.

<sup>133</sup> Id s 80.

För att ett brott skall anses vara fullbordat måste samtliga förutsättningar, eller rekvisit, som anges i straffstadgandets brottsbeskrivning vara uppfyllda. Ansvarsförutsättningarna kan vid brott såväl som vid civilrättslig reglering vara objektiva respektive subjektiva. De objektiva rekvisiten är bl a de krav på handling, och i vissa fall underlåtenhet att handla, som skall vara uppfyllda för att ett brott skall anses vara begånget. De objektiva rekvisiten i insiderstrafflagen är att informationen skall vara av

- icke offentliggjord natur,
- vara ägnad att påverka kursen väsentligt,
- handeln skall ha skett med finansiella instrument,
- på värdepappersmarknaden.

De subjektiva förutsättningarna är uppsåt eller oaktsamhet, vilket ibland beskrivs som ett allmänt krav på skuld. Strikt ansvar förekommer i vissa fall, exempelvis vid miljöbrott, och implementering av marknadsmissbruksdirektivet kommer troligen att medföra strikt ansvar genom att administrativa sanktioner införs vid vissa fall av brott mot insiderstrafflagen.<sup>134</sup> Grundregeln är dock att endast den som uppsåtligt eller av oaktsamhet handlat så som anges i brottsbeskrivningen i en lagregel har begått ett brott. Enligt huvudregeln skall samtliga objektiva förutsättningar vara subjektivt täckta.

Vidare skall den som genomfört handeln ingå i någon av de i lagen uppställda personkategorierna. En genomgång av de objektiva rekvisiten görs i avsnitt xx.

#### 4.3.1.1 Det subjektiva rekvisitet

##### 4.3.1.1.1 Uppsåt

I svensk lagstiftning är huvudregeln att brott kräver uppsåtligt handlande såvida annat inte anges särskilt.<sup>135</sup> I 1 kap 2 § BrB anges sålunda att en gärning, om inte annat anges, skall anses som brott endast om den begås uppsåtligt. Däremot ges inte någon närmare definition av själva uppsåtsbegreppet. Av de enskilda straffbuden framgår huruvida ett strängare krav på uppsåt krävs, vanligen direkt uppsåt, *dolus directus*. Direkt uppsåt innebär syfte eller avsikt, och är således förknippat med en bestämd viljeinriktning hos gärningsmannen. Svindleristadgandet i 9 kap 9 § st 1 BrB anger exempelvis att "...den som bland allmänheten sprider vilseledandeuppgifter för att påverka priset..." skall dömas för svindleri.

Uppställs i ett straffstadgande inget särskilt subjektivt krav utgår man sålunda från att brottet kräver uppsåt. När man undersöker uppsåtskravet i förhållande till den brottsliga effekten, skiljer man traditionellt mellan tre uppsåtsbegrepp; direkt uppsåt, indirekt uppsåt och eventuellt uppsåt. Gärningsmannen har direkt uppsåt i förhållande till effekten, om denna för honom är syftet med eller målet för handlingen.<sup>136</sup> Det är oväsentligt för bedömningen huruvida effekten är det slutliga målet, eller om den är ett genomgångsled för något annat längre bort liggande mål. Kravet på direkt uppsåt innefattar ett krav på en viss viljeinriktning hos gärningsmannen.

<sup>134</sup> Se avsnitt xx.

<sup>135</sup> Leijonhufvud, M – Wennberg, S, Straffansvar, s 64.

<sup>136</sup> Id s 62.

Härutöver behöver han inte ha någon särskild insikt eller vetskap om det han eftersträvar.<sup>137</sup> Vid eventuellt uppsåt inser gärningsmannen att konsekvensen av ett handlande är en möjlig följd av hans handlande, men han åsyftar inte primärt denna konsekvens av sin handling. Vid ansvarsbedömningen gör man ett s k hypotetiskt prov, där man undersöker huruvida man mot bakgrund av gärningsmannens personlighet kan utgå ifrån att han skulle handlat som han gjorde även om han insett konsekvenserna av sitt handlande. Indirekt uppsåt föreligger när gärningsmannen inser att effekten är en nödvändig följd av handlingen, men inte åsyftar den.

#### 4.3.1.1.2 Oaktsamhet

Enligt 6 § insiderstrafflagen kan en person dömas för vårdslöst insiderförfarande i det fall han av grov oaktsamhet handlar i strid med förbuden i 2-3 §§.<sup>138</sup> Även enligt marknadsmissbruksdirektivet är oaktsamhet tillräckligt för att lagen skall bli tillämplig, dvs en person kan dömas till ansvar om han borde ha insett att han handlade i strid med regelverket.<sup>139</sup> Stadgar regeln att oaktsam handling är tillräcklig för att straff skall utdömas görs en culpa- eller oaktsamhetsbedömning av handlingen. Med culpabedömningen åsyftas bedömningen av den grad av oaktsamhet som skall medföra skadeståndsansvar. Culpa, eller vållandebegreppet, används som en gemensam beteckning på vårdslöshet och oaktsamhet. Utanför denna beteckning faller således skador orsakade av casus, våda, liksom strikt ansvar.

Det finns inte någon allmängiltig definition av vad som menas med oaktsamhet.<sup>140</sup> Oaktsamhet är en avvikelse från erforderlig aktsamhet. I detta ligger dels ett krav på att gärningen skall avvika från ett aktsamt beteende, dels att det kunnat begäras av gärningsmannen att han iakttagit erforderlig aktsamhet.<sup>141</sup> Vid bedömning av gärningsmannes oaktsamhet anges i marknadsmissbruksdirektivet att

”Utnyttjandet av insiderinformation kan bestå i förvärv eller avyttring av finansiella instrument samtidigt som parten i fråga känner till eller borde ha känt till att den information som innehas är insiderinformation. I detta avseende bör den behöriga myndigheten ta hänsyn till vad en normal och förnuftig person skulle veta eller borde ha vetat under dessa omständigheter.”<sup>142</sup>

Domstolarnas culpabedömning kan indelas i två led. Enligt det första ledet har domstolen att fastställa vilka anspråk på aktsamhet som kan uppställas för ifrågavarande område. En rad omständigheter har här betydelse. I första hand sker culpabedömningen med utgångspunkt i lagstadganden och andra föreskrifter, och med stöd av rättspraxis. Därefter tas hänsyn till sedvana,

---

<sup>137</sup> Idem.

<sup>138</sup> Stockholms tingsrätts dom 96-10-30 i Mål B 14-1829-96, Elekta, Kristianstads tingsrätts dom 2000-11-07 i Mål nr B 1059-00, Åhus Glass. Se även avsnitt xx.

<sup>139</sup> Se avsnitt xx.

<sup>140</sup> Holmqvist m.fl., Brottsbalken. En kommentar, s 1:19.

<sup>141</sup> Leijonhufvud, M – Wennberg, S, Straffansvar, s 62.

<sup>142</sup> Preamblel 17.

dvs den aktsamhet som normalt sett kan förväntas. Kan ledning inte hämtas i någon av dessa källor har domstolen i sista hand möjlighet att göra en fri bedömning med stöd av 35 kap RB. Domstolen skall härvid nyttja den s k riskavvägningsmetoden, eller den fria culpabedömningen, vilken används i de fall regelverket inte är tillräckligt definierat för att kunna tillämpa en normrelaterad culpabedömning. Culpabedömningen görs då genom en avvägning av risken för skada, den sannolika skadans storlek, möjligheten att förekomma skadan och den handlandes möjlighet att inse risken för skada eller förutse skadan.<sup>143</sup> Enligt det andra ledet i bedömningen har domstolen att motivera att det kunnat begäras just av den individuella gärningsmannen att han i den aktuella situationen iakttog erforderlig aktsamhet, dvs en subjektiv bedömning av oaktsamheten.

#### 4.3.1.1.2.1 Objektivisering av culpabedömningen

Vårdslöshet i juridisk mening har tidigare bedömts föreligga om skadegöraren inte uppträtt på ett sådant sätt som en förnuftig och hänsynsfull person av samma kategori eller yrkesutövning som skadegöraren kan antas ha handlat, om han varit i skadegörarens situation.<sup>144</sup> Vid avgörande av frågan om vilka krav som rimligen kunnat ställas på skadegöraren har sålunda gjorts en jämförelse med hur en ”god” representant för skadegörarens yrkesgrupp skulle ha uppträtt.<sup>145</sup> Culpabedömningen blir emellertid allt mer objektiviserad, och hänvisningar till sedvana eller rådande värderingar i samhället är numera i stort sett övergivna. Culpabedömningen grundas ofta i stället på en undersökning av huruvida överträdelse av en rättslig norm är för handen.<sup>146</sup> Det centrala temat vid oaktsamhetsvärderingen blir vid en objektiviserad bedömning huruvida ansvarssubjektet handlat i strid med regelverket.

#### 4.3.1.1.2.2 Det subjektiva inslaget i culpabedömningen

Ett problem med den normrelaterade culpabedömningen är att den kan vara alltför teknisk. Tar man endast hänsyn till huruvida normöverträdelse föreligger kan de enskilda omständigheterna in casu ej beaktas. I avsikt att lösa detta problem kan vid culpabedömningen, utöver fastställande av överträdelse, göras en bedömning av huruvida överträdelsen varit ursäktlig. Gärningsmannen har exempelvis här att visa att han av olika skäl inte haft möjlighet att ha kännedom om att uppgiften var insiderinformation, eller att de kurspåverkande åtgärderna var oavsiktliga.<sup>147</sup> Till denna subjektiva sida av culpabedömningen hänförs förhållanden som rör skadevållarens person. Härvid görs en bedömning av huruvida subjektiva omständigheter kan ge anledning att bedöma underlåtenheten att följa regelverket som ursäktlig. Utgångspunkten är att bristande sakkunskap rörande förhållanden som personen i fråga bort känna till, eller avsaknad av andra personliga

<sup>143</sup> Hellner, J, Skadeståndsrätt, s 131. Jfr den amerikanska ”Learned Hand formula” enligt vilken ett handlande är oaktsamt bl a om skadan av handlingen överstiger nyttan av densamma, id s 130.

<sup>144</sup> Bonus pater familias, se Bengtsson, B, Skadeståndsrätt, s 15.

<sup>145</sup> Rodhe, K, Om begreppet vårdslöshet. Några reflektioner med syftning särskilt på kontraktsförhållanden, SvJT 1952 s 696 ff.

<sup>146</sup> Bengtsson, B, Skadeståndsrätt, s 39.

<sup>147</sup> Jfr ansvarsbefrielse genom ”defences” i anglo-amerikansk rätt och även den tyska motsvarigheten, se avsnitt..x. Se även Karlgren, H, Skadeståndsrätt, s 61.

kvalifikationer inte minskar det ansvar som åvilar gäningsmannen. En omständighet som kan lindra ansvarsbedömningen är däremot bristande kännedom om förhållanden rörande informationen, s k villfarelse.<sup>148</sup>

## 4.3.2 Rekvisiten i insiderstrafflagen

### 4.3.2.1 De objektiva rekvisiten

#### 4.3.2.1.1 Insiderinformation

Insiderstrafflagen omfattar varje typ av information eller kunskap om en icke offentliggjord omständighet som är ägnad att väsentligt påverka kursen på värdepapperen när den blir allmänt känd. Lagen omfattar således all information, oavsett om informationen är företagsspecifik, marknadsspecifik eller allmän. All insiderinformation som anställda och uppdragstagare erhåller omfattas av handelsförbudet. Det saknar betydelse om arbetet utförs hos arbetsgivaren eller på annan plats.

Trots rekvisitet att informationen skall vara av exakt natur inkluderas varken åsikter grundade på allmänt tillgänglig information, spekulationer eller rykten i begreppet. Utgångspunkten är att insiderspekulation baserad på rykten är tillåten, men gränsen går vid rykten som kommer från informationskanaler som vanligen har tillgång till insiderinformation. Detsamma torde gälla rykten som sprids på chatsidor och liknande på Internet, och som endast når en begränsad krets av personer.

I CESR:s riktlinjer för implementering av marknadsmissbruksdirektivet anges att händelsen skall vara sann eller troligen komma att inträffa i framtiden, och tillräckligt exakt för att tillåta att slutledning kan dras ifråga om dess inverkan på priser.

Vidare anges att bl a följande faktorer skall beaktas vid avgörande av huruvida information är av exakt natur:

- En händelse eller omständighet är sann när den grundas på klar och oobjektiv bevisning till skillnad från rykten och spekulationer, dvs om det kan bevisas att den inträffat eller existera.
- Händelsen kan komma att inträffa iframtiden. Exempelvis innebär det faktum att en förväntad fusion ej genomförs inte att information om den förestående fusionen ej klassas som varande av exakt natur.

Denna gränsdragning kan emellertid medföra svårigheter, inte minst på grund av att rykten spelar stor roll för prissättningen på värdepapperen. Spekulation i kursdrivande information kan lätt skapa svallvågor av rykten som kan ge direkta återverkningar i omsättning och aktiekurs.<sup>149</sup> För tipsmottagare är det ofta omöjligt att avgöra hur välgrundat ett tips är.

---

<sup>148</sup> BrB 23 kap 9 §. xx

<sup>149</sup> Exempelvis steg kursen på Indevos aktie i maj 1990 med 25 procent på fem dagar utan att någon fundamental påverkansfaktor kunde påvisas, se Isaksson, A, Insiderspekulation på Stockholms fondbörs, s 78.

Rykten spelar även stor roll i de situationer som benämns *warehousing*. *Warehousing* föreligger när i en uppköpssituation förvärvande part före tillkännagivande av sitt erbjudande i hemlighet underrättar andra självständiga aktörer, vilka betraktas som vänligt sinnande, med syftet att även dessa skall förvärva aktier i målbolaget. Ett uppköpserbjudande medför erfarenhetsmässigt en kursstegring, vilket grundas på förväntningen på att den nye ägaren kan driva bolaget på ett förtjänstfullt sätt. Vid *warehousing* får sålunda de informerade aktörerna en vinst, vilken de kan inkassera vid försäljning på marknaden eller till förvärvaren. Men i det fall de informerade aktieköparna skall anses handla i strid med förbudsregeln måste även samma betraktelsesätt användas för att bedöma uppköparens förvärv av aktier under det att han företar sina inledande förvärv av aktier, s k *testing the water*. Av denna orsak anges i insiderdirektivets preambel att den information som består i en aktörs beslut att handla inte i sig kan utgöra insiderinformation.<sup>150</sup>

Informationen måste vidare vara icke offentliggjord eller inte allmänt känd för att utgöra insiderinformation. En uppgift skall anses vara allmänt känd om den finns tillgänglig för alla som söker efter denna i massmedia, bland uttalanden från bolaget, offentliga föredrag eller liknande. I de flesta fall torde det vara uppenbart om en omständighet är allmänt känd eller inte. Spridning av information inom en begränsad krets, såsom en aktiesparklubb eller liknande anses inte vara allmänt känd. Även 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, anses vara allmänt känd då det inte finns något som hindrar spridningen av denna information. Information som endast lämnas till en slutet krets blir därmed inte att anses som offentliggjord information eller allmänt känd. Inte heller anses information om en omständighet som har upphört att ha betydelse för kursen för finansiella instrument såsom insiderinformation.<sup>151</sup>

#### 4.3.2.1.2 Handel på värdepappersmarknaden

Insiderstrafflagen är endast tillämplig vid handel på värdepappersmarknaden, vilket i 1 § 2 p definieras som ”sådan handel som sker på en börs eller annan organiserad marknadsplats eller handel med eller genom någon som bedriver sådan verksamhet som avses i 1 kap 3 § första stycket lagen (1991:981) om värdepappersrörelse”, dvs värdepappersinstitut. Med värdepappersmarknaden avses börs i Sverige eller utomlands, eller någon annan organiserad marknadsplats, t ex Nordic Growth Market, Aktietorget etc. Vidare avses handel med eller genom någon som yrkesmässigt bedriver sådan handel som utgör värdepappersrörelse enligt lagen (1991:981) om värdepappersrörelse, dvs sådan handel som sker t ex på värdepappersinsitutens inofficiella listor och liknande. Exempel på dessa är Nya Markaden och Göteborgslistan. Lagen omfattar inte endast svenska förhållanden, utan även utländska finansiella instrument och utländska marknadsplatser och liknande avses. Handelsförbudet gäller således alla avsedda instrument och marknadsplatser i hela världen. En förutsättning är dock att 2 kap 2 § 2 st brottsbalken regler

---

<sup>150</sup> Prop. 1990/91:42 s 83.

<sup>151</sup> Prop. 1999/2000:109 s 82.

om dubbel straffbarhet är uppfylld. Det innebär att det för straffbarhet krävs att gärningen är kriminaliserad även i det land där brottet har begåtts.

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 upprättande av skriftliga 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 sedan vanligt sätt vad gäller bl.a. likvid och leverans. Detta innebär att affärer som sker med anlitan av ett värdepappersinstitut som regel får anses vara genomförda på värdepappersmarknaden även i de fall där värdepappersinstitutet handlar mot eget lager. Insiderstrafflagens bestämmelser är sålunda inte tillämpliga när två slutkunder har direkt kontakt med varandra. Här kan i stället brottsbalkens bedrägeribestämmelser bli tillämpliga.<sup>152</sup> 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.<sup>153</sup> Emellertid är det av praktiska skäl man valt att bestämmelsen ej skall omfatta privat handel.<sup>154</sup> Den handel man vill undanta från förbud är den som sker avseende aktier i mindre bolag med ett fåtal ägare, exempelvis små familjeföretag där köpare och säljare själva gör upp affären.

I och med implementeringen av marknadsmissbruksdirektivet kommer som beskrivs i avsnitt xx reglerna att utsträckas till att omfatta all handel oavsett om denna ägt rum på värdepappersmarknaden, en reglerad marknad eller en sk grå marknad.

Att transaktioner ägt rum på värdepappersmarknaden är ofta lätt att visa, men även detta rekvisit kan ibland medföra problem, vilket framgår av ett av de första rättsfallen rörande insiderhandel, NJA 1994 s 73, tillika det enda som hittills prövats av Högsta domstolen. Målet rörde misstänkte insiderhandel i bolaget Transatlantics aktier, och frågan var om handeln skulle anses ha skett som en direkttransaktion mellan två kända parter, varmed lagen inte skulle vara tillämplig.

#### 4.3.2.1.2.1 Transatlantic-fallet

A var en större aktieägare och kontrollerade via olika bolag linjerederiet Transatlantic. Han var dessutom verkställande direktör för bolaget till den 7 juni 1988, då han övergick till att inneha posten som styrelseordförande i bolaget. Transatlantic hade ekonomiska problem, och A ville att företaget skulle gå ihop med ett landbaserat transportbolag. Under 1987 hade överläggningar om ett sammangående ägt rum mellan Transatlantic och Bilspedition, dock utan resultat. I februari 1988 återupptogs emellertid överläggningarna, och man kom överens om att aktierna i Transatlantic skulle värderas. Undersökningen var avklarad i slutet av maj, varvid resultatet faxades över till Bilspedition. Parterna kom vid ett möte den 16 juni att träffa en

---

<sup>152</sup> Se prop. 1990/91:42 s 50.

<sup>153</sup> Såsom exempelvis det amerikanska bolaget IPG:s inlösen av Icon-optioner hösten 1999, och en storägars försäljning av aktier i det onoterade bolaget Active strax innan bolaget offentliggjorde en negativ nyhet.

<sup>154</sup> Prop 1990/91:42 s 50.



preliminär överenskommelse om att A skulle sälja sina aktier till Bilspedition och den 17 augusti framställde Bilspedition ett offentligt erbjudande.

Målet rörde en post om 80 000 aktier i Transatlantic, vilken var en del av en post aktier A i början av 1980-talet sålt till verkställande direktören för Consafe, B. B hade sedan sålt posten till Proventus, och A var försäkrad om att han skulle få erbjudande att köpa posten om den skulle komma att säljas. Emellertid vände sig, då erbjudandet offentliggjorts, Proventus till en oberoende mäklare för försäljning av posten. Mäklaren hävdade att han inte fått information om att A skulle ha särskild rätt att förvärva posten, och hade därför haft kontakt med flera potentiella köpare innan han kontaktade A, som förklarade sig villig att förvärva posten. A gjorde klart för mäklaren att han var medveten om att posten såldes av Proventus, eftersom detta framgick av storleken på posten. A förklarade att han ville förvärva posten i avsikt att stärka sin position i Transatlantic, i det fall inte sammanslagningen med Bilspedition skulle komma att bli av. Förvärvet finansierades genom att ett särskilt bolag bildades, Scylla, som upptog ett lån för att förvärva aktieposten. Köpehandlingen undertecknades den 14 juni 1988, dvs dagen efter det att överenskommelse träffats om att Bilspedition skulle ta över Transatlantic. Övertagandet hade emellertid skett ett par dagar innan avtalet undertecknats. För att insiderlagen skulle vara tillämplig krävdes att den aktuella handeln ägt rum på värdepappersmarknaden. Rätten hade att pröva om detta var fallet, eller om handeln ägt rum via en professionell mäklare. Rätten fann med stöd av faxet från den 26 maj att ett offentligt erbjudande var för handen då handeln ägt rum. Vid bedömningen av huruvida handeln ägt rum på värdepappersmarknaden fick rätten förlita sig på förhör med vittnen. Av förhöret med mäklaren ansågs det vara klarlagt att hans uppdrag gått ut på att skaffa en köpare till aktierna, och att det därvid inte har angetts några särskilda förutsättningar för en affär. Av hans uppgifter framgick vidare att A:s namn inte nämnts när han meddelade Proventus att han hade lyckats placera aktierna. Även om det förekommit en överenskommelse mellan A och Proventus som givit A rätt att köpa aktierna, konstaterade rätten därför att Proventus inte iakttagit denna överenskommelse. Aktieaffären hade därmed förmedlats på ett sätt som ansågs innebära att affären skett på värdepappersmarknaden.

Som nämnts ovan var en förutsättning för att ansvar skulle utdömas enligt då gällande insiderlagen att brottet skulle ha betydelse för allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden. I hovrätten gjorde flertalet domare samma bedömning som tingsrätten gjort, men ville, mot bakgrund av A:s särskilda rätt till posten, frikänna A på grund av att man menade att skadan endast skulle ha drabbat Proventus.

Högsta domstolen resonerade på samma sätt som tingsrätten gjort, och fann A skyldig till brott mot insiderlagen. Överträdelsen var emellertid vid denna tidpunkt preskriberad. Trots detta ansågs vinsten i Scylla, 1,6 miljoner kronor, vara förverkad.

#### 4.3.2.1.3 Instrument som omfattas av lagen

I insiderlagen hänvisades till lagen om handel med finansiella instrument, vari en definition av finansiella instrument gavs. Denna avsaknad av definition ansågs i förarbetena kunna leda till vissa svårigheter vid utläsandet av det straffbara området, och för att underlätta tillämpningen av

insiderstrafflagen togs en fullständig definition av begreppet finansiellt instrument in i insiderstrafflagen. I 1 § 3-4 pp definieras de värdepapper som omfattas av lagens regler som ”fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse är avsedd för handel på värdepappersmarknaden”, där fondpapper definieras som ”aktier och obligationer och sådana andra delägarätter eller fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning, andel i värdepappersfond och aktieägares rätt gentemot den som för hans räkning förvarar aktiebrev i ett utländskt bolag (depåbevis).”

Utvecklingen sedan insiderlagens tillkomst har inneburit att det har skapats ett stort antal nya finansiella instrument. Genom lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument har det efter insiderlagens tillkomst införts en legaldefinition av begreppet finansiellt instrument. Därmed förstås fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden. Med andra rättigheter eller förpliktelser avses t ex optioner, terminer, warranter och även swappar om de handlas genom någon som driver värdepappersrörelse.<sup>155</sup> För att lagstiftningen skall bli mer effektiv och konsekvent utsträcktes insiderstrafflagens tillämplighet till att omfatta även nya typer av finansiella instrument.

Även t ex terminer och optioner med råvaror, t ex elektricitet, och valuta som underliggande tillgång omfattas av definitionen. Genom definitionen möjliggörs en anpassning allt eftersom det introduceras nya instrument på marknaden. I definitionen inbegrips sålunda även sådana instrument som kan komma att skapas i framtiden, under förutsättning att de är avsedda för handel på värdepappersmarknaden.

I förarbetena diskuteras huruvida handel med valuta skall omfattas av reglerna i insiderstrafflagen. Insiderutredningen föreslog att förbudet mot insiderhandel även skall omfatta handel med valuta, med argumentet att det var ologiskt att valutamarknaden skulle behandlas annorlunda än aktiemarknaden.<sup>156</sup> Förslaget lämnades dock utan bifall. Regeringen ansåg att effekten av en sådan reglering skulle vara liten, eftersom liknande lagstiftning saknas i andra länder och ej heller tagits upp inom EU. Förbudet skulle därför lätt kunna kringgå genom att flytta handeln utomlands.<sup>157</sup> Valutaderivat och andra liknande rättigheter och förpliktelser med valuta som underliggande tillgång utgör däremot finansiella instrument enligt huvudregeln.

#### 4.3.2.1.4 Erfarenhetsmässigt väsentlig kurspåverkan

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.<sup>158</sup> Vid införandet av insiderlagen 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.<sup>159</sup> I förarbetena till insiderstrafflagen anser regeringen att det

---

<sup>155</sup> Prop 1995/96:215 s 65.

<sup>156</sup> SOU 1994:68.

<sup>157</sup> Id s 61.

<sup>158</sup> Marknadsmisbruksdirektivet ger här ingen ledning, utan lämnar tolkningen öppen på samma sätt som i insiderdirektivet 89/592/EEG.

<sup>159</sup> Prop 1990/91:142 s 83.

finns utrymme för att bedöma huruvida kursrörelserna är väsentliga med tillämpning av olika parametrar, och med hänsyn till den normala volatiliteten för den aktie det är fråga om, och även i övrigt med beaktande av de speciella förhållanden som gäller för varje aktie, exempelvis nivån på kursen.<sup>160</sup> Här föreslås att en prövning görs som utgår från den procentuella kursavvikelsen eller ifrån standardavvikelseerna för den individuella aktien. Avgörande är dock om en omständighet erfarenhetsmässigt påverkar kursen vid ett offentliggörande.<sup>161</sup>

Ekobrottsmyndigheten ansåg att en ändring av begreppet från väsentlig påverkan till ”kan påverka kursen” skulle gynna tolkningen. Man menade att det för den individuella placeraren kan vara svårt att förutse om information som han sitter inne med har potential att väsentligt påverka kursen. Om rekvisitet enbart krävde att informationen skulle kunna vara kurspåverkande skulle bedömningen av vad som utgör insiderinformation underlättas. Enligt regeringen skulle denna nya definition dock utvidga det straffbara området alltför mycket, varvid förslaget förkastades och väsentlighetsrekvisitet behölls.<sup>162</sup>

Innebörden av begreppet *ägnad* är att det skall framstå som mycket sannolikt eller kunna förutsättas att omständigheten påverkar kursen. Att en verkligt inträffad kursförändring saknar betydelse anges klart och tydligt i förarbetena. I förarbetena till insiderlagen<sup>163</sup> vidhålls den inställning som departementschefen uttryckte i förarbetena till värdepappersmarknadslagen:

"En omständighet är ägnad att förändra kursen på aktierna i bolaget om det framstår som mycket sannolikt att ett tillkännagivande av omständigheten kommer att driva kursen uppåt eller nedåt. Annorlunda uttryckt skall aktierna i bolaget, med beaktande av den icke offentliggjorda omständigheten, te sig under- eller övervärderade och det skall samtidigt kunna förutsättas att marknadens reaktion på omständigheten medför kursstegring eller kursfall. Det avgörande är alltså om en omständighet erfarenhetsmässigt påverkar kursen då den offentliggörs. Om en kursförändring faktiskt inträffat som en följd av offentliggörandet av omständigheten saknar däremot betydelse. Handel som företagits med kännedom om en i bolaget inträffad omständighet som framkallat en oväntad kursändring kan alltså inte stå i strid mot förbudet i denna paragraf. Om en kursrörelse uteblivit fastän en sådan framstått som mycket naturlig då affären företogs är situationen den omvända. Man kan dock utgå från att överträdelse av förbudet i allmänhet inte beivras i sådant fall."<sup>164</sup>

Väsentlighetsrekvisitet är det mest problematiska av de objektiva rekvisiten i insiderlagstiftningen, och har medfört problem för de rättstillämpande instanserna.<sup>165</sup> I förarbetena har som ovan nämnts betonats att det finns tillräckligt utrymme för att bedöma kursrörelser understigande 10 procent som väsentliga, och ingenting som hindrar att bedömningen sker utifrån

<sup>160</sup> Prop 1995/96:215 s 36.

<sup>161</sup> Prop 1999/2000:109 s 52.

<sup>162</sup> Id s 53.

<sup>163</sup> Prop 1990/91:42 s 49 f.

<sup>164</sup> Prop. 1984/85:157 s.89.

<sup>165</sup> Se avsnitt xx

andra parametrar än den procentuella kursavvikelsen. Ett sätt att bedöma kursrörelser kan således vara att utgå ifrån den procentuella kursavvikelsen, och ett annat att utgå från kursförändringar i form av standardavvikelse individuellt för varje aktie. Vidare är det inte den verkliga kurspåverkande effekten som skall mätas. Domstolarna har emellertid visat osäkerhet om hur bedömningen av väsentlighetsrekvisitet skall ske.

Omständigheter som är kurspåverkande förekommer i första hand i aktiemarknadsbolag. Uppgifter som vanligtvis kan anses vara kurspåverkande är uppgifter om resultat, orderläge, förvärv, avyttring, nedläggning och ändringar i bolagsledningen mm. Som nämnts ovan kan emellertid även allmän information vara kurspåverkande, såsom det allmänna ränteläget, nya skatteregler, kunskap om hur en dominerande aktieägare kommer att agera etc. I de flesta fall är det frågan om förtrolig information som inte är avsedd att spridas förrän detta skall ske på ett för ändamålet avsett sätt. En omständighet som är ägnad att väsentligt påverka kursen kan exempelvis vara en åtgärd som syftar till och är ägnad leda till ett offentligt erbjudande om förvärv av aktier i ett aktiebolag. En sådan åtgärd skall i regel anses ha vidtagits när frågan om ett offentligt erbjudande väckts inom en juridisk persons styrelse eller hos någon annan som kan fatta beslut om ett erbjudande eller när en företrädare för bolaget inleder överläggningar som syftar till ett offentligt erbjudande.

Möjligheten att i stället för ”ägnad att i väsentlig grad påverka kursen” informationen skall vara ”ägnad att i icke oväsentlig grad påverka kursen” undersöktes i förarbetena till insiderlagen, varvid man påpekade att det är naturligt att ställa högre krav på händelsens karaktär för att den skall falla inom det straffbelagda området än för att informationsskyldighet enligt avtalet med börserna skall föreligga. Att i stället kräva att omständigheten i fråga är ägnad att väsentligt påverka kursen bedömdes ställa högre krav på händelsens karaktär inom det straffbara området, vilket ansågs krävas ur rättssäkerhetssynpunkt.<sup>166</sup>

Många av de insiderärenden som anmälts till Ekobrottsmyndigheten har lett till beslut att inte inleda förundersökning på grund av att kursförändringen inte ansetts uppfylla kraven på väsentlighet. Bl a i Ekobrottsmyndighetens beslut rörande insiderbrott vid handel i bolaget Haldex aktier från år 2001 betonar myndigheten att information eller kunskap som i och för sig är ägnad att påverka kursen men inte i väsentlig grad inte omfattas av handelsförbudet.<sup>167</sup> Vidare påpekas att i förarbetena till då gällande insiderlagen angivits att ”utslagsgivande är ifall omständigheten erfarenhetsmässigt kan antas ha en väsentligt kursdrivande effekt om den varit allmänt känd. Om en kursändring faktiskt inträffat som en följd av offentliggörandet saknar däremot betydelse.”<sup>168</sup> Ekobrottsmyndigheten uttalar att bedömningen av om en kurspåverkan är väsentlig eller inte är mycket svår att göra. I det aktuella fallet var kursändringen 7,6 procent, vilket med hänsyn till vad som sagts i förarbetena inte ansågs vara av väsentlig art.

Av rättsfallen framgår att domstolarna är osäkra på huruvida en faktisk kurspåverkan måste ha inträffat eller inte för att förbudregeln skall bli

---

<sup>166</sup> Prop 1990/91:42 s 53.

<sup>167</sup> Dnr C 910-13-36-99.

<sup>168</sup> Prop 1990/91:42 s 52 f.

tillämplig. Tolkningen av rekvisitet väsentlig kursförändring har exempelvis skett på olika sätt i domstolsbehandlingen av Atle- respektive respektive Metall-fallet. I Metall-fallet hade kursen påverkats av den icke offentliggjorda informationen, men andra påverkansfaktorer hade en kurssänkande effekt. Den faktiska kursförändringen var således inte av väsentlig art, även om informationen i sig erfarenhetsmässigt var av väsentligt kurspåverkande slag. Domstolen gjorde emellertid sin bedömning endast med hänsyn till den verkliga förändringen i kursen, och gärningsmännen friades från ansvar. En redogörelse för fallen följer härnedan.

#### 4.3.2.1.4.1 Atle-fallet

I Atlefallet stod A, styrelseordföranden i det statligt ägda riskkapitalbolaget Atle anklagad för brott mot insiderlagen.

A anklagades för att ha varit med om att besluta om att Atle självt skulle öka sitt innehav i Atles tre riskkapitalbolag, KapN AB, Partnerinvesteringar i Göteborg AB och AB Produra Venture Capital, i vetskap om att Proventus skulle lägga ett bud på 51 procent av aktierna i bolagen. A uppgav att detta var en överraskning för honom, då han varit i tron att Proventus Invest haft för avsikt att endast köpa mindre aktieposter.

Vid ett sammanträffande den 14 januari 1993 mellan Atles styrelseordförande A och verkställande direktör B, och verkställande direktören för Proventus C och Proventus dotterbolag Proventus Invest verkställande direktör D, hade parterna enats om att Proventus Invest skulle köpa aktier de tre riskkapitalbolagen. Den 19 januari förekom en telefonkontakt mellan A och C, vilken kom att ligga till grund för domstolens bedömning av huruvida A haft vetskap om Proventus Invests planerade uppköp av de tre riskkapitalbolagen. Domstolen hade att pröva om A i egenskap av styrelseordförande i Atle haft vetskap om Proventus Invests avsikt att köpa aktier i de tre riskkapitalbolagen, och som offentliggjordes först den 2 februari, när han vid ett styrelsemöte den 27 januari var med om att besluta att Atle självt skulle öka sina egna innehav i de tre riskkapitalbolagen. I det fall A erhållit information om Proventus Invests uppköpserbjudande innan detta offentliggjordes, var han förhindrad enligt förbudsregeln i insiderlagen att för egen eller annans räkning köpa sådana aktier på värdepappersmarknaden under tiden fram till dess erbjudandet blivit allmänt känt.

Den 20 januari höll dåvarande näringsministern ett informationsmöte på Hotell Sheraton i Stockholm. Han uttalade bland annat att Atle, i defensivt syfte, borde inneha 34 procent av aktierna i de tre riskkapitalbolagen, för att på så sätt hindra att bolagens bolagsordningar ändrades på ett sätt som stred mot av Riksdagen beslutad verksamhetsinriktning. Atle ägde vid tillfället 11 procent av aktierna i de tre riskkapitalbolagen. På Atles styrelsemöte den 27 januari beslutades att Atle skulle öka sina innehav i de tre riskkapitalbolagen. De första köpen skedde redan samma dag.

Den första frågan domstolen hade att ta ställning till var huruvida den information A erhållit i egenskap av styrelseordförande i Atle rörande Proventus Invests planerade uppköp av de tre riskkapitalbolagen var att beteckna som insiderinformation. I insiderlagen omfattades alla

typer av information som kunde antas ha en väsentligt påverkan på kursen, dvs såväl företagsspecifik och marknadsspecifik information som allmän information. I domen uttalas att rekvisitet att kursen skulle påverkas väsentligt enligt förarbetena innebar att i vart fall en tioprocentig kursförändring kunde konstateras. Avgörande för huruvida information var att bedöma som insiderinformation tolkades sålunda genom att studera aktiekursens förändring. Rätten konstaterade att det var ostridigt att kursen stigit från 23-24 kronor från det att Atle börjat köpa aktier i de tre riskkapitalbolagen, det vill säga den 27 januari, till 30 kronor den 2 februari då Proventus Invest offentliggjorde sina uppköpsplaner. Rätten konstaterade sålunda att informationen utgjort sk insiderinformation.<sup>169</sup>

Ytterligare ett objektiva rekvisit som skulle vara uppfyllt för att lagen skulle vara tillämplig var att den aktuella handeln skett på värdepappersmarknaden. Eftersom de aktuella aktierna handlats på Stockholmsbörsen konstaterades att lagens regler var tillämpliga.

Eftersom A var styrelseordförande i Atle tillhörde han kretsen primära insiders, dvs personer som har anställning, uppdrag eller annan befattning som normalt innebär att de får kännedom om kurspåverkande omständigheter. Primära insiders förbjöds i insiderlagen att för egen eller annans räkning köpa eller sälja fondpapper på värdepappersmarknaden. Även att med råd eller därmed annat jämförligt sätt föranleda någon annan till sådant köp eller sådan försäljning omfattades av förbudet. Eftersom A för annans räkning, det vill säga Atle, köpt aktier i de tre bolagen befanns det objektiva handlingsrekvisitet vara uppfyllt.

Det subjektiva rekvisitet rörde i det aktuella fallet huruvida A vid telefonsamtalet den 19 januari med C fått klart för sig att erbjudandet gällde en majoritetspost och inte mindre förvärv, vilka inte skulle komma att påverka aktiekursen.<sup>170</sup> Tingsrätten menade att A:s beteende dagarna efter telefonsamtalet inte visat att han fått kännedom om Proventus Invests uppköpsplaner, och att det inte var styrkt att A haft vetskap om Proventus planerade uppköp av de tre riskkapitalbolagen, varför åtalet ogillades.

Domen överklagades till hovrätten, som konstaterade att de objektiva rekvisiten för brottet var uppfyllda. Vid sin analys av gärningsmomentet uttalar hovrätten att gärningen är att betrakta som ett rent handlingsdelikt, vilket innebär att det för ansvar inte fordras att handlingen, objektiva sett, orsakat någon effekt eller att en viss effekt av handlandet varit åsyftad.<sup>171</sup> Någon vinning behöver således inte föreligga, inte heller behöver en sådan vinning ha varit åsyftad.

Hovrätten gjorde bedömningen att den kontakt A och C haft med varandra före Proventus Invests planerade uppköp av de tre riskkapitalbolagen var avgörande för huruvida A haft den vetskap om planerna som erfordrades för att brottet skulle anses vara styrkt.<sup>172</sup>

Man konstaterade, liksom tingsrätten gjort, att om A haft kännedom om Proventus Invests handlande det vore märkligt om han skulle acceptera handlandet, eftersom Riksdagen fastställt att Atle självt skulle driva de tre riskkapitalbolagen. Hovrätten anmärker emellertid på A:s upprepade kontakter med Atles VD B, i avsikt att efterhöra hur

---

<sup>169</sup> Stockholms tingsrätts dom 94-06-29 i mål DB 637, s 9.

<sup>170</sup> Id s 10.

<sup>171</sup> Svea hovrätts dom 95-06-02 i mål B 2118/94 s 4.

<sup>172</sup> Id s 8.

denne ställde sig till Proventus Invests planerade köp av aktier i de tre riskkapitalbolagen. Förfarandet bedömdes vara märkligt på så sätt att en styrelseordförande normalt sett inte har någonting att invända mot att en investerare köper aktier i bolaget, om köpen inte gäller större aktieposter. Detta skulle innebära att A avslöjat sig själv, nämligen att det rörde sig om just stora aktieköp, och att han var medveten om detta vid sin kontakt med B för att höra dennes ställningstagande. Det ansågs också anmärkningsvärt att Proventus VD, C, skulle hålla A underrättad om Proventus handlande om förvärvet endast gällde köp av en liten aktiepost. Man konstaterade vidare att det inte borde varit främmande för A att Proventus affärsidé är att äga majoritetsposter i bolag.

Med beaktande av A:s beteende under den period som varit att beteckna som förbjuden, det vill säga fram till offentliggörandet av Proventus Invests planer på att förvärva de tre riskkapitalbolagen den 2 februari, fann hovrätten det styrkt att A begått insiderbrott. Brottet betecknades som grovt med tanke på att affärernas omfattning var över riktmärket på en halv miljon kronor.

Insiderlagens sanktion vid grovt insiderbrott var fängelse i lägst sex månader och högst fyra år. Hovrätten förde vid val av påföljd följande resonemang: A var tidigare ostraffad, och anledning till att han skulle komma att göra sig skyldig till fortsatt brottslighet antogs saknas. Varken brottets art eller straffvärde ansågs vidare medföra att påföljden borde bestämmas till annat än villkorlig dom förenat med böter. Straffet bestämdes till villkorlig dom förenat med 100 dagsböter å 1000 kronor. Vidare skulle den vinning som uppstått för Atle förverkas. Beloppet beräknades på så sätt att skillnaden mellan kursen vid respektive inköp, och kursen 28 kronor, dvs Proventus Invests bud, ansågs motsvara Atles vinning.

Rättsfallet visar att det är relativt enkelt för en domstol att konstatera huruvida de objektiva rekvisiten för insiderbrott är uppfyllda. Rekvisitet att informationen skall kunna förväntas väsentligt påverka kursen på de aktuella värdepapperen kan emellertid medföra svårigheter, dvs det kan vara problematiskt att bedöma i vilken utsträckning den aktuella informationen bidragit till kursförändringen. Bevismöjligheten ökar av att det är tillräckligt att informationen *erfarenhetsmässigt* kan förväntas påverka kursen, och att den inte faktiskt måste ha påverkat denna.

De subjektiva rekvisiten innebär större svårigheter, eftersom åklagaren vid insiderbrott skall styrka att den tilltalade varit medveten om att han varit i besittning av insiderinformation. Insiderbrottet är ett informationsbrott, och de bevis åklagaren har att förlita sig på är uppgifter från den tilltalade själv, och vittnesuppgifter.

Den lagstadgade sanktionen utgör brottets abstrakta straffvärde. Med brottets konkreta straffvärde avses svårighetsgraden av en brottslig gärning jämfört med andra gärningar med samma rubricering. I den straffrättsliga doktrinen anförs att fängelse bör utdömas om brottet medför ett års fängelse eller mer.<sup>173</sup> Detta innebär att om brottets konkreta straffvärde når denna nivå bör fängelse utdömas oavsett brottslighetens art, eller den tilltalades tidigare brottslighet. Är detta fallet krävs mycket starka skäl för att i stället för fängelse utdöma skyddstillsyn eller villkorlig dom.

---

<sup>173</sup> Zila, J, Det straffrättsliga påföljdssystemet, s 52.

Mot denna bakgrund kan det synas något överraskande att straffet inte blev fängelse, i synnerhet som straffvärdet på brottet är högt, och brotten var att betrakta som grovt. Detta kan vara en indikation om att domstolen var osäker på A:s kännedom om det verkliga förhållandet, alternativt att domstolen menar att brottets straffvärde är för högt.

I Metall-fallet var den verkliga kursförändringen över tio procent, men domstolen ansåg det ej vara visat i vilken utsträckning det var just den akutella insiderinformationen som påverkat kursen.<sup>174</sup>

#### 4.3.2.1.4.2 Föreningsbanken-fallet

I mitten av 1990-talet förekom samtal om ett samgående mellan de båda storbankerna Sparbanken Sverige och Föreningsbanken. I målet aktuella händelser hänför sig till våren 1996, och rör den handel som förekommit i Föreningsbankens aktier mellan mitten av april till slutet av juni. Denna handel stod framför allt Metallindustriarbetarförbundet för. Sammantaget tre personer åtalades för insiderbrott, samtliga anställda vid Metall. Den första av dessa tre var A, ekonomichef för Metall och tillika styrelseledamot i Sparbanken Sverige. Den andre åtalade personen var B, chef för en ekonomienhet i Metall där bland annat Metalls värdepappersaffärer redovisades. Den tredje åtalade var C, som på deltid var inhyrd från Metalls dotterbolag Metallica för att delta i Metalls ekonomi och värdepappershantering. Placeringen av kapital för Metalls räkning sköttes av ett placeringsråd och en placeringsgrupp. Placeringsrådet var direkt underställt förbundsstyrelsen och ansvarade för långsiktiga strategiska affärer medan placeringsgruppen, som var underställt placeringsrådet, ansvarade för det operationella arbetet. De tre åtalade ingick alla såväl i placeringsrådet som placeringsgruppen. Den 9 april 1996 beslöts i placeringsgruppen att Metalls innehav i banksektorn skulle minskas. Metall började trots detta köpa aktier i Föreningsbanken från och med den 19 april, det vill säga en dag efter det att styrelsemöte hållits i Sparbanken. B och C hade från och med den 18 april respektive 24 april dessutom för egen räkning köpt aktier i Föreningsbanken.

Den 18 april 1996 hölls styrelsemöte i Sparbanken där man bland annat lämnade i uppdrag åt Alfred Berg Fondkommission att undersöka olika möjligheter för Sparbanken att skaffa sig en förhandlingsposition i förhållande till Föreningsbanken. A var som styrelseledamot i Sparbanken närvarande vid mötet. Vid nästa styrelsemöte den 10 maj beslöts att köpa högst 4,99 procent av aktierna i Föreningsbanken. Även vid detta styrelsemöte var A närvarande. Alfred Berg Fondkommission lämnade inför styrelsemötet en rapport vari sades att det mest logiska vore ett samgående mellan Föreningsbanken och Sparbanken. Den 18 juni hade Sparbanken återigen ett styrelsemöte, varvid bankens styrelseordförande kunde bekräfta att köpet av den stora aktieposten skett som planerat, och att detta skulle offentliggöras den 25 juni genom ett pressmeddelande. A var närvarande vid mötet. Under hela förberedelsestiden av köpet av aktierna i Föreningsbanken, dvs från och med den 18 april till och med 25 juni, har Föreningsbanken dementerat uppgifter om ett samgående med Sparbanken.

Den centrala frågan var om A, i egenskap av styrelseledamot i Sparbanken och dessutom ekonomichef för Metall, hade fått kännedom om de inte offentliga åtgärder Sparbanken vidtog under tiden 18 april – 25 juni 1996 avseende Föreningsbanken, och som slutligen innebar att Sparbanken förvärvade 4,98 procent av röster och kapital i Föreningsbanken. A ansågs

---

<sup>174</sup> Se även Erkan, D, Analys av den svenska insiderlagstiftningen, s xx



således att för annans räkning, dvs Metall, ha gynnat bolagets investeringar genom att köpa aktier i Föreningsbanken på basis av ännu inte offentliggjord information. B och C ansågs på grundval av sina befattningar och nära gemenskap med A ha känt till Sparbankens planer på att köpa högst 4,99 procent av aktierna i Föreningsbanken, och därav för egen räkning köpt aktier i Föreningsbanken.

Om dessa tre personer känt till den ännu inte offentliggjorda informationen, och denna erfarenhetsmässigt kunde anses ha en väsentligt kurspåverkande effekt, skulle de alla varit förhindrade att för egen eller annans räkning köpa aktier i Föreningsbanken fram till dess köpet offentliggjorts.

Inledningsvis underökte rätten huruvida den information A i egenskap av styrelseledamot för Sparbanken fått när banken diskuterade planerna på att förvärva Föreningsbanken var att beteckna som insiderinformation i lagens mening, dvs av väsentligt kurspåverkande karaktär. Tingsrätten ansåg att A:s närvaro vid styrelsemöten i Sparbanken medfört att han hade kunskap om de åtgärder som Sparbanken planerade och sedan också vidtog rörande köpen av aktier i Föreningsbanken.<sup>175</sup>

Nästa fråga var om den information A besuttit haft en väsentlig påverkan på kursen på Föreningsbankens aktier. Här skiljer sig sättet att resonera från rättens bedömning i Atle-fallet. Man konstaterar att kursförändringen på aktierna mellan den 18 april 1996 och den 24 juni 1996, dagen före offentliggörandet, varit över 30 procent, men att kursförändringen den 25 juni 1996, omedelbart efter offentliggörandet, varit alltför liten för att man av den skall kunna sluta sig till att de tidigare inte kända omständigheterna var ägnade att medföra en väsentlig förändring av kursen.<sup>176</sup> Man fäster således större vikt vid kursförändringen dagen för offentliggörandet av informationen än de tidigare dagarnas kursförändringar, på grund av att man ansåg att kursförändringen berodde på andra omständigheter än den aktuella uppgiften. Tingsrätten tog vidare hänsyn till den statistik som förs av dåvarande Stockholms Fondbörs gällande offentliga bud och köp av aktier motsvarande minst fem procent av rösterna eller kapitalet. Enligt denna gäller att väsentliga kursförändringar, minst tio procent, är vanliga vid offentliga bud medan bilden är den motsatta efter enstaka större aktieköp.<sup>177</sup>

Tingsrätten kom fram till att de planerade aktieköpen i Föreningsbanken från Sparbankens sida inte varit av sådan omfattning att de erfarenhetsmässigt kunde antas ha en väsentlig kursdrivande effekt om de varit kända. Detsamma gällde de andra två åtalade eftersom de kommit i besittning av informationen via A.

Bedömningen av huruvida handeln skett på värdepappersmarknaden medförde inte heller i detta fall någon svårighet, eftersom handeln skett över Stockholms Fondbörs.

Beträffande vilka som omfattas av handelsförbudet, och således fram till offentliggörandet av informationen är förhindrade att handla med aktier, gjorde tingsrätten bedömningen att A i sin egenskap av styrelseledamot i Sparbanken omfattades av förbudet. Emellertid medförde bedömningen av huruvida de två andra åtalade tillhörde personkretsen större svårigheter, men med hänsyn till att Metall ansågs vara en stor institutionell placerare på Stockholms Fondbörs menar tingsrätten att även dessa två skall omfattas av handelsförbudet.

Tingsrätten kom aldrig att pröva huruvida de tre åtalade personerna varit medvetna om att de handlat i besittning av insiderinformation eftersom man

<sup>175</sup> Stockholms tingsrätts dom 00-02-22 i mål B 3142-97 s 33.

<sup>176</sup> Id s 34.

<sup>177</sup> Idem.

ansåg att ett av de objektiva rekvisiten inte var uppfyllt, nämligen rekvisitet om väsentlig kurspåverkan. Åtalen ogillades, och domen överklagades av åklagaren.

Hovrätten fastställde helt kort tingsättens dom, och påpekar att i egenskap av styrelseledamot i Sparbanken Sverige A haft kunskap om de åtgärder som banken planerade och vidtog rörande bl a aktier i Föreningssparbanken. Man ansåg det emellertid inte vara visat att Sparbanken åtgärder var ägnade att väsentligt påverka kursen. Beträffande Metalls handel med aktier uttalade hovrätten att handeln skett endast i penningplacerande syfte, varvid rekvisitet ägnad att väsentligt påverka kursen inte heller här ansågs vara uppfyllt.<sup>178</sup>

I detta rättsfall har domstolen haft svårt att visa att de objektiva rekvisiten är uppfyllda. I Atle-fallet konstaterade tingsrätten med lätthet att de objektiva rekvisiten var uppfyllda, främst på grund av att man kunnat fastställa en kursförändring på mer än tio procent under den aktuella tiden. I det nu aktuella fallet menar domstolen i stället att kursen förändrats mer än så, men att det i sig inte skall vara avgörande för huruvida informationen skall vara att betrakta såsom insiderinformation. Det anses sålunda inte vara tillräckligt utrett att det var den information A kommit i besittning av som påverkat kursen väsentligt. Detta är anmärkningsvärt eftersom tingsrätten i Atle-fallet helt grundade sin bedömning på kursen i de tre riskkapitalbolagen före offentliggörandet av informationen, vilket man jämförde med kursen vid dagen för offentliggörandet av informationen.<sup>179</sup>

#### 4.3.2.2 *Det subjektiva rekvisitet*

För att en gärningsman skall kunna dömas enligt insiderstrafflagen krävs för insiderbrott att rekvisitet uppsåt, och för vårdslöst insiderförfarande att rekvisitet grov oaktsamhet är uppfyllt. Gärningsmannen behöver inte känna till informationens ursprungskälla, men skall för straffbarhet vara medveten om att informationen kommit ut obehörigen eller, i fall av vårdslöst insiderförfarande, borde ha insett att så var fallet.

Det är gärningsmannens insikt som utgör utgångspunkten för aktsamhetsbedömningen, vilket medför att ett högre aktsamhetskrav måste ställas på en person med stor erfarenhet av värdepappersmarknaden än på en person som gör sina första transaktioner. En tipsmottagare måste själv göra en bedömning av huruvida informationen kommer från en person som normalt sett har tillgång till kurspåverkande information. I förarbetena anges att den som faktiskt saknat kännedom om exempelvis en förestående förvärvserbjudande eller annan kurspåverkande omständighet som omfattas av handelsförbudet ej kan fällas till ansvar för insiderbrott.<sup>180</sup> För vårdslöst insiderförfarande kan emellertid den person som genom grov oaktsamhet brister i insikt om att han handlat i strid med förbudet. En handling kan bedömas som grovt oaktsam om exempelvis en insider genomför en affär utan att först ta reda på huruvida den aktuella informationen är allmänt känd eller ej, trots att han borde insett att så eventuellt var fallet. Grov oaktsamhet

<sup>178</sup> Svea hovrätts dom 2001-12-07 i mål B 1895-00.

<sup>179</sup> Se Erkan, D, Analys av den svenska insiderlagstiftningen.

<sup>180</sup> Prop 1995/96:215 s 58.

kan även föreligga om en person borde insett att en omständighet vid offentliggörandet skulle komma att ha en kurspåverkande effekt.

Uppsåtsrekvisitet medför problem för utredare och domstol, eftersom åklagaren vid insiderbrott skall styrka att den tilltalade varit medveten om att han vid utnyttjande av informationen gjort sig skyldig till ett brott. Insiderbrottet är ett informationsbrott, och de bevis åklagaren har att förlita sig på är uppgifter från den tilltalade själv, och vittnesuppgifter. Det är emellertid möjligt att föra bevisning genom indicier, såsom skedde i Atle-fallet som beskrivits i avsnitt xx, där den misstänktes upprepade kontakter med Atles VD blev avgörande för bedömningen av sannolikheten för att gärningsmannen varit medveten om att han var i besittning av insiderinformation.<sup>181</sup> Det uppmärksammade Pinkerton-målet som beskrivs i avsnitt xx är ett av de få fall i Europa där fängelsestraff utdömts för insiderbrott. Anledningen till att fängelsestraff utdömdes för så många som fyra personer var att åklagaren hade en stark bevisning, vilken utgjordes av bandade telefonsamtal mellan den huvudmisstänkte och dennes kollegor på Matteus Fondkommission, och mellan den huvudmisstänkte och dennes informatörer. Flera av de övriga misstänkta personerna undgick straff beroende på att det sankandes tillräcklig bevisning om att de vid handel i aktierna varit medvetna om att de var i besittning av insiderinformation.

#### **4.4 Medverkansansvar i brottmål**

Så snart en person uppfyller rekvisiten för brott, och det inte föreligger någon ansvarsfrihetsgrund, föreligger ett fullbordat brott. Vid sidan av fullbordat brott finns de s k osjälvständiga brottsformerna, som omfattar förberedelse, stämpling, försök till brott och vidare medverkan till brott och underlåtenhet att avslöja respektive hindra brott.<sup>182</sup>

Enligt den allmänna medverkansbestämmelsen i 23 kap 4 § BrB finns ett generellt medverkansansvar. Ansvar är generellt i den meningen att det omfattar alla brott i brottsbalken, och beträffande specialstraffrättslig lagstiftning alla brott för vilka fängelse är föreskrivet. Detta innebär att regeln blir tillämplig vid brott mot insiderstrafflagens bestämmelser.

Bestämmelsen i 23 kap. 4 § BrB innebär att kretsen av personer som kan fällas till ansvar för brott vidgas, eftersom man inte begränsar ansvaret till den eller de som utfört gärningen. I stället kan alla som främjat en gärning med råd eller dylikt dömas som medverkande, dvs även den som inte själv uppfyller de i brottsbeskrivningen uppställda förutsättningarna för straffbarhet. Den som förmått gärningsmannen att utföra brottet kan dömas som anstiftare av brottet, och den som på annat sätt främjat gärningen med råd eller dåd kan fällas till ansvar som medhjälpare. Termen medverkande inrymmer såväl gärningsman som anstiftare och medhjälpare.<sup>183</sup>

---

<sup>181</sup> Ett ganska vittgående exempel på detta utgör det amerikanska rättsfallet *United States v. McDermott* 245 F.3d 173 (2nd Cir. 2001), där tidpunkten för vissa telefonsamtal blev avgörande för bedömningen av huruvida gärningsmannen insett att han handlat i besittning av insiderinformation.

<sup>182</sup> Leijonhufvud, M - Wennberg, S, *Brott och Straff*, s 22.

<sup>183</sup> Leijonhufvud, M – Wennberg, S, *Straffansvar*, s 136.

#### 4.5 Sammanfattande slutsatser

För att en gärningsman skall kunna dömas enligt insiderstrafflagen måste först och främst de objektiva rekvisiten vara uppfyllda. De objektiva rekvisiten framgår av brottsbeskrivningen, och innebär vid överträdelse av insiderstrafflagen någon form av handlande från gärningsmannens sida, det vill säga ett krav på handlingsrekvisit. De subjektiva rekvisiten innebär ett krav på en viss psykisk inställning och en viss kunskap, eller en viljeinriktning, hos gärningsmannen. För att dömas för insiderbrott och kursmanipulation skall gärningsmannen ha handlat med uppsåt, och för vårdslöst insiderförfarande skall grov oaktsamhet kunna visas. Det krävs således uppsåt respektive grov oaktsamhet för att de subjektiva rekvisiten skall vara uppfyllda.

Vid fastställelse av huruvida det subjektiva rekvisitet är uppfyllt undersöks dels huruvida någon bestämmelse, föreskrift eller regel blivit åsidosatt, dels vilken möjlighet personen i fråga haft att ha insikt om att han handlat i strid med regeln. Inom straffrätten krävs vidare ett visst minimum av oaktsamhet för att grunda straffansvar.<sup>184</sup> Straff kan inte åläggas gärningsmän solidariskt, utan en särskild prövning av ansvaret sker för varje individ.

Täckningsprincipen innebär att det skall råda kongruens mellan uppsåt/oaktsamhet och den otillåtna gärningen. I insiderfallet måste således de redovisade objektiva rekvisiten i handelsförbudet vara täckta av insiderns grova oaktsamhet eller uppsåt.<sup>185</sup>

Den exakta tidpunkten för när insiderinformationen *uppstod* och när den blev *offentlig* är de grundläggande frågorna domstolen måste klarlägga. Det är bara med denna information som det är möjligt att klarlägga när ett brott kan ha skett, och innan denna informationen fanns, kan inget insiderbrott begås. Det är alltså från den tidpunkt när insiderinformationen uppkom till den tidpunkt när den blir offentlig som handelsförbud råder för alla personer som har kunskap om denna information.

Fastställande av den personkrets som omfattas av handelsförbudet kan, såsom såväl i Metall-fallet som Pinkerton-fallet, medföra svårigheter att visa om en viss person verkligen haft en befattning som enligt förarbetena omfattas av handelsförbudet. Här måste domstolarna undersöka vilka de interna regler och principer som varit gällande på den åtalades arbetsplats varit vid tidpunkten för den begångna gärningen. I Pinkertonfallet har A:s arbetskamrater bedömts på olika sätt. Analytikern G dömdes till fyra månaders fängelse för grovt insiderbrott för handeln med aktier i Pinkerton, och insiderbrott för handeln med aktier i Securitas. Hans arbetskamrater H, I, J och K friades trots att de alla arbetade i närheten av varandra på Matteus Fondkommission. Den främsta orsaken till att de blev friade är avsaknaden av bevis, det vill säga att det ansågs inte visat att de påverkats av mäklaren A:s uppgifter. För övriga åtalade kunde man utifrån deras befattningar och handlingssätt fastställa att de begått insiderbrott.<sup>186</sup>

Även Pinkerton-fallet visar att det är relativt enkelt för en åklagare att kunna styrka de objektiva rekvisiten för insiderbrott, dvs att kunna visa att den aktuella informationen ännu inte varit offentlig, att handeln ägt rum på värdepappersmarknaden och att den kan antas ha en väsentlig

---

<sup>184</sup> Id s 72 ff.

<sup>185</sup> Id s 32 ff.

<sup>186</sup> Se även Erkan, D, Analys av den svenska insiderlagstiftningen.

kurspåverkande effekt, även om det senare rekvisitet kan medföra vissa svårigheter.

Vidare kan konstateras att domstolarna överlag visar stor frihet i sin bedömning, och några principiella gränsdragningar har inte gjorts i rättsfallen. Tillämpningen av påföljdssystemet för insiderbrott tenderar att vara relativt svag. Påföljderna har generellt sett varit milda, och domstolarna har använt olika argument för att söka undvika hårda straff. Detta kan bero på en osäkerhet rörande brottets allmänfarlighet, eller inställningen att straffvärdet är för högt jämfört med t ex straff vid våld mot person.

#### **4.6 Obehörigt röjande**

Enligt 7 § skall alla som omfattas av förbudet att handla med utnyttjande av insiderinformation i 2 § inte bara förbjudas att på grundval av insiderinformation föreslå eller föranleda tredje man att förvärva eller överlåta finansiella instrument, utan även förbjudas att röja sådan information till tredje man. Undantag görs då röjandet sker som ett normalt led i fullgörande av tjänst, verksamhet eller åligganden. Bestämmelsen grundas på art. 3 i EG:s insiderdirektiv (89/592), men fanns inte med i insiderlagen.

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, och som på grund härav fått insiderinformation och som obehörigen röjer sådan information kan därför dömas för obehörigt röjande av insiderinformation.<sup>187</sup> Detsamma gäller den som fått insiderinformation beträffande ett aktiebolag i vilket han eller hon äger aktier och som obehörigen röjer sådan information. Att låta själva röjandet av insiderinformation omfattas av bestämmelserna om insiderbrott, ansågs i förarbetena föra för långt.<sup>188</sup>

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 är sålunda inte i strid med förbudet.

Förbudet är utformat på så sätt att det träffar dem som har störst möjlighet att komma i kontakt med insiderinformation, dvs 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.

Den som omfattas av förbudet får således inte röja insideinformation till någon annan, utom i de fall röjandet sker som ett normalt led i fullgörande av tjänst, verksamhet eller åligganden.

---

<sup>187</sup> Prop 1999/2000;109 sxx

<sup>188</sup> Id s 56.

För straffansvar krävs att röjandet skett obehörigen. Något krav på att röjandet av informationen skall föranleda någon att förvärva eller avyttra finansiella instrument finns följaktligen inte.

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.

Straffet för obehörigt röjande är böter eller fängelse i högst sex månader.

#### 4.6.1 Obehörigt röjande och meddelarfrihet

I vissa fall då det obehöriga röjandet skett till massmedia uppstår en lagkollision med bestämmelsen om meddelarfrihet i 1 kap 1 § tryckfrihetsförordningen, TF. I bestämmelsen föreskrivs att det skall stå var och en fritt att meddela uppgifter och underrättelser i vilket ämne som helst för offentliggörande i tryckt skrift till bl a skriftens utgivare eller redaktion. En person har således enligt denna bestämmelse rätt att utan att fällas till ansvar lämna uppgifter till exempelvis en dagstidning. Meddelarfriheten kan ses som ett utflöde av tryckfriheten enligt 1 kap 1 § 2 st TF, som har till syfte att säkerställa ett fritt meningsutbyte och en allsidig upplysning. En grundprincip, som kommit till uttryck i 1 kap 1 § 1 st och 3 § TF, är att ingen skall kunna åtalas och straffas för innehållet i tryckt skrift annat än när innehållet strider mot tydlig lag och utgivandet av skriften utgör tryckfrihetsbrott enligt 7 kap TF. Grundlagarna innehåller den högsta rättsliga regleringen, och äger enligt huvudprincipen företräde framför vanlig lag. Vid konflikt mellan vanlig lag och grundlag viker den vanliga lagen. Det kan emellertid förekomma att en handling visserligen utförs med en tryckt skrift som medel, men har en sådan karaktär att den inte berör de syften som ligger bakom regleringen i TF. En sådan handling kan utan hinder av TF beivras om den är brottslig enligt allmän lag. Exempel på detta är bedrägeri, svindleri eller oredligt förfarande som begås genom meddelanden i tryckt skrift.<sup>189</sup> I förarbetena till insiderstrafflagen anges emellertid något överraskande att i det fall bestämmelsen om obehörigt röjande av insiderinformation kommer i konflikt med meddelarfriheten eller rätten till anonymitet enligt tryckfrihetsförordningen och yttrandefrihetsgrundlagen meddelarfriheten respektive rätten till anonymitet skall äga företräde, och den aktuella bestämmelsen bli utan verkan. Den som lämnar meddelandet skall sålunda vara anonymitetsskyddad, och den som emottagit meddelande får ej heller uppge sin källa.<sup>190</sup> Något argument för varför brott mot insiderstrafflagen skall särbehandlas jämfört med exempelvis brott mot svindleristadgandet i 9 kap 9 § BrB framförs dock ej. Det naturliga torde i stället vara att stadgandet i 3 kap 3 § p. 5 kan tillämpas i de fall det kan anses vara av synnerlig vikt att uppgift om indentiten lämnas. Enligt p. 5 skall om domstol finner att synnerliga skäl föreligger av hänsyn till ett allmänt eller enskilt intresse anonymitetsskyddet brytas. Tanken på att i varje enskilt fall den som begått ett brott är skyddad mot

<sup>189</sup> Se bl a SOU 1947:60 s 115 f, 119 och 250 f, prop 1986/87:151 s 86 och NJA xx.

<sup>190</sup> Se NJA 1999 s 275.

straffhot i de fall brottet begåtts genom utnyttjande av tryckt skrift är något främmande. Det naturliga torde vara att domstolen tar ställning till huruvida det enskilda fallet omfattas av TF:s syfte eller ej, och därmed huruvida TF skall ge vika eller ej.

#### **4.7 Sanktioner**

Den som uppsåtligen bryter mot handelsförbudet i 2-3 §§ insiderstrafflagen döms för insiderbrott till böter eller fängelse i högst två år. Straffvärdet motsvarar vad som gäller för t ex bedrägeri. Insiderbrott anses således inte vara en förseelse med lågt straffvärde.

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 gjort upprepade gånger eller är handeln organiserad t ex genom samverkan mellan flera personer som med tips och råd biträtt varandra för att göra vinstgivande affärer med insiderinformation bör detta räknas som grovt brott. Även förfaringssättet vid genomförandet av en otillåten affär kan göra att brotten anses vara grovt.

I förarbetena nämns ej om gärningsmannens position skall påverka bedömningen av huruvida brottet skall anses vara grovt eller ej, men detta torde kunna utgöra en påverkansfaktor.

För ringa brott är straffet enligt 4 § böter eller fängelse i högst sex månader, och för vårdslöst insiderförfarande, dvs grovt oaktsamt handlande, fängelse i upp till ett år. Vid bedömning av huruvida en handling är av ringa beskaffenhet eller ej skall bl a affärens omfattning och gärningsmannens ställning beaktas.<sup>191</sup>

För obehörigt röjande är straffet böter eller fängelse i upp till sex månader. Vinning av brott mot insiderförbudet kan vidare förklaras förverkad.

## **5 Insiderstrafflagen och marknadsmissbruksdirektivet**

### **5.1 Inledning**

Syftet med marknadsmissbruksdirektivet anges i de inledande delarna av preambeln vara 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. Direktivet är tillkommet genom en snabbprocess i enlighet med Vismannakommitteéns riktlinjer.<sup>192</sup> Vid tillkomsten av förarbetena med insiderstrafflagen hade sålunda inte arbetet med marknadsmissbruksdirektivet påbörjats, vilket medför att vissa förändringar måste göras i insiderstrafflagen för att denna lag skall anpassas till marknadsmissbruksdirektivet. Direktivet omfattar regler rörande upplysningsskyldighet, förbud mot insiderhandel och obehörigt röjande. Marknadsmanipulation definieras i direktivet omfatta insiderhandel, kursmanipulation samt informationsspridning vilket kan vara straffbart som

---

<sup>191</sup> Prop 1995/96: s 37.

<sup>192</sup>

marknadsmissbruk om den sker på felaktigt sätt, såsom spridande av falska rykten. Direktivet innehåller även vissa bestämmelser av preventiv karaktär, såsom krav på ett snabbt offentliggörande av insiderinformation. Direktivet skall ersätta det gamla insiderdirektivet från 1989.

I direktivet ges inledningsvis, såsom i insiderstrafflagen, en definition av de begrepp som används i respektive regelverk. I art. 1 definieras sålunda begreppen insiderinformation, otillbörlig marknadspåverkan, finansiella instrument och reglerad marknad. Vidare sägs att medlemsstaterna skall tillförsäkra, i enlighet med nationell lag, att lämpliga straffrättsliga och administrativa sanktioner kan beslutas mot personer som inte uppfyller krav som införts i enlighet med direktivet.

Marknadsmanipulation definieras i direktivet som:

- a) handel, eller en order att handla, som ger eller kan ge falska eller missvisande signaler om utbud, efterfrågan eller priset på finansiella instrument eller som säkrar, av en eller flera personer tillsammans, priset på ett eller flera finansiella instrument på en onormal eller konstgjord nivå om inte berörda personer visar att transaktionerna är motiverade;
- b) handel, eller order att handla, som använder fingerade planer eller andra former av bedrägerier eller påhitt;
- c) spridande av information genom massmedia, inklusive Internet, eller genom andra medel, vilket ger, eller är avsett att ge, falska eller felaktiga signaler om ett finansiellt instrument, inklusive spridande av rykten och falsk eller missledande nyheter, när personen som sprider ryktet etc. vet eller borde ha vetat att informationen var falsk eller missledande.

## **5.2 En jämförelse mellan regelverken**

### 5.2.1.1.1 Typ av information som omfattas

Marknadsmissbruksdirektivets definition av insiderinformation beträffande finansiella instrument skiljer sig ur materiell synvinkel inte från definitionen i insiderstrafflagen, som bygger på definitionen i insiderdirektivet 89/592/EEG. Informationen skall vara av exakt natur, och skall vidare kunna härledas till en eller flera emittenter av finansiella instrument, dvs informationen måste ursprungligen ha kommit från en primär insider. Här kan pekas på den koppling som finns mellan insiderinformation och den information som noterade bolag skall offentliggöra enligt det nya EG-direktivet om regelbunden rapportering.<sup>193</sup> När det gäller råvaruderivat anges i andra stycket att med insiderinformation avses icke offentliggjord information av exkt natur som direkt eller indirekt hänför sig till ett eller flera sådana derivat, som användare av marknader där man handlar med sådana derivat förväntar sig att få i enlighet med godtagen marknadspraxis på dessa marknader.

---

<sup>193</sup> Reglerna motsvarar bl.a. nuvarande *första börsdirektivet* och *delårsrapport-direktivet*.



### 5.2.2 Instrument som omfattas

I marknadsmissbruksdirektivet definieras finansiella instrument i art 1 (3). I insiderdirektivet begränsas förbudet till ”överlåtbara värdepapper”, vilket omfattar aktier och obligationer och andra liknande värdepapper, teckningskontrakt och bevis för värdepapper, terminskontrakt, och optioner och indexkontrakt i överlåtbara värdepapper. I definitionen i marknadsmissbruksdirektivet har förbudets omfång ökat väsentligt, och handel med en rad nya instrument regleras nu. Med finansiella instrument avses följande:

- Överlåtbara värdepapper enligt definitionen i direktiv 93/22/EEG.
- Andelar i företag för kollektiva investeringar.
- Penningmarknadsinstrument.
- Finansiella terminskontrakt (futures) och motsvarande instrument med kontantavräkning.
- Ränteterminskontrakt.
- Ränte- och valutaswaps och swaps på aktier.
- Köp- och säljoptioner avseende alla instrument som hör till dessa kategorier, däri inbegripet motsvarande instrument med kontantavräkning. Denna grupp inbegriper särskilt valuta- och ränteoptioner.
- Råvaruderivat.
- Alla andra instrument som är godkända för handel på en reglerad marknad i någon medlemsstat eller för vilka en ansökan om godkännande för handel har ingivits i någon medlemsstat.

Redan vid införandet av insiderdirektivet var målsättningen med definitionen av ”överlåtbara värdepapper” att täcka de olika former av instrument som är tillgängliga för handel på den finansiella marknaden.<sup>194</sup> Eftersom handel på den finansiella marknaden ökat markant sedan 1989 har även utvecklingen av instrument för handel på denna marknad utvecklats. Vidgningen av begreppet får således ses som en anpassning till utvecklingen, och eftersom i insiderstrafflagen redan införts en definition som omfattar nu existerande instrument och de som kan komma att utvecklas innebär inte marknadsmissbruksdirektivet något behov av förändring av de instrument som omfattas av lagens regler.

### 5.2.3 Lokutionen reglerad marknad

I art 9 anges att bestämmelserna i direktivet är tillämpliga på alla finansiella instrument som är godkända eller kommer att godkännas för handel på en reglerad marknad i minst en medlemsstat, oavsett om själva transaktionen faktiskt äger rum på den marknaden eller inte. Detta innebär att direktivet omfattar:

- Oreglerade marknader,
- marknadsplatser på Internet,
- metoder för kontinuerlig prisinformation,

---

<sup>194</sup> Hopt, K - Wymeersch, E, European Insider Dealing, s 138 f.

- transaktioner utanför marknaden, och
- alla andra metoder och medel.

I begreppet marknader inkluderas sålunda reglerade marknader, dvs börser och andra reglerade marknadsplatser, samt, till skillnad från insiderdirektivet och insiderstrafflagen, även ett antal icke traditionella marknader där handel kan ske.

Jämfört med insiderdirektivet har rekvisitet att det finansiella instrument som förvärvas eller avyttras måste ha förmedlats av en ”yrkesmässigt verksam mellanhand” tagits bort. Marknadsmisbruksdirektivet omfattar därvid som ovan nämnts sålunda även transaktioner mellan privatpersoner. En viktig skillnad är följaktligen att även direkta transaktioner mellan enskilda parter omfattas av direktivet.

Direktivet omfattar vidare såväl primär- och sekundärmarknad som s.k. grå marknader. Det skall sålunda inte finnas några möjligheter att lagligt utnyttja insiderinformation vid handel med finansiella instrument.

Direktivet kommer för Sveriges del innebära att handelsförbudet skall utsträckas till att gälla även utanför värdepappersmarknaden, d.v.s. även direkta transaktioner mellan slutkunder kommer att omfattas av handelsförbudet.

#### 5.2.4 Väsentlig kurspåverkan

I CESR:s riktlinjer för implementering av direktivet<sup>195</sup> finns utförliga anvisningar för hur bedömningen av vad som skall anses utgöra väsentligt kurspåverkande information.<sup>196</sup>

Här anges bl a att informationen kan förväntas ha en kurspåverkande effekt i det fall den påverkar en investors bedömning av en investering i det aktuella instrumentet. Härvid kan även övervägas huruvida

- informationen är av en typ som tidigare haft en väsentligt kurspåverkande effekt;
- analyser och rekommendationer indikerar att den aktuella typen av information är priskänslig;
- emittenten själv har tidigare behandlat motsvarande information som insiderinformation.

#### 5.2.5 Handelsförbudet

Handelsförbuden i art 2-4 marknadsmisbruksdirektivet och 2 § insiderstrafflagen är till utformningen mycket lika. Förbudet mot insiderhandel motsvarar dagens insiderbrott, och förutsätter att man använder väsentligt kurspåverkande information som direkt eller indirekt kan hänföras till emittenter av finansiella instrument eller till instrumenten

<sup>195</sup> Se s xx.

<sup>196</sup> Implementing measures for the proposed directive on insider dealing and market manipulation (market abuse), CESR 02.089b s 12 f.

själva. En person som använder sådan insiderinformation genom att handla, eller tipsa annan att handla med finansiella instrument gör sig skyldig till insiderbrott. Förbudet mot att handla med insiderinformation är ett generellt förbud som i direktivet är tillämpligt på såväl fysiska som juridiska personer. Enligt marknadsmissbruksdirektivet kan sålunda även en juridisk person vars företrädare brutit mot direktivet bötfällas. Insiderstrafflagen ger endast möjlighet till att straffa de enskilda individerna inom företaget. En straffrättslig sanktion kan dock endast utdömas för enskilda individer. Straffbara blir då de personer som har en sådan ställning i företaget att de har rätt att företräda detsamma. Hur dessa företrädare skall definieras överlämnas till de nationella lagstiftarna att besluta om. Bolaget skall emellertid kunna åläggas t ex företagsbot.

I direktivet har man bevarat uppdelningen i primära och sekundära insiders. Art. 2 1. (a) omfattar i den första personkretsen de personer som har en sådan befattning inom ett företag att de normalt har tillgång till insiderinformation, och i personkrets två (b) aktieägare i företaget. Den tredje personkretsen består av de personer som faller utanför de två första kretsarna, men som i tjänsten fått tillgång till insiderinformation. Slutligen har man lagt till en personkrets som genom sin brottsliga verksamhet fått tillgång till insiderinformation. Sekundära insiders regleras i art. 4, vari stadgas att förbuden i artiklarna 2 och 3 skall gälla alla personer utöver dem som anges i dessa artiklar, som vet eller borde veta att han är i besittning av insiderinformation. Denna uppdelning framtonar som överflödigt eftersom samma förbud gäller för alla och envar oavsett på vilket sätt man kommit i besittning av informationen.

Någon vinning behöver fortfarande inte ha uppstått genom handlingen. Det är handlingen i sig som är belagd med förbud, oavsett om denna lett till att någon därav uppburit en ekonomisk fördel.

#### *5.2.5.1 Straffansvar för juridiska personer*

Det straffrättsliga systemet är uppbyggt ifrån utgångspunkten att det endast är fysiska personer som kan begå brott och straffas för brott.<sup>197</sup> Om en skyldighet är riktad mot en juridisk person kan straffansvar åläggas den eller de fysiska personer som är ansvariga för efterlevnaden av den straffsanktionerade skyldigheten å den juridiska personens vägnar. Även de börsrättsliga sanktionerna innebär att det är organledamöterna som straffas vid överträdelse. Men när ett bolags verksamhet innefattar brott, såsom insiderhandel för bolagets räkning, är det inte alltid lätt att besvara frågan vem eller vilka personer som har att bära ansvaret för brottsligheten. Inom straffrätten gäller inget principalansvar för andras brott.<sup>198</sup> Svårigheterna vid bedömningen är inte så stora i det fall uppsåt krävs för straffbarhet, men krävs endast oaktsamhet för ansvar uppkommer speciella problem såväl i fråga om val av ansvarssubjekt som om hur stränga krav på aktsamhet som lagen anses kunna ställa. Frågan rör här dels fördelning av ansvar mellan flera ledamöter av bolagets ledning, dels bolagets ansvar för lagöverträdelser som begåtts av bolagets anställda. Således skall avgöras

<sup>197</sup> Societas delinquere non potest.

<sup>198</sup> Leijonhufvud, M, - Wennberg, S, Brott och straff, sx.

huruvida hela ledningen, eller någon eller några ledamöter, skall ansvara för brottet på grund av försummelse av sina åligganden som ledare av verksamheten, bristande kontroll av kollegor i ledningen, anlåtande av inkompetent personal eller brist i instruktion och övervakning av personal.<sup>199</sup>

Genom en rad rättsfall<sup>200</sup> har bildats ett fast regelsystem rörande ansvarsfördelningen i ledningen för ett bolag. Avgörande för vem som skall straffas är vilka personer som identifieras med bolaget, och normalt sett är detta styrelsen och den verkställande direktören. Av tillsynsplikten följer att den ledamot som känt till och kunnat förhindra en brottslig gärning är straffbar. Andra anställda kan möjligen åläggas medverkaransvar. Sådan medverkan kan utgöras av fel i anslutning till inhämtande, bearbetning eller förmedling av information till överordnade.

Emellertid kan i vissa situationer även bolaget drabbas av en sanktion när en förpliktelse är överträd av någon som handlat å bolagets vägnar, även om ingen enskild person kan straffas för överträdelsen. I synnerhet ifråga om brott som kan ge bolaget stora vinster eller bespara bolaget stora utgifter, t ex för miljövård, anses ett individuellt straffansvar inte vara tillräckligt avhållande.

Straffansvar för juridiska personer förutsätter att en fysisk person gjort sig skyldig till brott, och att brottet skall ha viss anknytning till den juridiska personens verksamhet. Skall en juridisk person dömas för brott är det reglerna om individuellt straffansvar som styr reglerna om straffansvaret. Ansvaret för en juridisk person utlöses i det allt övervägande antalet fall genom en tillämpning av principerna för företagaransvar. Enligt principerna för företagaransvar åvilar det straffrättsliga ansvaret den eller de som har möjligheten att genom ledning, organisation och kontroll motverka lagöverträdelser inom en verksamhet. Som ledare för verksamheten är företagaren skyldig att vidtaga rimliga åtgärder för att förhindra att otillåtna handlingar begås i verksamheten, och om det begås otillåtna handlingar kan företagaren dömas som gärningsman, om gärningarna beror på att det förelegat brister i organisationen och ledningen av verksamheten. Den straffbara handlingen är då alltid en underlåtenhet av visst slag.

### 5.2.6 Det subjektiva rekvisitet

I art. 2 insiderdirektivet stadgades ett krav på subjektivitet på så sätt att den som förfogar över insiderinformationen måste ha haft ”full insikt i förhållandena” för att dömas till insiderbrott, dvs direktivet innehöll ett krav på uppsåt. Kommissionens förslag till marknadsmissbruksdirektiv innehöll emellertid inte något krav på uppsåt eller andra subjektiva rekvisit, utan man skulle kunna fällas för marknadsmissbruk genom oaktsamhet. Nu har emellertid införts ett subjektivt rekvisit. I direktivet stadgas att gärningsmannen skall fällas till ansvar om han insåg eller borde ha insett (”knew or ought to have known”) att han handlade i besittning av insiderinformation. Åklagarens bevisböda underlättas sålunda genom att subjektiviteten jämfört med insiderdirektivet utökats till att omfatta även

<sup>199</sup> Culpa in eligendo vel instruendo vel inspiciendo; Thornstedt, 1982 s 358.

<sup>200</sup> Se särskilt NJA 1936 s 78.

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 den aktuella typen av mål avsevärt.

### 5.2.7 Obehörigt röjande

I art. 3 förbjuds även obehörigt röjande, dvs att en primär insider som är i besittning av insiderinformation vidarebefordrar denna till en utomstående, och då en insider rekommenderar eller uppdrar åt en utomstående att förvärva eller avyttra finansiella instrument som informationen gäller. Även om insiderinformationen inte utnyttjas av insidern själv är det straffbart för denne att göra det möjligt för andra att använda sig av insiderinformationen. Straffbarheten inträder sålunda redan då informationen överlämnas eller rådet ges, oavsett om denna utomstående väljer att följa rådet eller använda sig av informationen.

Stadgandet har redan sin motsvarighet i 7 § insiderstrafflagen, och medför inte något behov av förändring.

### 5.2.8 Krav på offentliggörande av insiderinformation

I marknadsmissbruksdirektivets artikel 6 stadgas bl a att medlemsstaterna skall uppmana emittenter av finansiella instrument att så snabbt som möjligt offentliggöra insiderinformation rörandes bolagets finansiella instrument. Denna regel har tillkommit för att minska insiders möjlighet att utnyttja sådana uppgifter för personlig vinning eller att sprida dessa uppgifter. Artikel 6 stadgar vidare att upplysningar alltid skall offentliggöras fullständigt och effektivt när en tredje part har fått tillgång till dessa uppgifter i samband med normal affärsverksamhet. Vidare anges att en emittent på eget ansvar får välja att inte följa kravet på offentliggörande vid t ex övertagandebud, dock krävs att allmänheten inte vilseleds och att det kan säkerställas att insiderinformationen kommer att hållas hemlig.

Punkt 5 stadgar att fysiska personer och organisationer som yrkesmässigt utför transaktioner med finansiella instrument skall avstå från att utföra sådana om de har skäl att misstänka att dessa är grundade på insiderinformation, eller utgör ett led av otillbörlig marknadspåverkan.

Krav på offentliggörande av insiderinformation finns inte i insiderstrafflagen. I lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet, LBC, stadgas att en börs skall ha regler för hur handeln vid börsen skall gå till. Börsen skall vidare övervaka handeln och se till att denna sker i överensstämmelse med författningar och god sed. Lagen gäller aktiemarknadsbolag och börsmedlemmar. Stockholmsbörsens regler ställer emellertid högre krav på offentliggörande av information än lagstiftningen på området. Bolag vars aktier är noterade på börsen ikläder sig skyldigheter gentemot börsen och marknaden genom att underteckna ett noteringsavtal. I avtalet förbinder sig bolaget ifråga att omedelbart offentliggöra all ny kurspåverkande information som finns om företaget. Informationen offentliggörs exempelvis genom meddelande till börsen, genom pressmeddelanden och/eller på bolagets hemsida.

Marknadsmissbruksdirektivet har som ovan nämnts större räckvidd och inkluderar även oreglerade marknader. Enligt insiderstrafflagen är det Finansinspektionen som utövar tillsynen över finansmarknaden. Detta sker genom att tillsynsansvaret för marknadsövervakning av reglerade marknadsplatser delegerats till dessa marknader själva. Ingen marknadsövervakning har hittills skett regelbundet på oreglerade marknader.

### 5.2.9 Due diligence och anmälningsskyldighet för professionella aktörer

I art 6 har vidare införts särskilda regler om aktsamhet och undersökningsplikt för mäklare, analytiker, journalister och andra professionella aktörer. Här anges att medlemsstaterna skall stadga att fysiska och juridiska personer med ansvar för framtagning eller spridning av forskningsresultat, statistik och annan relevant information till distributionskanaler eller till allmänheten skall ta rimliga hänsyn till behovet att se till att informationen presenteras på ett rättvisande sätt, och att de meddelar sina intressen eller intressekonflikter beträffande de finansiella instrument informationen gäller. Vidare har införts en anmälningsskyldighet för alla aktörer vid misstanke om brott. I artikeln stadgas att var och en<sup>201</sup> som yrkesmässigt handhar transaktioner med finansiella instrument utan dröjsmål skall meddela behörig myndighet om han misstänker att en transaktion kan utgöra insiderhandel eller kursmanipulation.<sup>202</sup>

### 5.2.10 Undantag ifrån handelsförbudet

I art. 7 och 8 i marknadsmissbruksdirektivet ges vissa undantagsfall där direktivet inte är tillämpligt.<sup>203</sup> I art. 7 undantas bl.a. nationella centralbanker, transaktioner utförda i penning- eller växelkurspolitiska syften eller det Europeiska centralbanksystemet. Undantaget i art 8 berör kursmanipulation.

### 5.2.11 Territorialitet

I art. 10 föreskrivs att ”alla medlemsstater skall tillämpa förbuden och kraven i detta direktiv åtminstone på verksamhet som äger rum på deras territorier, när de finansiella instrumenten ifråga är godkända eller kommer att godkännas för handel i någon medlemsstat”. Medlemsstaterna är sålunda i första hand bundna av att implementera direktivets bestämmelser och tillämpa dessa på handlingar som äger rum inom landet. Möjlighet finns även att utvidga tillämpningen till att även omfatta verksamhet som endast till en del utförs inom landet, men där det förbjudna beteendet äger rum inom landets gränser. Exempel på detta är när en fjärrmedlem av en börs

---

<sup>201</sup> I direktivförslaget angavs ursprungligen att fysiska personer och organisationer skall avstå från att utföra köp eller säljorder om de har skäl att misstänka att transaktionen är grundad på insiderinformation eller utgör otillbörlig marknadspåverkan.

<sup>202</sup> Reglerna har sin motsvarighet i den engelska Code of Market Conduct som tagits in i Financial Services and Markets Act 2000 sec 119.

<sup>203</sup> Se även preambel 30 och 31.

inom landet utnyttjar insiderinformation, eller då insideruppgifter som lämnas ut i ett annat land påverkar kursen på finansiella instrument inom landet.<sup>204</sup> Det finansiella instrument som berörs behöver inte heller vara godkänt för handel på den inhemska marknaden, utan det är tillräckligt att en annan medlemsstat godkänt detta, eller kommer att göra detta.

## 5.2.12 Sanktioner

I art 14 stadgas att medlemsstaterna, i enlighet med nationell lag, skall tillförsäkra att lämpliga straffrättsliga och administrativa påföljder kan utdömas mot personer som inte uppfyller de regler som införts i enlighet med marknadsmissbruksdirektivet. Åtgärderna skall vara effektiva, proportionerliga och avskräckande. I preambel 36 anges att för att gemenskapens ramlagstiftning mot marknadsmissbruk skall vara tillräcklig måste alla överträdelser av de förbud eller krav som fastställs enligt detta direktiv upptäckas och sanktioneras snabbt. I detta syfte bör påföljderna vara tillräckligt avskräckande, stå i proportion till överträdelsens allvar och den vinst som gjorts, och genomföras på ett konsekvent sätt.

Den behöriga myndigheten får offentliggöra varje påföljd som utmåts för brott mot bestämmelser som antagits enligt detta direktiv, såvida inte offentliggörandet skulle skapa allvarlig oro på finansmarknaderna eller orsaka de berörda parterna oproportionerligt stor skada. Anledningen till offentliggörande av påföljd är den ovan nämnda skampåleprincipen, dvs den dåliga publiciteten som gärningsmannen därmed drabbas av förväntas ha en preventiv effekt. Offentliggörande kommer också att upplysa marknaden om vilka påföljderna för brott mot direktivet är, vilket torde bidra till att säkra allmänhetens förtroende för marknaden.

Att påföljder skall införas i enlighet med nationell lag innebär att varje medlemsstat skall bestämma vilka påföljder som är lämpliga vid överträdelse av direktivet.<sup>205</sup> Att samma brott bestraffas på olika sätt leder till så kallad "forum-shopping", dvs att aktörerna väljer att utföra sina handlingar där straffet är lindrigast. I preambel 37 anges därför att medlemsstaterna vid fastställandet av de administrativa åtgärderna och påföljderna bör vara uppmärksamma på att bestämmelserna bör vara någorlunda likartade i alla medlemsstater.

### 5.2.12.1 Ett administrativt sanktionssystem

Som ovan nämnts stadgas i artikel 11 i direktivet att varje medlemsstat skall utse en enda administrativ myndighet med befogenhet att övervaka tillämpningen av bestämmelserna i direktivet. Medlemsstaterna skall utöver straffrättsliga även införa administrativa sanktioner att tillämpa vid överträdelse. I 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. Denna snabbhet är särskilt viktigt för att kunna förhindra att den misstänkte gärningsmannen fortsätter sin eventuella straffbara verksamhet under en utredning.

---

<sup>204</sup> Preambel 33.

<sup>205</sup> Preambel 36.

FI:s tillsynsområde kommer genom införande av direktivets regler att utvidgas, och ytterligare befogenheter tillhandahålls myndigheten i dess verksamhet. Direktivet innebär bl.a. att en stor del av informationsgivningen från emittenter kommer att hamna under FI:s tillsyn. I direktivet preciseras inte typen av administrativ sanktion, ej heller vilken typ av överträdelser som skall beivras genom detta förfarande. Utgångspunkten måste dock vara att en administrativ sanktion endast kan bli aktuell vid ringa överträdelser av regelverket.<sup>206</sup>

#### 5.2.12.2 Ikraftträdande och implementering

Enligt art. 18 skall direktivets regler implementeras senast 18 månader från direktivets ikraftträdande. Implementeringstiden är ovanligt kort, i vanliga fall brukar i direktiv ges en frist på två år innan det skall ha införlivats i medlemsstaternas lagstiftning. Implementeringen skall underlättas genom de omfattande av CESR utgivna riktlinjerna.<sup>207</sup>

De nya reglerna kommer troligen att börja gälla i Sverige från och med den 1 januari 2004.

### 5.3 Sammanfattande slutsatser

Av de åtalsanmälningar som görs för brott mot insiderstrafflagen varje år prövas få i domstol, vilket delvis beror på de beviskrav som uppställs i insiderstrafflagen. Eftersom insiderstrafflagen är en straffrättslig lagstiftning krävs stark bevisning, och åklagaren får inte begära domstolsprövning för ett brott om han är osäker på huruvida bevisningen är tillräcklig för en fällande dom.

Att informationen erfarenhetsmässigt skall väsentligt påverka kursen är svårt att bevisa. Definitionen av väsentlig kurspåverkan medför problem för utredare och domstolar, och domstolarna har vidare tolkat bestämmelsen så att en verklig kurspåverkande effekt skall kunna visas, trots att i förarbetena angivits att det är den erfarenhetsmässiga påverkan på kursen som är avgörande. Denna gränsdragningsproblematik, dvs att insiderhandel upp till en viss gräns är laglig, men är olaglig när den kurspåverkande effekten överstiger en vagt definierad procentuell gräns, har en menlig inverkan på lagens trovärdighet.

Åklagaren har även att visa att den person som handlat i strid med insiderförbudet varit medveten om han varit i besittning av insiderinformation. Även om det i viss utsträckning varit möjligt att föra bevisning genom indicier, såsom i Atle-fallet ovan.

Att uppsåtsrekvisitet luckrats upp på så sätt att det är tillräckligt att en gärningsman *borde* ha insett att de handlingar han begått varit i strid med regelverket innebär en viktig förändring av i insiderstrafflagen gällande krav på uppsåt, och kommer att underlätta bevisbördan för åklagaren.

Det nya direktivet kommer att innebära krav på en rad förändringar i det svenska regelverket. Marknadsmisbruksdirektivet har som ovan nämnts större räckvidd och inkluderar även oreglerade marknader, vilket innebär att

---

<sup>206</sup> Se även avsnitt xx

<sup>207</sup> Se avsnitt xx.



även privata transaktioner mellan slutkunder kommer att omfattas av förbudsreglerna.

Marknadsplatsernas krav på omedelbart offentliggörande av ny kurspåverkande information skall överföras till lag. I insiderstrafflagen finns inte heller någon motsvarighet till art. 6 punkt 5 vari stadgas att mäklare och börser skall avstå från att utföra köp eller säljorder i det fall de har skäl att misstänka att ordern är grundad på insiderinformation, eller utgör otillbörlig marknadspåverkan. Den undersökningsplikt som därmed åläggs mäklare och börser kan medföra problem, eftersom det i praktiken kan vara svårt för exempelvis en mäklare att veta huruvida en köp- eller säljorder görs med brottsliga avsikter.

Enligt insiderstrafflagen är det Finansinspektionen som utövar tillsynen över finansmarknaden. Detta sker genom att tillsynsansvaret för marknadsövervakning av reglerade marknadsplatser delegerats till dessa marknader själva. Ingen marknadsövervakning sker regelbundet på oreglerade marknader. Genom införandet av marknadsmissbruksdirektivets regler kommer Finansinspektionen att ges utökade befogenheter till sin hjälp i tillsynen av den finansiella marknaden. Frågerätten kommer att utökas till att även inkludera rätten till att insamla uppgifter om telefon och datatrafik, att stoppa börshandeln och även att begära att misstänkta verksamheter upphör. Finansinspektionens inflytande ökar på bekostnad av Ekobrottsmyndighetens, eftersom Finansinspektionen ges helhetsansvar över tillsynen av marknaden. I direktivet ges myndigheten en viss begränsad möjlighet att delegera vissa uppgifter, men generellt kommer möjligheten att delegera arbete och tillsyn att minska.

Utökade befogenheter torde ge Finansinspektionen bättre förutsättningar att upptäcka och förebygga att insiderbrott begås på den finansiella marknaden. Även införandet av ett administrativt sanktionssystem under Finansinspektionens överseende kommer att påverka inspektionens inflytande.

I direktivet finns inget stadgande rörande straffvärdet på brott mot direktivets regler, utan här anges endast att medlemsstaterna skall säkerställa att lämpliga åtgärder vidtas i enlighet med nationell lagstiftning. Detta kan leda till en skillnad i sanktioner medlemsländerna emellan, vilket är olyckligt och kan leda till s k forum-shopping, dvs att insiderhandeln flyttas till den marknad där den bestraffas mildast. Såväl av praktiska skäl som av rättviseskäl är det önskvärt att straffvärdet för brott begångna mot direktivet är likvärdiga i alla medlemsländer. En harmonisering av påföljder anses dock ligga utanför direktivets räckvidd, och kan endast ske på medlemsländernas egna initiativ. För att direktivet skall bli effektivt krävs emellertid att påföljderna är liknande i de olika medlemsstaterna.

Ett administrativt sanktionssystem kan utgöra ett komplement till dagens straffrättsliga sanktionssystem, genom att det skulle innebära en snabbare reaktion från samhällets sida genom ett enklare förfarande. De långa utredningstiderna som idag existerar vid insiderbrott är oacceptabla, och ett administrativt förfarande skulle frigöra välbehövliga resurser inom polis- och åklagarmyndigheterna. I förarbetena till insiderstrafflagen betonades att regeringen tidigare inte varit främmande inför att avkriminalisera brott, detta skedde 1997 när den tidigare straffbestämmelsen för brott mot

anmälningsskyldigheten för förändringar i aktieinnehav ersattes av en administrativ sanktionsavgift under Finansinspektionens tillsyn.<sup>208</sup> Motivet till att avkriminalisera förseelser med låga straffvärden var att kunna använda rättsväsendets resurser på ett mer ändamålsenligt och effektivt sätt, och samma argument skulle kunna föras vid brott mot insiderstrafflagen. Emellertid torde administrativa sanktioner knappast vara lämpliga påföljder vid insiderbrott eller kursmanipulation. Sanktionsformen kan däremot tillämpas vid lindriga överträdelser av regelverket, såsom insiderförseelse och brott mot den skyldighet att offentliggöra insiderinformation rörandes bolagets finansiella instrument som åläggs bolagets företrädare i art. 6 i direktivet.

---

<sup>208</sup> Prop. 1994/95:23 s 41ff och 52 ff.

## 6 Otillbörlig kursmanipulation

### 6.1 Bakgrund till bestämmelsen

Någon vedertagen definition av begreppet otillbörlig kurspåverkan fanns inte före förbudet mot otillbörlig kurspåverkan år 1997 infördes första gången i 7 kap lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument. I förarbetena föreslogs ursprungligen att förbud mot otillbörlig kurspåverkan skulle intas i Brottsbalken.<sup>209</sup> Emellertid skulle då inte Finansinspektion ha samma övervakningsskyldighet som beträffande insiderbrott, varför förbudet mot otillbörlig kurspåverkan i stället infördes i LHF. I Fermenta-utredningen<sup>210</sup> användes beteckningen 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, felaktiga bokslut eller olika åtgärder som styr tillgången av aktiebolagets aktier på marknaden. Åsikterna om vad som i detta sammanhang bör betecknas som otillbörligt går emellertid isär på en del punkter. Detta bidrog till att förbudet mot kursmanipulation kom att dröja flera år, och underkastas flera olika utredningar innan man kunde uppnå enighet om dess lydelse. Eftersom bestämmelsen syftar till att förhindra otillbörliga affärer på den finansiella marknaden ansågs det naturligt att regleringen flyttades till insiderstrafflagen.<sup>211</sup>

Lagstiftningen mot otillbörlig kurspåverkan initierades nästan tio år tidigare, 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>212</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.

---

<sup>209</sup> Prop. 1995/96:215 s 74.

<sup>210</sup> Fermenta, fakta och erfarenheter. En rapport från Stockholms fondbörs, 1988.

<sup>211</sup> Prop. 1999/2000:109 s 52.

<sup>212</sup> Nobel Industrier, Gamlestaden, Erik Penser och bankerna, Stockholms fondbörs 1992, s 252.

Tre år senare inträffade Fermenta-fallet, där A var majoritetsägare, styrelseledamot, verkställande direktör och koncernchef i det börsnoterade bolaget Fermenta. A 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, oriktig information till marknaden och selektiv information till placerare och massmediarepresentanter hade kursdrivande effekt på Fermentas aktiekurs. A laborerade även med avtal om återköpsrätt med prisfallsgaranti och säljoptioner, vilket påverkade kursen.

Vid Stockholms fondbörs tillsattes den s k Fermentautredningen. Utredningen fann att det inte var förbjudet att vilseleda marknaden genom utbudshämmande avtal eller genom bulvanarrangemang, och i utredningen föreslogs att det skulle skapas ett skydd mot kursdrivande åtgärder genom lagstiftning.<sup>213</sup> Värdepappersmarknadskommittén föreslog så i sitt betänkande Värdepappersmarknaden i framtiden<sup>214</sup> att förfarandet skulle kriminaliseras i 9 kap 9a § BrB, dvs i anslutning till straffstadgandet rörande 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 intogs i prop 1990/91:42 om insiderhandel. Något förslag lades emellertid inte fram på grund av att det kriminaliserade området inte ansågs vara tillräckligt väl definierat, och risk förelåg därmed för att en kriminalisering skulle komma att träffa även tillåtna, t ex kursstabiliserande, marknadsoperationer.

Ytterligare en utredning tillsattes under tiden vid Stockholms fondbörs i avsikt att undersöka de mycket uppmärksammade affärerna rörande Nobel Industrier.<sup>215</sup> I samband härmed diskuterades även huvudägarens "riggning" av kursen på Gamlestadenaktien 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 börsen 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>216</sup> Rapporten lämnades till 1993 års insiderutredning, som avlämnade ett betänkande med förslag till lagbestämmelse om otillbörlig kurspåverkan.<sup>217</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>218</sup>

---

<sup>213</sup> Fermenta, fakta och erfarenheter, En rapport från Stockholms fondbörs, 1988, s 163 ff.

<sup>214</sup> SOU 1989:72 s 198 ff.

<sup>215</sup> Nobel Industrier, Gamlestaden, Erik Penser och bankerna, Stockholms fondbörs, 1992.

Se även dom xx och dom xx.

<sup>216</sup> Id s 288 ff.

<sup>217</sup> SOU 1994:68.

<sup>218</sup> Prop 1995/95:215.

## 6.2 Förbudsbestämmelsen

Förbudet att otillbörligt påverka kursen på ett finansiellt instrument återfinns i insiderstrafflagen § 9. Grundkriterierna för brottet är att handeln ägt rum på värdepappersmarknaden med avsikt att otillbörligt påverka priset vid allmän omsättning av finansiellt instrument. Rekvisitet ”med avsikt att påverka priset” innebär att det skall finnas ett direkt uppsåt, men inte heller vid kursmanipulation finns något effektrekvisit, dvs verklig påverkan på kursen.

Den handling som skall ha ägt rum för att brottet skall vara fullbordat kan vara av skilda slag, och i avsnitt xx ges exempel på olika handlingar som faller inom regelns tillämpningsområde. 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.

### 6.2.1 Regelns tillämpningsområde

Bestämmelsen om otillbörlig kurspåverkan tar sikte på kursmanipulativa åtgärder vid handel med finansiella instrument. De definitioner av värdepappersmarknaden och finansiella instrument som ges i 1 § insiderstrafflagen<sup>219</sup> gäller även beträffande förbudet mot kursmanipulation.

Straffbestämmelsens huvudsyfte är, liksom övrig börsrättslig lagstiftning, att skydda marknaden.<sup>220</sup> Förbudet omfattar åtgärder som ligger utanför en normal marknadsmässig handel och informationsgivning, och som har det direkta eller indirekta syftet att påverka en aktiekurs. Att någon genom köp- eller säljorder avser att sätta de naturliga marknadskrafterna ur spel behöver emellertid inte innebära att en eventuell kurspåverkan är otillbörlig.<sup>221</sup> Exempel på otillbörlig kurspåverkan är när åtgärd företas i syfte att ”rigga” kursen på ett värdepapper, dvs påverka kursen så att den rör sig till en högre, artificiell nivå, vid nyemission eller utförsäljning. En annan handling som omfattas av bestämmelsen är då någon säljer värdepapper till annan över börs utan att någon egentlig äganderättsövergång mellan parterna är avsedd, utan syftet endast är att påverka kursen.

Genom att avsikten skall ha varit att otillbörligt påverka priset utesluts från straffstadgandets tillämpningsområde fullt legitima konsortialavtal och hembudsarrangemang. En annan förutsättning för straffbarhet är att syftet bakom åtgärden eller handlandet hemlighålls. Kursvårdande eller

---

<sup>219</sup> Se s xx

<sup>220</sup> Id s 13.

<sup>221</sup> Exempelvis faller inte åtgärder som Riksbanken vidtar i penningpolitiskt syfte under kriminaliseringen.

kursdrivande åtgärder kan ibland vara positiva för en akties värde, varför all påverkan på kursställningen inte är otillåten. Åtgärderna som är kända och inte har ett otillbörligt syfte, såsom kursstabiliserande åtgärder som vidtas i samband med exempelvis börsnotering, är sålunda tillåtna om marknaden informeras om åtgärden i vederbörlig ordning. Har t ex ett bolag informerat marknaden om att man avser vidta kursstabiliserande åtgärder är regeln inte tillämplig. Marknaden kan informeras genom en presskommuniké eller genom en underrättelse till börsen.

Brottet får anses ha ett relativt högt straffvärde, liksom övriga brott som innebär vilseledande på värdepappersmarknaden. Straffet för brott av normalgraden är fängelse i upp till två år. Straffet skärptes i och med att reglerna flyttades över till insiderstrafflagen . Argumentet för en skärpning av straffet är att det är av stor vikt att förtroendet för marknadens funktionssätt inte skadas.<sup>222</sup>

Kurspåverkande åtgärder kan även vara att bedöma som brott enligt brottsbalkens regler, främst svindleri eller bedrägeri, varvid brottsbalkens bestämmelser har företräde. Ansvar enligt regeln om otillbörlig kurspåverkan skall inte dömas ut om gärningen är belagd med straff i brottsbalken eller om överträdelsen är ringa. Är däremot insiderstrafflagen samtidigt tillämplig skall dömas för otillbörlig kurspåverkan och insiderbrott i s k brottskonkurrens.<sup>223</sup>

### 6.2.2 Ansvarssubjekten

Förbudet mot otillbörlig kurspåverkan gör ingen uppdelning i olika ansvarssubjekt, utan var och en som vidtager någon åtgärd som omfattas av förbudet gör sig skyldig till överträdelse av regeln. I förarbetena diskuterades frågan i vad mån uppgifter som sprids via massmedia, t.ex. av ekonomijournalister, och som påverkar kursställningen bör kriminaliseras. Man menade emellertid att en sådan kriminalisering skulle möta hinder på grund av bestämmelserna i tryckfrihetsförordningen.<sup>224</sup>

### 6.2.3 Förbjudna åtgärder

Bestämmelsen tar sikte på gärningar som typiskt sett är riktade mot marknaden. Att gärningsmannen har påverkat priset vid en enskild transaktion saknar därför betydelse - vad som avses är i stället marknadspriset.<sup>225</sup> I förarbetena exemplifieras brottet med att någon

- ”riggar” kursen vid eller inför nyemission eller vid utförsäljning av aktier,
- förbättrar placerarens position inför uppköpserbjudande eller tvångsinlösen av aktier, eller
- påverkar värdet av lämnad säkerhet eller upprätthåller en avtalad konsolideringsgrad.

---

<sup>222</sup> Prop 1999/2000:109 s 51.

<sup>223</sup> Prop 1995/96:215 s 70 ff.

<sup>224</sup> xx

<sup>225</sup> Prop 1995/96:215 s 94.

Vidare kan en förtjänst uppnås genom skatteplanering, vilket är ett av motiven till att privatpersoner handlar med sig själva över Internet.<sup>226</sup>

Ett otillbörligt syfte kan även avse enskild part, t.ex. en kund eller en annan motpart.<sup>227</sup> I förarbetena exemplifieras detta med att en placerare eller ett värdepappersinstitut som avser att sälja en större post först genom mindre köp omedelbart dessförinnan höjer kursen utan annat syfte än att höja kursen inför utförsäljningen av den större posten.<sup>228</sup> Åtgärder kan vidare bedömas vara otillbörliga om de vidtas i avsikt att för att komma billigare undan i ett avtal, såsom i Alfaskop-fallet som beskrivs i avsnitt x.

För att brott mot bestämmelsens första stycke skall föreligga krävs ej att åtgärden är vilseledande för att föranleda straff. Möjligen ligger det emellertid i sakens natur att skenaffärer och hemliga avtal i sig är vilseledande.

#### 6.2.4 Skenaffärer och hemliga avtal

I första styckets första punkt behandlas rena skenaffärer. Exempel på skenaffärer är affärer med samma kund på båda sidor, vanligen genom olika börsmedlemmar. Placeraren handlar med sig själv genom att anlita olika värdepappersinstitut eller depåer för att sälja och köpa samma finansiella instrument, men för marknaden framstår det som om handel i egentlig mening har skett.<sup>229</sup> Ett fall av sken-affärer har prövats i domstol, och samme mäklare, A, som dömdes för insiderbrott i Pinkertonmålet ovan dömdes samtidigt för att på otillbörligt sätt ha påverkat börskursen i det O-listenoterade utvecklingsbolaget Sintercast AB.<sup>230</sup>

I samband med att Ekobrottsmyndigheten arbetade med material i Pinkerton-fallet stötte man på bandupptagningar av mäklarens telefonsamtal med en kund, vilka visade att mäklaren i slutet av februari 1999 ägnat sig åt otillbörlig kurspåverkan. Mäklaren hade vid handel på Stockholmsbörsen, i avsikt att otillbörligt höja priset på aktien Sintercast, gjort skenaffärer i aktien. Han hade vid 21 tillfällen i februari 1999, utan att kunduppdrag förelegat, i handelssystemet SAX lagt sälj- och köporder i Sintercast A till kurser som varit högre än tidigare avslut.

Förfarandet skapar en illusion av likviditet i en aktie, och i fallet sökte den tilltalade även skapa en illusion av att kursen på aktien stigit genom skenaffärerna, d.v.s. det fanns ingen övergång av ägandet och heller ingen avsikt att äganderätten skall övergå.

På grund av att frågan om mäklarens kursmanipulation mer eller mindre försvann i det omfattande Pinkertonmålet är tingsrättens handläggning av målet begränsad till två sidor.<sup>231</sup> Den huvudsakliga frågan i tingsrätten var huruvida mäklarens affärer varit skenaffärer eller inte. Mäklaren bestred att det skulle vara fråga om skenaffärer, och hävdade att det varit rena tillfälligheter som gjort att det blivit avslut mellan hans egna köp- respektive säljorder vid de olika tillfällena. Han hade emellertid på bandupptagningen i telefon för två personer berättat om syftet med de aktuella affärerna. Tingsrätten ansåg det därmed klarlagt att det var fråga om skenaffärer.

---

<sup>226</sup> Se avsnitt xx

<sup>227</sup> Id s 96.

<sup>228</sup> Idem.

<sup>229</sup> Prop. 1995/96:215 s 94 ff.

<sup>230</sup> Stockholms tingsrätts dom 2000-02-22 i mål B 3142-97.

<sup>231</sup> Id s 111 f.

Tingsrätten hade vidare att ställning till otillbörligheten i förfarandet, dvs huruvida kursmanipulationen ingick som ett led i en plan att åstadkomma en förtjänst för någon eller skada för någon annan, eller något annat liknande från allmän synpunkt oacceptabelt syfte. Eftersom mäklaren påverkat släkt och goda vänner handla med Sintercast-aktien, och det var viktigt för honom personligen att han drog in mycket courtage och avgifter till sin arbetsgivare, ansåg tingsrätten det klarlagt att han hade ett eget intresse av handeln med aktien. Han hade således manipulerat köpkursen med sina skenaffärer i syfte att åstadkomma en förtjänst för sina vänner och därmed indirekt sig själv, vilket ansågs klart oacceptabelt ur allmän synpunkt. Tingsrätten konstaterar att det i bestämmelsen inte förutsätts att åtgärden skall vara vilseledande, eftersom det kan anses ligga i sakens natur att skenaffärer är vilseledande. Man konstaterar slutligen att det är svårt att se att något tillbörligt syfte skulle kunna finnas med sken-affärer.

Möjligheten att använda Internet för att placera order har ökat möjligheten att påverka kursen på värdepapper. Visserligen har en placerare alltid kunnat lägga en säljorder hos en mäklare, för att därefter ringa en annan med motsvarande köporder, men kunder som handlar över Internet kan i princip lägga in köp- och säljorder direkt. Endast börsmedlemmar, dvs värdepappersinsitut och banker, kan handla direkt på OM Stockholmsbörsen, men en privatperson kan via Internet skicka iväg en order till en bank som vidareförmedlar ordern till börsen. Ofta hindrar börsens övervakningssystem dessa affärer från att gå igenom, men inte alltid. Vid misstänkt fall av otillbörlig kurspåverkan talar börsen med medlemmen, som stänger av kunden från automatisk orderförmedling. Kunden kan dock fortfarande öppna nya depåer, alternativt bedriva telefonhandel.

Skenaffärer kan göras av skatteskal, i avsikt att väcka intresse för aktien genom ovan nämnda exempel eller, som i ett par fall, att vinna en aktietävling. I Celtica-fallet hade den misstänkte under våren 1999 deltagit i en aktietävling som arrangerades av tidningen Dagens Industri.

Den deltagare som inom en viss period kunde uppvisa den största procentuella ökningen av värde på aktierna i sin depå. Gärningsmannen köpte inom ramen för tävlingen aktier i det börsnoterade bolaget Celtica. Genom en annan depå utanför tävlingen köpte och sålde han aktier i en sådan omfattning att kursen påverkades uppåt. Syftet var att vinna första pris i tävlingen, 250 000 kronor. Åklagaren inledde en förundersökning av försök till grovt bedrägeri alternativt otillbörlig kurspåverkan.

Förundersökningen avskrevs, och i avskrivningsbeslutet motiverar ansvarig åklagare beslutet på följande sätt.<sup>232</sup> Förundersökningen såvitt avser försök till grovt bedrägeri lades ned på grund av att brott inte kunde styrkas. Vad gäller brottsmisstanken otillbörlig kurspåverkan ansågs utredningen inte ge stöd för att den misstänkte handlat i avsikt att otillbörligt påverka priset vid den allmänna omsättningen av den aktuella aktien. I stället för att rikta sig mot marknaden har den misstänktes handlande snarare påverkat priset vid några enskilda transaktioner.

Utredningen gav heller inte stöd för att den misstänkte haft direkt uppsåt. För övrigt ansågs att eventuell överträdelse vid en samlad bedömning av

---

<sup>232</sup> Beslut om nedläggning av förundersökningen 2000-07-19, se även Wallman, C, Otillbörlig kurspåverkan, s 38.



omständigheterna var att bedöma som ringa, och därmed inte föranleda straffansvar.

Att undersökningen lagts ned torde tyda på viss ovana vid denna typ av frågor. Avtal har uppenbart slutits för skens skull, där syftet varit att vinna en aktietävling. För att vinna denna vidtogs skentransaktioner varigenom priset påverkades. Manipulationen av priset skedde på värdepappersmarknaden vid allmän omsättning av finansiella instrument.

Ytterligare ett fall av kursmanipulation i samband med en aktietävling har i maj 2002 anmälts till Finansinspektionen. Fyra personer misstänks för att våren 2001 olagligt ha manipulerat kursen i samband med aktietävlingen ”Aktie-SM” som arrangerades av Privata Affärer, Aftonbladet och Media Svar.<sup>233</sup>

Sannolikt har aktörerna inte alltid insikt om att de begår ett brott. I vissa fall kan exempelvis skatteplanering vara åsyftad, och gäringsmannen är inte medveten om att han begår brott mot insiderstrafflagens regler. Är påverkan av kursen ett genomgångsled för skatteplaneringen, och har personen även ett direkt uppsåt att påverka kursen, omfattas kurspåverkan av det direkta uppsåtet. Skulle dock avsikten endast vara att skatteplanera utan att påverka kursen är det tveksamt om direkt uppsåt att påverka kursen föreligger.

Första styckets första punkt omfattar vidare avtal som inte är avsedda att fullföljas, eller som omedelbart är avsedda att återgå och som inte har något annat affärsmässigt syfte än att påverka kursen. Exempel på en handling som omfattas av bestämmelsen är då någon säljer finansiella instrument till annan över t ex börs utan att någon egentlig äganderättsövergång mellan parterna är avsedd. Syftet är endast att påverka kursen, och transaktionen är avsedd att återgå mer eller mindre omgående. I dessa fall kan det vara svårt att dra gränsen mot försäljning med återköpsförbehåll. Normalt sett torde det vara fråga om en försäljning med återköpsförbehåll om det är avsett att förvärvaren under innehavstiden skall utöva ägarfunktioner i något väsentligt avseende. I sådana fall kan avtalet träffas av bestämmelsen i punkt 2.

I första styckets andra punkt behandlas återköpsutfästelse, överlåtelsebegränsning och andra åtgärder som är avsedda att undandra instrumenten allmän omsättning. Åtgärdernas syfte är att begränsa tillgång på ett finansiellt instrument, antingen genom att någon egentlig äganderättsövergång inte är avsedd, eller genom att förvärvarens rätt att förfoga över instrumenten begränsas. I det senare fallet är en äganderättsövergång visserligen för handen, men förvärvarens rätt att förfoga över värdepapperen är begränsad. För straffbarhet krävs att villkoren är hemliga, och således inte kända för andra än de som är inblandade i transaktionen. Effekten av sådana avtal är att tillgången på finansiella instrument begränsas, vilket kan få till följd att marknadspriset påverkas. Vad gäller överlåtelser med återköpsförbehåll krävs att villkoret

---

<sup>233</sup> Pressmeddelande från Finansinspektionen 2002-05-17.

har varit en förutsättning för förvärvarens beslut att genomföra transaktionen.<sup>234</sup>

I propositionen ges exempel på när bestämmelsen i första styckets andra punkt kan komma att bli tillämplig, nämligen vid vissa åtgärder som vidtas i samband med nyemission i ett aktiemarknadsbolag. Huvudägaren, som kanske har garanterat emissionen, kan då ha ett intresse av att hålla aktiekursen uppe den närmaste tiden före emissionen. Insiderreglerna och reglerna om flaggningsskyldighet innebär att han måste tillkännage åtgärderna, vilket innebär att syftet inte uppnås. Avtalar han emellertid med någon annan att stå för köpen till den avsedda kursen, och samtidigt garanterar att återköpa aktierna till samma kurs, kan överenskommelsen vara att bedöma som otillbörlig kurspåverkan. Genom ett sådant arrangemang kan nämligen aktieägarna vilseledas att delta i den förestående nyemissionen till ett pris som är påverkat av emittenten.<sup>235</sup>

### 6.2.5 Kursmanipulation

Paragrafens andra stycke tar sikte på direkta marknadsoperationer, såsom köp/säljorder respektive avslut. De åtgärder som avses är sådana som till det yttre framstår som helt ordinära, men som företas med avsikt att på ett otillbörligt sätt påverka kursen och därför skall ses som otillbörliga.

Gemensamma förutsättningar för första och andra styckena är, som tidigare nämnts, avsikt att påverka priset och otillbörlighet. För straffbarhet krävs sålunda att åtgärden skall ha varit ägnad att vilseleda köpare och säljare av finansiella instrument. Formuleringen ”ägnad att vilseleda” innebär ett krav på abstrakt fara. Att abstrakt fara skall ha förelegat för straffansvar betyder att handlingen typiskt eller genomsnittligt sett skall vara ägnad att leda till en viss effekt.<sup>236</sup> Detta uttrycks i propositionen så att ”åtgärden skall kunna få till följd att investerarna som kollektiv bibringas en felaktig uppfattning om kurssättningen”.<sup>237</sup>

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 som ovan nämnts fall där någon som företagit en kurspåverkande åtgärd öppet har informerat marknaden om bakgrunden till sitt handlande. Ett exempel är sådana kursstabiliserande åtgärder som vidtas i anslutning till en börsintroduktion och som har tillkännagivits i prospektet. I sådana fall kan inte något otillbörligt syfte anses 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 ett års- eller månadsskifte. Åtgärden skall ha påverkat kursen så att kollektivet av investerare fått en felaktig information om kurssättningen. Är avsikten att vilseleda en motpart skall i stället bedrägeriparagrafen i brottsbalken

---

<sup>234</sup> Prop 1995/96:215 s 95.

<sup>235</sup> Idem.

<sup>236</sup> Leijonhufvud, M – Wennberg, S, Straffansvar s 35.

<sup>237</sup> Prop. 1995/96:215 s 95.

tillämpas.<sup>238</sup> Åtgärden skall ha vidtagits i avsikt att otillbörligt påverka priset, och inte endast kursen på aktien.

Motivet för den kurspåverkande åtgärden måste vidare framstå som otillbörligt, dvs avsikten skall ha varit att ge gärningsmannen eller annan fördel av åtgärden. I doktrinen påpekas att i bedömningen av huruvida syftet med en åtgärd har varit otillbörligt eller ej bör vägas in i vilken mån aktören har avvikit från lagstadgade sundhetskrav eller allmänt omfattad god sed.<sup>239</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 vissa investorer 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. I propositionen nämns att detta framför allt kan komma att aktualiseras när placerare genomför en affär genom ett värdepappersinstitut, men man gör bedömningen att frågan om medverkansansvar för emissionsinstitut i dessa situationer bör överlämnas till rättstillämpningen att avgöra utifrån vanliga regler och principer om medverkansansvar i brottmål.<sup>240</sup>

Av förarbetena framgår att 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, till att höja värdet av en lämnad säkerhet, eller till att upprätthålla en avtalad konsolideringsgrad.<sup>241</sup> 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.

I Industrivärden-fallet<sup>242</sup> har gärningsmannen handlat med sig själv med hjälp av egna och hustruns depåer, och påverkat kursen genom egna affärer i en s.k. *cross market manipulation*. Gärningsmannen har haft tillgång till två datorer uppkopplade mot olika internetdepåer hos Nordnet, Teletrade och Skandiabanken. Han manipulerade priset på aktien för att påverka priset på de warranter, ett slags optioner kmed lång löptid, som var knutna till aktien.

Vid ett flertal tillfällen har gärningsmannen köpt köp- och säljorder i den undre och övre delen av spreaden på den underliggande aktien,

<sup>238</sup> Prop 1995/96:215 s 58.

<sup>239</sup> Boman, R, Otillbörlig kurspåverkan, s 15.

<sup>240</sup> Prop 1995/96:215 s 155 f.

<sup>241</sup> Id s 75.

<sup>242</sup> Stockholms tingsrätt dom 2002-05-14, B 6625-00.

Industrivärdens A-aktie. Aktiens referenspris påverkades härigenom, vilket i sin tur påverkade priset på warranterna. Ett par hundra affärer gjordes mellan februari och maj år 2000. När kursen på aktien steg ökade även kursen på warranten, varvid gärningsmannen sålde warranterna och omedelbart därefter återkallade sin köporder på aktierna. Eftersom utväxlingen på optioner är stor har transaktionerna inneburit stor förtjänst.

Gärningsmannen vitsordade i tingsrätten transaktionerna, men bestred att avsikten varit otillbörligt. Tingsrätten menade emellertid att gärningsmannens förfarande i sig gav stöd för hans avsikter, och att det klart framgick att han insett att han kommit på och använt sig av ett sätt att fuska till sig egen vinning genom att använda helt ordinära och var och en i sig helt tillåten marknadsoperation.

Att åtgärden var ägnad att vilseleda marknaden ansågs vara visat genom att gärningsmannen kunnat sälja warranterna till ett högre pris, vilket ju måste innebära att någon har köpt för dyrt eller att utställaren har förlorat på affärerna.

Gärningsmannen dömdes till villkorlig dom och 80 dagsböter om 100 kronor.

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.

### **6.3 Rekvisit för straffbarhet**

#### **6.3.1 Inledning**

Enligt bestämmelsen krävs för att en åtgärd skall vara straffbar först och främst att avsikten med den har varit att påverka priset på marknaden. Som ovan nämnts är det emellertid inte nödvändigt att en faktisk påverkan på priset skett. Vidare krävs att kurspåverkan skall ha varit otillbörlig, vilket också skall omfattas av det subjektiva rekvisitet. Gärningsmannens avsikt skall således ha varit att otillbörligt påverka priset. Enligt förarbetena måste motivet för den kursdrivande åtgärden framstå som otillbörligt. Här uttrycks emellertid att en otillbörlig kurspåverkan normalt får anses föreligga om åtgärden är inriktad på att gärningsmannen eller annan skall kunna göra en förtjänst på en affär.<sup>243</sup>

Åtgärderna skall vidare vara ägnade att vilseleda marknaden, vilket innebär att vilseleda andra köpare och säljare på marknaden beträffande priset på de aktuella värdepapperen.

#### **6.3.2 De objektiva rekvisiten**

De objektiva rekvisiten är delvis desamma som vid insiderbrott, vilka beskrivs i avsnitt xx, och definitionerna i lagens första paragraf gäller även förbudet mot kursmanipulation. För att straff skall kunna utdömas med stöd krävs först och främst, precis som vid insiderbrott, att åtgärden vidtagits vid handel på *värdepappersmarknaden*. Vidare skall den kurspåverkande åtgärden omfatta handel med *finansiella instrument*. Åtgärden skall även förväntas kunna påverka kursen på värdepapperen väsentligt. En faktiskt

---

<sup>243</sup> Prop 1995/96:215 95 ff.

effekt på marknadspriset behöver dock inte ha uppkommit, vilket framgår av formuleringen ”i avsikt att” i lagtexten. Detta innebär att brottet otillbörlig kurspåverkan är ett rent handlingsbrott, utan krav på någon form av fara - det är handlingen i sig som medför straffansvar. I förarbetena diskuterades huruvida brottet skulle utgöra ett s.k. effektdelikt, dvs. det skulle krävas att priset faktiskt har påverkats för att straffbarhet skall inträda. Man menade emellertid att det inte kan anses föreligga några sakliga skäl för att kräva att en prispåverkan inträffat. I avsikt att något minska de tillämpningssvårigheter som kan komma att uppstå menade man att det bör räcka med att det föreligger en avsikt att otillbörligt påverka priset.

I förarbetena har fastslagits att vad som skall förstås med *väsentlig kurspåverkan* bör överlämnas till rättstillämpningen att bestämma.<sup>244</sup>

### 6.3.3 De subjektiva rekvisiten

För straffbarhet krävs att en åtgärd skall vara vidtagen i *avsikt* att påverka priset på marknaden, och att denna prispåverkan skall vara *otillbörlig*, vilket innebär ett krav på att gärningsmannen skall ha haft direkt uppsåt i förhållande till effekten. Uppsåtsrekvisitet är en av de mer omdiskuterade frågorna i samband med marknadsmissbruk, och omfattningen av begreppet uppsåt beskrivs i kap xx ovan. Här innebär kravet på uppsåt att åtgärden skall ha vidtagits med direkt uppsåt att påverka priset.<sup>245</sup> Utan ett direkt uppsåt att otillbörligt påverka priset medför handlingen inte straffansvar.

Otillbörligheten innebär enligt förarbetena att åtgärden skall ha genomförts på ett oacceptabelt sätt. Den kan dels ha skett för egen vinning, men åtgärden kan även ha vidtagits för någon annans vinning, eller för att orsaka någon annan ekonomisk skada.<sup>246</sup>

Av allmänna regler om bevisning i brottmål följer att bevisbördan åligger åklagaren. Eftersom otillbörlig kurspåverkan är ett rent handlingsbrott, och någon kurspåverkan inte behöver ha ägt rum, är det tillräckligt att åklagaren kan styrka att handlingen var av ett slag som typiskt sett medför fara.<sup>247</sup>

I förarbetena diskuterades huruvida åklagaren även har bevisbördan för att styrka otillbörligheten i åtgärden. Man kom emellertid fram till att de avtal som anges i straffbestämmelsen till sin natur typiskt sett är sådana att de används vid kursmanipulationer. Om övriga förutsättningar för ansvar är uppfyllda torde man därför som regel kunna utgå från att avtalen ingåtts med avsikt att otillbörligt påverka priset på de finansiella instrument avtalet gäller. Den misstänkte skall i annat fall ange en rimlig förklaring till varför bedömningen bör bli en annan.<sup>248</sup>

Problemen med att visa att de subjektiva rekvisiten är uppfyllda avspeglas i de få rättsfall som hittills prövats i domstol. Det första rättsfallet rörde frågan om kurspåverkande åtgärder i det O-listenoterade bolaget Alfaskop AB år 2000. Den tilltalade anklagades för att ha försökt påverka kursen på

---

<sup>244</sup> Prop. 1995/96:215 s 73.

<sup>245</sup> Id s 94.

<sup>246</sup> Id s 96.

<sup>247</sup> Leijonhufvud, M – Wennberg, S, Brott och straff i affärlivet, s 17.

<sup>248</sup> Prop. 1995/96:215 s 72 f.

Alfaskop AB:s aktier på ett sätt som innebar en överträdelse av regelverket.<sup>249</sup>

Stockholmsbörsens chefsjurist blev kontaktad av en bolaget närstående person, som påpekade att datumet den 23 mars 1997 utgjorde ett viktigt datum för bolaget i anledning av en affärssuppgörelse. Börsens övervakningsavdelning uppmärksammade handeln i bolagets aktier och vidtog en utredning, varefter Finansinspektionen informerades. Finansinspektionen gjorde en anmälan till Ekobrottsmyndigheten som fortsatte utredningen. Utredningen försvårades av att handeln skett från utlandet.

Alfaskop AB noterades på Stockholmsbörsens O-lista den 24 februari 1997. Bolaget undertecknade 1996 ett avtal om köp av samtliga aktier i Tegneren AB. Av köpeskillingen om 27,1 miljoner kronor hade 21,5 miljoner kronor erlagts genom kvittning mot utgivande av nya aktier i Alfaskop till introduktionskursen 70 kronor. Tegneren erhöll härvid 307 143 aktier i bolaget. Tegneren hade i avtalet förbundit sig att återbetala motsvarande 40 procent av den eventuella kursuppgång som skulle kunna komma att föreligga den 24 mars 1997 klockan 12.00, jämfört med introduktionskursen om 70 kronor den 24 februari 1997. Den tilltalade var ägare av 60 procent av aktierna i Tegneren.

Åklagaren hävdade i tingsrätten att den tilltalade medvetet agerat för att hålla kursen på en så låg nivå som möjligt över tolvslaget den 24 mars 1997, och att han således gjort sig skyldig till grov otillbörlig kurspåverkan enligt 7 kap. 1 § 2 och 4 st. LHF, vari förbudet mot otillbörlig kurspåverkan då var intaget. Brottet skulle anses vara grovt då den tilltalade haft för avsikt att bereda bolaget B vinning med ett mycket betydande belopp, med motsvarande skada för Alfaskop.

Huvudägaren i Tegneren hade lämnat en rad försäljningsuppdrag att verkställas den 24 mars 1997, avseende totalt 139 000 aktier i Alfaskop. Uppdragen återkallades avseende 134 000 aktier efter klockan 12.00 samma dag.

Metoden att under en kort tid lägga en mängd säljorder om stora volymer på olika nivåer benämns att lägga ut en ”bombmatta”. Denna bombmatta gör det mer eller mindre omöjligt för någon att flytta kursen uppåt, eftersom det är mycket svårt att ”beta igenom” bombmattan.<sup>250</sup>

Tingsrätten konstaterar inledningsvis att det är ostridigt att den tilltalade lämnat de försäljningsuppdrag som åklagaren redovisat i sitt gärningspåstående, och att ett avtal av redovisade innehåll förelegat mellan bolagen. Eftersom bolagets aktier var noterade på Stockholmsbörsen hade åtgärderna vidtagits vid handel på värdepappersmarknaden, och omfattat finansiella instrument. Huruvida åtgärden kunnat förväntas ha väsentlig påverkan på kursen på värdepapperen togs ställning till i samband med undersökningen av hurvida de subjektiva rekvisiten var uppfyllda.

För att åtgärderna skall falla in under förbudet mot otillbörlig kurspåverkan krävs även att gärningsmannen skall haft avsikt att påverka priset på aktierna. Eftersom avtalsinnehållet var det enda som skulle kunna utgöra motiv för den tilltalade att vilja påverka säljkursen så mycket som möjligt ned mot 70 kronor, har tingsrätten enbart beaktat den påverkan de säljorder som den tilltalade lagt som lett fram till avslut till och med klockan 12.00 haft. Tingsrätten bortser således från att den tilltalade sålt aktier för 76

<sup>249</sup> Svea hovrätts dom 2001-10-30 i mål B 6675-00, se även Wallman, C, Otillbörlig kurspåverkan.

<sup>250</sup> Stockholms tingsrätts dom 2000-09-07 i mål B 4573-99 s 8.

respektive 75 kronor efter klockan 12.00, och menar att annat inte har blivit visat än att den tilltalade varit medveten om att dessa avslut ägt rum efter tolvslaget.

De försäljningar den tilltalade gjort före klockan 12.00 den 24 mars var 400 aktier för 81 kronor klockan 11.47, 1 000 aktier för 78 kronor klockan 11.48 och 1 000 aktier för 79 kronor klockan 11.49. Vid det senare tillfället har säljorden omfattat 5 000 aktier för säljkursen 79 kronor, varav 4 000 varit en sk dold order. Därefter har ytterligare 1 000 aktier tagits fram ur den dolda ordern och till samma säljkurs. Slutligen, klockan 12.00, har ytterligare en säljorder tagits fram om 130 000 aktier fördelade på två poster om 30 000 aktier vardera till säljkursen 79 respektive 81 kronor och en post om 70 000 aktier till säljkursen 83 kronor. I orderboken visades endast 1 000 aktier ur varje post, medan resten låg som dolda order.

Tingsrätten konstaterar att varje aktiehantering, köp liksom försäljning, påverkar aktiekursen för berörd aktie. Den tilltalades säljorder har också påverkat säljkursen för aktierna fram till tolvslaget från 83 kronor ned till 79 kronor. Denna skillnad i pris är enligt tingsrättens mening så pass marginell att det enbart därav inte kan utläsas någon verklig avsikt att påverka säljkursen nedåt. Huvudfrågan är emellertid om den tilltalades avsikt har varit att påverka priset. Tingsrätten konstaterar att en faktisk effekt i och för sig inte behöver ha uppkommit. Enligt tingsrättens mening innebär inte försäljningarna och den öppna redovisningen av säljkursen 81/78/79 kronor en sådan avvikelse från dagens högsta säljkurs om 83 kronor att detta kan ge stöd för någon annan avsikt än att den tilltalade har velat sälja en del av sina aktier i bolaget. Tingsrätten betonar dock det faktum att den tilltalade inför tolvslaget givit en mycket stor säljorder, 130 000 aktier för lägst 79 kronor, varav största delen, 127 000, varit en dold order, som nästan omedelbart efter tolvslaget har återkallats. Effekten av detta blev en sk bombmatta med en lägsta säljkurs om 79 kronor, dvs varje köpintresse fångades upp lägst på säljkursen 79 kronor, vilken därigenom blev lägsta säljkurs. Att avsikten med denna stora säljorder inte enbart varit att sälja aktier hade den tilltalade själv tillstått, varvid han uppgav att syftet med bombmattan var att försvara sig mot eventuella otillbörliga köp från motsidan. Den tilltalade tillstod sålunda att han vidtagit kurspåverkande åtgärder, men att dessa vidtagits i försvarssyfte.<sup>251</sup>

Tingsrätten menade att även om den tilltalades avsikt med agerandet varit att försvara sig innebär åtgärderna en påverkan på priset. Man konstaterar vidare att för att agerandet skall vara straffbart krävs att påverkan varit otillbörlig. Även otillbörligheten skall omfattas av det subjektiva rekvisitet, dvs den tilltalades avsikt skall ha varit att otillbörligt påverka priset. Tingsrätten hänvisar till förarbetena där det uttalas att motivet för den kurspåverkande åtgärden måste framstå som otillbörligt. Man hänvisar till att en i förarbetena angiven förklaring till otillbörligt syfte är att det i regel är fråga om kursmanipulationer som ingår som ett led i en plan att åstadkomma en förtjänst för någon, eller skada för någon annan. Tingsrättens bedömning är att motivet/avsikten med den kurspåverkande åtgärden, dvs ett försvar för mot en eventuell kursmanipulation från motparten i avtalet, inte kan vara otillbörligt i den mening som lagstiftaren avsett för att brottslig gärning skall anses vara begången. En invändning om nödvärn kan visserligen inte göras i detta sammanhang, men tingsrätten gör bedömningen att den tilltalades avsikt med, och effekten av, den ”låsta” säljkursen utgjorde en normal variation på marknaden. Tingsrätten anser att det inte har visats att avsikten

---

<sup>251</sup> Id s 10.

varit att skada vare sig motparten eller andra aktörer på börser. Den tilltalade hade således inte otillbörligt påverkat priset genom sitt agerande.<sup>252</sup>

Tingsrätten diskuterar slutligen den tredje förutsättning som skall vara uppfylld för att åtgärden skall vara brottslig, nämligen att åtgärden skall vara ägnad att vilseleda marknaden, dvs andra köpare och säljare av finansiella instrument på marknaden. Tingsrättens slutsats är att den tilltalades åtgärd inte var ägnad att vilseleda marknaden. Man menar att hans avsikt med att låsa säljkursen på lägst 79 kronor, och effekten därav, innebär en så pass marginell skillnad från den normala dagskursen att det inte kan bli fråga om ett säljpris som skulle kunna anses vara vilseledande i förhållande till den aktuella dagens rätta säljpris. Tingsrätten argument här för är att börser kursövervakare inte reagerade på den tilltalades säljorder, utan att det var först sedan man blivit uppmärksam på det aktuella datumet som en utredning inleddes.

Domen överklagades av åklagaren. Hovrätten gör en kort och koncentrerad bedömning av otillbörligheten i förfarandet. Man konstaterar att motstridiga intressen skapats genom avtalet mellan de bägge bolagen, i fråga om vilken aktiekurs som skulle vara mest fördelaktig vid det kritiska tolv-slaget den aktuella dagen. Ett eventuellt motiv för endera parten att, genom påverkan av kursen på aktien, få köpeskillingen så förmånlig som möjligt utifrån respektive intresse, upphörde kl. 12 den aktuella dagen. Man anmärker att en eventuell kurspåverkan från någon av parterna också efter detta klockslag i och för sig skulle kunna vara otillbörligt i lagens mening.

Rätten menar att det är högst märkligt att lägga en säljorder på 130.000 aktier två minuter i tolv, och därefter återkalla denna två minuter över tolv. Endast 3.000 aktier av ordern visades öppet, medan övriga utgjorde en dold order. Detta medförde att kursen inte pressades neråt på samma sätt som om hela ordern varit öppen. Däremot innebar åtgärden att en eventuell kursuppgång, på grund av den ökade efterfrågan på aktien, förhindrades. Enligt hovrättens mening framgår att detta var syftet med ordern dels genom själva förfarandet precis runt tolv-slaget, dels genom att den anklagade medgivit att det fanns ett sådant motiv.

Åtgärden framstod utåt som normal, men hade syftet att påverka priset genom att en kursuppgång skulle förhindras. Hovrätten gör på denna grund bedömningen att åtgärden varit ägnad att vilseleda köpare och säljare av den aktuella aktien, dvs marknaden, som är skyddsintresset i lagstiftningen. Förfarandet ansågs därmed vara otillbörligt, och åtalet för otillbörlig kurspåverkan bifölls.

Hovrätten fann att brottet inte var att beteckna som grovt, varför straffet blev nittio dagsböter.

#### **6.4 Exempel på tillåtna respektive otillåtna åtgärder**

I förarbetena diskuteras som ovan nämnts risken för att även åtgärder som skall vara tillåtna kan komma att träffas av straffbestämmelserna, och reglerna är noggrannt utformade för att i göriligaste mån söka undvika detta. Emellertid anges här vissa åtgärder som skall vara tillåtna, och sådana åtgärder finns även uppräknade i de regler som utgivits av Stockholmsbörsen, och i direktivet till marknadsmissbruksdirektiv.<sup>253</sup>

<sup>252</sup> Id s 10 f xx prop.

<sup>253</sup> Idem; Regler om stabiliseringsåtgärder, Stockholms Fondbörs 1995; marknadsmissbruksdirektivets preambel 8.



#### 6.4.1 Tillåtna åtgärder

- Åtgärder som offentliggjorts

I 9 § ISL stadgas förbud mot att ”i hemlighet” vidta vissa åtgärder, och förbud mot åtgärder som är ägnade att vilseleda marknaden. E contrario faller avtal eller åtgärder som inte är hemliga för marknaden utanför straffstadgandet. Den som offentliggör sina avsikter, t.ex. genom en presskommuniké eller underrättelse till börsen utan sekretessförbehåll, undgår således ansvar.<sup>254</sup>

Genom kravet på uppsåt utesluts som ovan nämnts legitima konsortialavtal och vanliga hembudsavtal.

- Kursstabiliserande åtgärder

Ett exempel på en marknadsoperation som anses vara tillåten just därför att information om förfarandet offentliggörs är de kursstabiliserande åtgärder ett emissionsinstitut ofta vidtager vid börsintroduktioner. Stockholmsbörsen utarbetade år 1995 särskilda regler rörande stabiliseringsåtgärder vid aktieemissioner och aktieutförsäljningar, enligt vilka kursstabilisering är tillåten under vissa förutsättningar. Åtgärderna skall syfta till att i samband med erbjudanden dämpa de temporära kursfall som kan bli följden av kraftigt säljtryck orsakat av att en stor mängd aktier samtidigt placeras i marknaden. Stabiliseringsåtgärder från ett emissionsinstituts sida medför vidare krav på information, prisrestriktioner, tidsbegränsning och att man offentliggör en förteckning över vidtagna åtgärder. I art. 8 i marknadsmissbruksdirektivet undantas handel i prisstabiliserade syfte från förbudet, som liksom i insiderstrafflagen för att vara tillåten skall ske öppet för undvikande av vilseledande signaler till marknaden.

- Återköp av egna aktier

Även förvärv respektive överlåtelse av egna aktier kan medföra att kursen på ett bolags värdepapper påverkas. Denna kurspåverkan är dock inte otillbörlig om den följer reglerna i 7 kap. aktiebolagslagen (1975:1385). Rätten för bolag att förvärva och överlåta egna aktier ökar emellertid riskerna för kursmanipulationer. I förarbetena till dessa regler betonas vikten av att ytterligare åtgärder för att motverka missbruk vidtas.<sup>255</sup> I art. 8 i marknadsmissbruksdirektivet undantas handel med egna aktier i återköpsprogram från det straffabara området om handeln offentliggörs. Reglerna om otillbörlig kurspåverkan omfattar emellertid den kurspåverkan som vid handel med egna aktier skett på ett otillbörligt sätt.

#### 6.4.2 Olämpliga förfaranden

I avsikt att tydliggöra innebörden av den nya lagstiftningen påbörjades 1997 ett samarbete mellan Svenska Fondhandlarföreningen, Stockholmsbörsen och OM Stockholm AB. I detta engagerades civilekonomen Ragnar Boman, som varit sekreterare i 1993 års insiderutredning. Utredningen resulterade

---

<sup>254</sup> Prop 1995/96 :215 s 95.

<sup>255</sup> Prop. 1999/2000:34 s 77. Xx förarb till förvärv av e aktier

1997 i en skrift med titeln Praktisk tillämpning av ny lagbestämmelse om otillbörlig kurspåverkan. I skriften diskuteras några praktiska situationer som kan tänkas uppkomma på olika delar av värdepappersmarknaden, som en vägledning åt marknadsaktörer. Redogörelsen nedan följer i huvudsak Bomans presentation.<sup>256</sup>

- Window dressing - painting the tape

*Window dressing* eller *painting the tape* innebär att t.ex. en person eller ett investmentbolag genom plötsliga och omfattande förvärv under en kort stund "flyttar" kursen på ett värdepapper en viss dag, t.ex. direkt inför årsskifte eller månadsskifte, i avsikt att sänka värdet i beskattningshänseende eller för att förbättra värdet av sitt innehav vid ett rapporteringstillfälle. Ett exempel på detta förfarande är fallet när en delägare i Perstorp AB anmälde till Finansinspektionen sedan han sista börsdagen 1998, dvs den dag Riksskatteverket, RSV, avgör vilken deklareringskurs som skall gälla för aktier, gjorde stora utförsäljningar av Perstorp AB:s A-aktie. RSV uppmärksammade utförsäljningarna och kontaktade OM Stockholmsbörsen. OM Stockholmsbörsen kontaktade i sin tur Finansinspektionen, som anmälde förfarandet till Ekobrottsmyndigheten. Kursen hade drivits ner från 93 kronor till 74,50 kronor, vilket ledde till att gärningsmannens förmögenhet och skatt avsevärt minskats i deklARATIONEN för 1998. Den misstänkte bestred kursmanipulation, och hävdade att affären var en vanlig arbitrageaffär utan annat syfte. Förundersökningen lades ned då åklagaren ej ansåg sig kunna visa på ett klart motiv.<sup>257</sup>

Även plötsliga stora köp kan vara ägnade att skapa ett intresse för den aktuella aktien och på så sätt höja kursen.

- Viss form av stödköp på penningmarknaden

Exempel på stödköpsåtgärder som kan vara straffbara är ett institut på penningmarknaden som har erhållit kännedom om att det ligger en mycket stor *stop-loss*-order från en aktör som gjort blankningstransaktioner, d.v.s. som har sålt först för att senare återköpa till ett lägre pris. *Stop-loss*-ordern skall utföras om kursen stiger över en viss nivå. Institutet köper först en stor post för egen räkning, och lyckas därmed pressa upp marknadspriset till den nivå där *stop-loss*-ordern utlöses. På grund av orderns storlek höjs kursen ytterligare, vilket även höjer värdet på den post som institutet köpte.

- Icke offentligt återköpserbjudande

Ytterligare ett fall är situationen när ett emissionsinstitut är *leadmanager* för ett syndikat som säljer exempelvis obligationer åt en emittent. I ett icke offentligt sidonavtal åtar sig emittenten att köpa tillbaka de obligationer som institutet inte kan placera. Åtgärden har ett klart syfte att hålla uppe marknadspriset på obligationen, och har vidare ett otillbörligt syfte, eftersom den syftar till att en kanske annars misslyckad emission åtminstone delvis skall kunna genomföras till fördel för emittenten. Genom att

<sup>256</sup> Boman, R, Otillbörlig kurspåverkan, s 23 f.

<sup>257</sup> Hårdare tag mot kursfiffel, Dagens Industri 2000-07-26, Wallman, C, Otillbörlig kurspåverkan, s 34.

sidoavtalet är hemligt och av kurspåverkande natur är förfarandet ägnat att vilseleda marknaden. Ansvariga företrädare för såväl emittenten som emissionsinstitutet har gjort sig skyldiga till otillbörlig kurspåverkan. Hade sidoavtalet emellertid offentliggjorts i prospektet skulle förfarandet troligen vara godtagbart, eftersom det då inte föreligger något vilseledande.

- Påverkan på aktiekurs via derivatmarknaden

Transaktioner på derivatmarknaden kan påverka kurserna på aktiemarknaden. Ett exempel är när en placerares förvärv av stora volymer köpoptioner i viss aktie leder till att aktörer köper samma aktie i avsikt att ”hedga”, dvs säkra, de utfärdade optionerna. Aktieköpen kan i de fall omsättningen av den aktuella aktien inte är stor leda till kursstegring.

#### 6.4.3 Svårbedömda fall

Det är uppenbart att förbudet mot otillbörlig kurspåverkan kräver en del ny kunskap av domstolarna, och svårigheterna med de bevis tekniska frågorna är stora. Exakt vilka fall av informationsmissbruk och kurspåverkande åtgärder som skall falla in under regelns tillämpningsområde är inte helt klart. Sedan förbudet mot kursmanipulation trädde i kraft 1997 har Finansinspektionen gjort åtal anmälningar till Ekobrottsmyndigheten i ett tjugo-tal fall av misstänkt kursdrivning, däribland ovan nämnda Alfaskop, Perstorp, Sintercast och Celtica. Av dessa har dom meddelats i två fall, Alfaskop AB och Sintercast AB, bägge fällande. I Perstorp AB och Celtica AB inleddes förundersökning vilken senare nedlades.

I följande situationer är emellertid gränsdragnings svårigheterna stora, och huruvida fallen är att anse som otillbörlig kurspåverkan eller inte får avgöras i praxis.<sup>258</sup>

- Stående köporder

En situation som skulle kunna utgöra ett fall av otillbörlig kurspåverkan är när en aktieägare med ett betydande innehav av aktier i ett börsbolag har en stående köporder till samma kurs på aktier i börsbolaget under en längre tid, i avsikt att hålla kursen på aktien uppe. Även i det fall ägaren fullgör sin anmälningsskyldighet enligt insiderstrafflagen, och/eller ”flaggar” på föreskrivet sätt, kan hans kurspåverkande åtgärder bedömas vara otillbörliga i det fall det kan visas att han haft ytterligare syften med åtgärderna.

- Program för inlösen av aktier

Kurspåverkande köp görs ibland av aktier som skall inlösas, eventuellt med restriktionen att detta skall ske endast till viss kurs. Har det kurspåverkande köpet gjorts av någon som hade ett stort tidigare innehav, och därmed hade ett påtagligt intresse av att inlösenprogrammet skulle genomföras, alternativt ett påtagligt intresse av en viss nivå på inlösenkursen, kan otillbörlig kurspåverkan vara för handen. I det fall bolaget har offentliggjort förfarandet har marknaden haft möjlighet att följa hur den genomsnittliga

---

<sup>258</sup> Se Boman, R, Otillbörlig kurspåverkan, s 26 ff.

marknadskursen utvecklades. Vilseledande har då ej varit för handen, varvid förfarandet inte faller in under straffstadgandet otillbörlig kurspåverkan.

#### 6.4.4 Troligen tillåtna förfaranden

I följande fall är inte de subjektiva rekvisiten uppfyllda genom att åtgärder inte vidtagits i syfte att påverka priset. Uppsåtsrekvisitet är lålunda inte uppfyllt, och förfarandena har inte vilselett marknaden.<sup>259</sup>

- Marknadsspel

Marknadsspel innebär att en placerare eller ett värdepappersinstitut emellanåt vill framstå som säljare när man är köpare och tvärtom, för att undvika att kursen drivs åt fel håll. Närliggande detta förfarande är att inte avslöja hur stora volymer man företräder på köp- eller säljsidan. Boman påpekar att detta beteende knappast kan utgöra otillbörlig kurspåverkan, eftersom beteendet ingår i det normala marknadsspelet, och delvis är självkorrigerande. Ju fler som deltar i spelet desto mer likvid blir marknaden, och desto svårare blir det att för en enskild aktör att påverka kursen.<sup>260</sup>

- Utnyttjande av marknadsposition

I det fall en bank eller ett värdepappersbolag tar hand om en hel emission av exempelvis visst statspapper från Riksgälden blir institutets innehav så stort att balansen mellan tillgång och efterfrågan rubbas i det aktuella papperet, vilket kan komma att påverka kursen. Har institutet inte något otillbörligt syfte med att ta hela emissionen kan den kurspåverkan institutet utövar inte anses vara otillbörlig.

- Optionshedging

Ett värdepappersinstitut kan i avsikt att skydda sin position förvärva/utfärda optioner på en aktie man har i lager. Därvid påverkas optionspriset på derivatmarknaden. Optionsprisets förändring är emellertid resultatet av genuint utbud och efterfrågan på optionen, och åtgärden är inte straffbar.

En liknande situation är när ett värdepappersinstitut på begäran av en kund utfärdar en icke standardiserad köpoption, OTC-option, på en relativt sällan omsatt börsnoterad aktie. OTC-optionen kommer att ägas av kunden tills den förfaller och är inte avsedd för handel. För att skydda sin optionsposition förvärvar institutet samtidigt den aktuella aktien på börsen. Aktiekursen påverkas därvid uppåt, varvid det teoretiska värdet av optionen stiger. Inte heller i denna situation har åtgärden vidtagits genom otillbörlig kurspåverkan.

### **6.5 Medverkan vid otillbörlig kurspåverkan**

Även de fall där gärningsmannen förmått andra att vidta kurspåverkande åtgärder omfattas sålunda av straffansvar enligt paragrafen och de allmänna medverkansreglerna i 23 kap 4 § BrB. För att en otillbörlig kurspåverkan

---

<sup>259</sup> Id s 29 ff.

<sup>260</sup> Idem.

skall kunna åstadkommas är i regel flera parter inbegripna, t.ex. en slutkund, en mäklare och/eller någon annan som utnyttjas för att syftet skall nås. Lagbestämmelsen i förening med de allmänna reglerna om medverkansansvar täcker otillåtna åtgärder av alla som deltar. Att ”föranleda någon annan” att begå en brottslig gärning kan vara straffbart. Exempelvis kan kunden som ger mäklaren ett uppdrag, eller som låter en bulvan förverkliga planen, ställas till ansvar. Även andra fall där någon förmår en annan person att göra en otillåten affär kan omfattas.<sup>261</sup> Vidare kan utförandet av en förbjuden marknadsoperation vara straffbart. Detta kan gälla t.ex. en mäklare som genomför en transaktion på marknaden med insikt om det otillbörliga syftet. Även andra former av delaktighet kan straffas som medverkan om någon uppsåtligt med råd eller liknande har främjat ett brott. Vidare måste medhjälparen inse att gärningsmannen har uppsåt.

Medhjälparens uppsåt skall inte endast omfatta den objektiva delen av otillbörlig kurspåverkan, utan gärningsmannens uppsåt. En jämförelse kan göras med svindleribestämmelsen i 9 kap. 9 § 1 st. BrB där det för straffbarhet krävs ett syfte att påverka priset på en vara, värdepapper eller annan egendom.<sup>262</sup> Medhjälparens uppsåt skall då omfatta att en annan person har syfte att påverka priset. I båda ovan nämnda fall torde det dock vara tillräckligt med vilken form av uppsåt som helst; direkt, indirekt eller eventuellt.

Underlåtenhet att lämna råd omfattas inte, utan det straffbara området är begränsat till de fall då någon aktivt vidtar en åtgärd på ett sätt som kan jämföras med råd.

#### 6.5.1 Medverkansansvar för värdepappersinstitut

Ett typiskt exempel på medverkan är när en fondkommissionär påverkar vissa investorer till att investera i aktien genom ovan nämnda s k *pegging*, varvid tidigare innehavare av aktien kan dra nytta av det påverkade värde investeringarna medfört. I propositionen nämns speciellt att detta framför allt kan komma att aktualiseras när placerare genomför en affär genom ett värdepappersinstitut, men man gör bedömningen att frågan om medverkansansvar för emissionsinstitut i dessa situationer bör överlämnas till rättstillämpningen att avgöra utifrån vanliga regler och principer om medverkansansvar i brottmål.<sup>263</sup>

För värdepappersinstitut och deras anställda kan det finnas anledning att överväga hur man skall ställa sig till om en kund lämnar ett uppdrag med ovanliga och egendomliga instruktioner.<sup>264</sup> Frågan om värdepappersinstitutets skyldighet att undersöka kundens syfte med en viss affär är omfattande och svår. Enligt ”sundhetsparagrafen”, 1 kap. 7 § lag xx om värdepappersrörelse, skall ett värdepappersinstitut bland annat inhämta uppgifter från sina kunder vad gäller deras ekonomiska situation, erfarenhet av värdepappersmarknaden och syftet med de tjänster de efterfrågar. Det är oklart om bestämmelsen också medför en generell skyldighet för institutet att undersöka kundens syften. Det torde emellertid ligga i sakens natur att

<sup>261</sup> Prop. 1995/96:215 s. 96.

<sup>262</sup> Holmqvist m.fl., Brottsbalken. En kommentar, s 23:68.

<sup>263</sup> Prop 1995/96:215 s 155 f.

<sup>264</sup> Boman, R, Otillbörlig kurspåverkan, s 18.

ett institut bör undersöka kundens avsikter om man har anledning att misstänka något otillbörligt syfte med uppdraget. Det finns t.ex. anledning för institutet att uppträda extra försiktigt gentemot en okänd kund, eller om en känd kund lämnar ett säreget uppdrag.<sup>265</sup>

Denna undersökningsplikt förstärks genom den anmälningsskyldighet för alla aktörer vid misstanke om brott som återfinns i marknadsmissbruksdirektivet. I art. 6 stadgas att var och en som yrkesmässigt handhar transaktioner med finansiella instrument utan dröjsmål skall meddela behörig myndighet om han misstänker att en transaktion kan utgöra insiderhandel eller kursmanipulation.

## **6.6 Sanktioner**

Straffet 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, skall dömas till fängelse i lägst sex månader och högst fyra år.

Eftersom otillbörlig kurspåverkan är ett rent handlingsbrott krävs inte att någon kurspåverkan verkligen skett för att brottet skall anses vara fullbordat. Utebliven kurspåverkan utesluter heller inte att brottet kan bedömas vara grovt. Den kurspåverkande effekten kan således inte alltid ligga till grund för att avgöra om brottet bör anses som grovt eller inte. I propositionen ges flera exempel på tillfällen då ett brott kan bedömas vara grovt. Vid organiserad och omfattande brottslighet som föregåtts av mer eller mindre noggrann planering, och där genomförandet kännetecknas av stor förslagenhet, bör brottet kunna bedömas såsom grovt oavsett om det kan bevisas att de vidtagna åtgärderna har lett till någon kurspåverkan eller ej. Detta avser närmast situationer med låg upptäcktsrisk och stora utsikter till väsentlig vinst. Vidare kan en försvårande omständighet vara att handeln genomförs från flera olika institut som dessutom kanske finns i olika länder. Sådan handel kan vara ägnad att avsevärt försvåra utredningen av brottsligheten. En situation där någon för egen eller annans vinning utnyttjar en ställning som innebär ett särskilt förtroende från andra personer bör vidare bedömas som grovt brott. Slutligen bör den omständigheten att ett värdepappersinstitut använder ett stort antal kunder uteslutande i syfte att driva upp kursen på ett visst instrument medföra att ett brott skall bedömas som grovt.<sup>266</sup>

Det kan i vissa fall inträffa att en gärning kan vara straffbar såväl som otillbörlig kurspåverkan som svindleri eller bedrägeri. Bestämmelsen om otillbörlig kurspåverkan skall då vara subsidiär i förhållande till brottsbalkens bestämmelser.

## **6.7 Marknadsmissbruksdirektivets bestämmelser**

Marknadsmissbruksdirektivet innehåller en omfattande reglering av det som i direktivet benämns *marknadsmanipulation*, med en detaljerad exemplifiering av situationer som är förbjudna. Förbudet att otillbörligt påverka marknaden återfinns i art. 5 i marknadsmissbruksdirektivet. Här förbjuds såväl fysiska och juridiska personer att otillbörligt påverka

<sup>265</sup> Id s 18. Se även marknadsmissbruksdirektivet art 6.

<sup>266</sup> Prop 1995/96 :215 s 76.

marknaden, på samma sätt som i förbudet för handel med insiderinformation.

Otillbörlig marknadspåverkan definieras i art 1 på följande sätt:

- a) Transaktioner eller handelsorder  
- som ger eller skulle kunna ge falska eller vilseledande signaler om tillgång, efterfrågan eller pris på finansiella instrument, eller som genom en persons agerande eller fleras samarbete låser fast priset på ett eller flera finansiella instrument vid en onormal eller konstlad nivå, om inte personen som utförde sådana transaktioner eller handelsorder kan påvisa att hans skäl att utföra dem är legitima och att dessa transaktioner eller order stämmer överens med godtagen marknadspraxis på den berörda reglerade marknaden.
- b) Transaktioner eller handelsorder där falska förespeglningar eller andra slag av bedrägerier eller manipulationer utnyttjas.
- c) Spridning genom medierna, inklusive Internet, eller på annat sätt av information som ger eller skulle kunna ge falska eller vilseledande nyheter, om personen som sprid informationen visste eller borde ha vetat att den var falsk eller vilseledande.

Vad gäller journalister när de verkar i egenskap av sin yrkesroll skall spridningar av sådan information bedömas, utan att artikel 11 åsidosätts, med hänsyn till regler som är tillämpliga på deras yrke, såvida inte dessa personer direkt eller indirekt erhåller en fördel eller uppnår en vinning genom att sprida informationen i fråga.

I artikeln ges vidare ett par exempel härledda från den huvuddefinition som anges i a, b och c:

- Att en person eller flera personer i samarbete verkar för att skapa sig en dominerande ställning när det gäller utbud eller efterfrågan på ett finansiellt instrument och därmed direkt eller indirekt fastställer inköps- eller försäljningspriser eller andra transaktionsvillkor som är oskäligen.
- Att köpa eller sälja ett finansiellt instrument strax innan marknaderna stänger och därmed vilseleda dem som handlar på grundval av slutkursen.
- Att utnyttja en tillfällig eller regelbunden tillgång till traditionella eller elektroniska medier genom att yttra sig om ett finansiellt instrument (eller direkt om emittenten av detta) efter att ha tagit positioner i detta finansiella instrument och sedan dra nytta av den påverkan dessa yttranden får på priset på det finansiella instrumentet, och detta utan att samtidigt ha offentliggjort intressekonflikten på ett korrekt och effektivt sätt.

Definitionerna av otillbörlig marknadspåverkan skall successivt ändras och utvidgas till att omfatta även nya handelsmönster som uppfyller de faktiska omständigheter som kännetecknar marknadsmissbruk.

I marknadsmissbruksdirektivet avdelning B räknas upp ett antal "illustrativa" exempel på metoder som används för marknadsmanipulation:

1) *"Trade-based actions" som ger en falsk bild av en aktivitet:*

- Transaktioner som inte innehåller en verklig övergång av äganderätten till ett finansiellt instrument ("wash sales"),
- Transaktioner där både köp- och säljorder läggs samtidigt, med samma pris och mängd, men av olika personer som samarbetar ("improper matched orders")
- Engagemang i en serie av transaktioner som rapporteras offentligt och ger ett intryck av aktivitet eller prisrörelse i ett finansiellt instrument ("painting the tape"),
- Engagemang i en aktivitet som har planerats av en flera personer och som flyttar priset på ett finansiellt instrument till en konstgjord högre nivå, varefter dessa finansiella instrument, eller andra instrument som samma personer äger, säljs ut ("pumping and dumping"),
- Pressa upp priset på finansiella instrument genom att öka efterfrågan på samma instrument ("advancing the bid").

2) *"Trade-based actions" som skapar minskat utbud:*

- Säkrande av sådan kontroll av köp- eller säljsidan av derivat och/eller underliggande tillgångar som medför att manipuleraren får dominant position och därigenom priset på det underliggande instrumentet blir manipulerat ("cornering"),
- Lika som "cornering" tar fördel av minskat utbud av en tillgång genom att kontrollera köpsidan och utnyttja marknadens efterfrågan när underskottet råder och således skapar ett konstlat pris; eller har betydande inflytande över utbud eller leverans eller har rätt att kräva leverans och använder denna för att på egen hand diktera onormala priser ("abusive squeezes").

3) *"Time-specific trade-based actions":*

- Förändra slutkursen genom att köpa eller sälja finansiella instrument när marknaden stänger och därigenom missleder dem som agerar på basis av slutkursen ("marking the close");
- Handel som stör spot- eller leveranspriset på ett derivatkontrakt;
- Handel som påverkar det särskilda spotpriset på ett finansiellt instrument som hade avtalats som det pris som bestämde värdet på en transaktion;
- Handel med finansiella instrument på ett sätt för att påverka priset på relaterade finansiella instrument.

4) *"Information-related actions".*

- Köp av finansiella instrument för egen räkning innan man rekommenderar det till andra och sedan säljer när med vinst när priset går upp på grund av rekommendationen ("scalping")
- Spridande av rykten för påverka andra att sälja eller köpa.
- Göra osanna uttalanden om fakta.
- Underlåta offentliggörande av fakta med materiellt intresse.



Förteckningen är inte uttömmande, utan skall endast tjäna till att ge en fingervisning om vilka handlingar som anses straffbara.

I art. 8 i marknadsmissbruksdirektivet undantas handel med egna aktier i återköpsprogram eller i prisstabiliserade syfte, som liksom i insiderstrafflagen för att vara tillåten skall ske öppet för undvikande av vilseledande signaler till marknaden.

### **6.8 Sammanfattande slutsatser**

Exemplifieringen av kursmanipulation i förarbetena är bristfällig, och mellan klara fall av otillåtna beteenden och klara fall av tillåtna beteenden finns en gråzon. Exemplifieringen i marknadsmissbruksdirektivet kommer att medföra klarare regler för vilka ageranden som utgör otillbörlig kurspåverkan, och kommer eventuellt att införas i det svenska regelverket.

Domstolen ställs inför svåra utmaningar då den skall ta ställning till fall av eventuell otillbörlig kurspåverkan. Praxisen på området är fåtalig och ämnet är relativt sett obehandlad i doktrinen. Av 28 utredningar rörande otillbörlig kurspåverkan har fjorton anmälts till åtal. Två personer har i juli 2002 dömts för otillbörlig kurspåverkan. Brotten är komplicerade och domstolarna har ännu så länge inte någon vana att bedöma den aktuella typen av mål. Att så många undersökningar lagts ned tyder på att utredare är osäkra på denna typ av frågor.

Kravet på direkt uppsåt är även i fråga om kursmanipulation i vissa fall förknippat med bevissvårigheter. Att införa ett oaktsamhetsbrott vid ringa fall av kursmanipulation, motsvarande insiderförseelse, skulle underlätta möjligheten till fällande dom för otillbörlig kurspåverkan.

## 7 Tillsyn och övervakning

Finansinspektionen, FI, är den statliga myndighet som har att utöva tillsyn över aktiemarknaden. FI:s övergripande mål är att bidra till finanssektorns stabilitet och effektivitet, och att verka för ett gott konsumentskydd.<sup>267</sup> FI har dels till uppgift att övervaka värdepappersbolagens verksamhet, dels en allmän tillsynsuppgift avseende börsen och de auktoriserade marknadsplatserna. Inspektionen granskar risker och kontrollsystem i de finansiella företagen och övervakar att företagen följer lagar, förordningar och andra regler. För att driva en verksamhet som erbjuder finansiella tjänster krävs tillstånd av FI. Inspektionen utfärdar föreskrifter och allmänna råd, och undersöker i vad mån förändring av lagstiftningen krävs.

Finansinspektionen bildades genom en sammanslagning av Bankinspektionen och Försäkringsinspektionen den 1 juli 1991.<sup>268</sup> FI:s uppgifter och funktion regleras i förordningen (1991:937) med instruktion för Finansinspektionen. Finansinspektionens tillsynsansvar grundar sig på den auktorisation som finansiella institut behöver för att få bedriva sin verksamhet. Under myndighetens tillsyn står idag ca 2 500 företag, värdepappersinstitut och marknadsplatser. Tillsynsansvaret är reglerat i en rad lagar.<sup>269</sup> Ansvar för övervakningen av att insiderstrafflagens bestämmelser följs åligger enligt 12 § insiderstrafflagen Finansinspektionen, FI. FI har utfärdat föreskrifter i vilka marknadsplatser och värdepappersinstitut åläggs skyldighet att övervaka handeln på så vis att insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan eller annat agerande som står i strid med god sed på marknaden upptäcks.<sup>270</sup>

Finansinspektionen skall enligt 14 § insiderstrafflagen lämna en utredning av insiderbrottslighet till åklagaren när det finns anledning att anta att brott mot insiderstrafflagen begåtts. Det ankommer därefter på åklagaren att pröva om en förundersökning skall påbörjas i ärendet.

Till stöd för Finansinspektionen i utredningsarbetet stadgas i 6 kap 1 a § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument en s.k. frågerätt. Frågerätten ger FI rätt att från följande företag, andra myndigheter m.fl. få de uppgifter som behövs för att utöva tillsyn:

- Aktiebolag eller annan juridisk person vars instrument tillsynen gäller.

<sup>267</sup> 2 § Förordning (1996:596) med instruktion för Finansinspektionen.

<sup>268</sup> Lag (1991:936) med anledning av Finansinspektionens inrättande.

<sup>269</sup> Utöver i insiderstrafflagen regleras tillsynsansvaret bl a i lag (1991:980) om handel med finansiella instrument, lag (1991:981) om värdepappersrörelse, lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet, lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument, lag (1999:1390) om system för avveckling av förpliktelser på finansmarknaden, lag (1993:931) om individuellt pensionssparande, (Finansinspektionen 2001d:5).

<sup>270</sup> FFFS 2001:05.

- Juridisk person som lämnat offentligt erbjudande om aktieförvärv.
- Moderföretag eller annan större ägare till sådant aktiebolag eller sådan annan juridisk person som avses i 1 och 2.
- Annan förvaltningsmyndighet.
- Börs, auktoriserad marknadsplats eller clearingorganisation.
- Börsmedlem eller clearingmedlem eller kontoförande institut.
- Den som driver värdepappersrörelse.

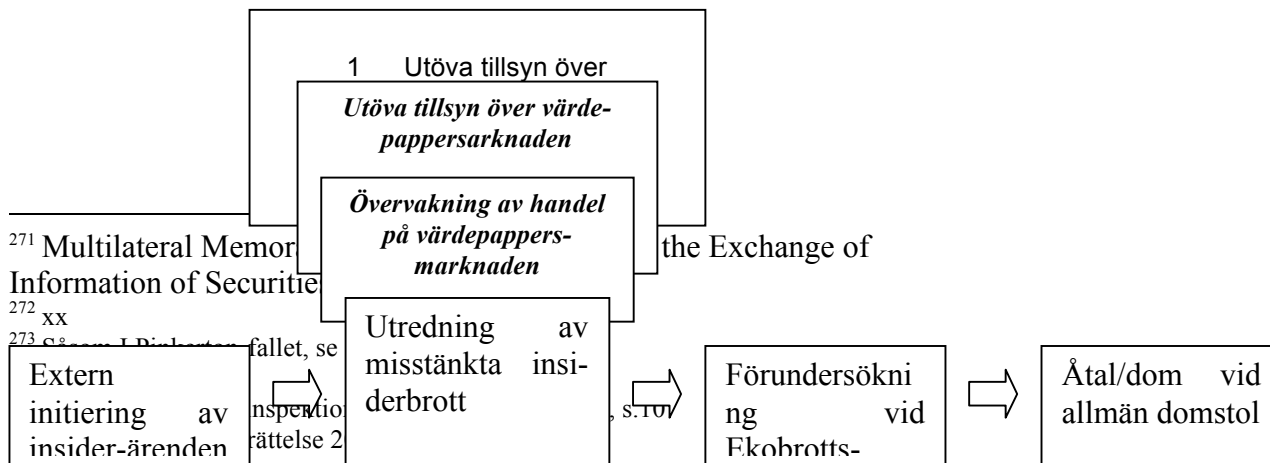
Frågorna kan ställas direkt till utländska börsmedlemmar, s.k. *remote members*. Inom EES-området finns ett avtal vilket bl.a. reglerar detta informationsutbyte.<sup>271</sup> FI har liknande avtal med flera andra länder. Även inom IOSCO<sup>272</sup> finns samarbetsavtal mellan medlemmarna.

För att utreda en eventuell misstanke om otillbörlig kurspåverkan är FI beroende av information om handeln i form av orderböcker, detaljerad orderlogg, avslutslistor etc. En annan viktig källa är bandupptagningar av samtal mellan mäklare och kunder.<sup>273</sup> FI har möjlighet att begära att få ta del av bandkopior av relevanta samtal från finansinstitut.

Genom att FI skall anmäla misstanke om brott får FI en dubbel funktion, nämligen att övervaka finansmarknaden och att utreda misstänkta insiderbrott. Uppdelningen har kritiserats i förarbetena eftersom gränsen mellan vad som är FI:s ansvar och skyldighet och vad som ankommer på Ekobrottsmyndigheten är svår att definiera.<sup>274</sup>

FI:s kostnader täcks av avgifter som inspektionen med stöd av 13 § insiderstrafflagen uppbär ifrån de institut som står under dess tillsyn. FI disponerar dock inte över dessa medel, utan har att förmedla inbetalda medel till staten. Finansieringen av FI sker i stället via anslag från statsbudgeten.<sup>275</sup> Anslaget var 130 miljoner kronor år 2000. Uppburna avgifter från tillsynsinstitutet uppgick till 120 miljoner kronor och ca 10 miljoner kronor i ansökningsavgifter.<sup>276</sup>

FI:s dubbla funktion beskrivs i figuren nedan, vilken vertikalt visar processen vid tillsyn och horisontellt utredning av misstänkta insiderbrott. De bägge leden visar olika synsätt på insiderbrott, där ur tillsynsperspektivet den viktigaste frågan blir att upprätthålla förtroendet för den finansiella marknaden, varvid alla typer av oegentligheter blir viktiga att söka stävja, medan ur utredningsperspektivet FI:s insats endast är en del av alla insatser som görs för att komma till rätta med lagöverträdelser. I den senare processen är FI:s ställning inte självklar, utan ett större ansvar läggs i stället på Ekobrottsmyndigheten.



Figur från Wesser, E, Har du varit ute och shoppat Jakob?, s.29

En nyligen presenterad avhandling vid Lunds Universitet om insiderbrott och insiderkontroll, behandlar hur FI utrett misstänkta insiderbrott under 1990- talet.<sup>277</sup> Avhandlingen behandlar 344 insiderärenden som FI öppnat under 1990-talet. Av dessa har 27 gått vidare till åklagare. Det framgår av redovisningen att merparten av de ärenden som identifierats och öppnats varit resultat av den löpande övervakning som Stockholmsbörsens marknadsövervakning och FI:s egen övervakningsenhet driver.

Över 200 olika aktiemarknadsbolag blev föremål för insiderutredningar under 1990-talet. De utgjorde en stor del av de bolag som omfattas av FI:s övervakning (sex av tio berörda bolag). Till bilden hör att vissa bolag tenderar att återkomma i flera utredningar.

Avhandlingen visar hur FI under 1990-talet successivt riktat allt mer uppmärksamhet mot de frågor som rör aktiemarknadsbolag och spridning av kurspåverkande information. Kurspåverkande händelser har alltså kommit mer i fokus för FI:s analyser och bedömningar än tidigare. I drygt hälften av de undersökta fallen har FI samlat in information från avräkningsnotor via värdepappersföretagen under tillsyn.

Genomströmningshastigheten för olika ärenden som FI hanterar har enligt avhandlingen avtagit. Här diskuterar rapporten hur en ökad arbetsbelastning, växande internationalisering och en ökad grad av komplexitet har påverkat FI:s utredningsprocesser och handläggningstider. Utredningarnas genomsnittliga längd anges till 6-7 månader, men det framhålls att skillnaderna mellan olika typer av ärenden har tenderat att växa.

Förändringar i metoder och angreppssätt har påverkat genomströmningen av ärenden och antalet åtalsanmälningar. Parallellt har fler beslut tagits om nedläggning av ärenden. Kritik har riktats mot FI för att inte ett tillräckligt antal fall av regelöverträdelse utreds. Ca 40 st insiderfall utreds varje år sedan insiderlagen infördes år 1991. Med en klart begränsad utredningskapacitet följer alltid risker för att utredningsaktiviteten blir för låg med långa utredningstider som följd. Ett insiderärende blir snabbt för gammalt och i praktiken omöjligt att utreda vidare. Tre av tio ärenden under 1990-talet avslutades av FI med motiveringen ”för gammalt”. Andra skäl för att avsluta utredningarna utan vidare åtgärd klassas enligt avhandlingen som ”icke-brott” och ”gränsdragningssskäl”. De senare fallen påverkas i hög grad av bedömningar och rutiner för gallring som utvecklas inom myndigheten. FI kan t.ex. väga in bevissvårigheter, rimlighetsaspekter och ta hänsyn till

---

<sup>277</sup> Wesser, E, Har du varit ute och shoppat , Jacob ?

praxis och förväntade reaktioner hos åklagarmyndigheten, inför nästa steg i processen.

De misstänkta insiderärenden som utreds av FI initieras oftast av insiderenheten själv, eller av de övervakningsavdelningar som finns vid respektive marknadsplatser, där Stockholmsbörsen är i särklass den största. Andra källor kan vara tips ifrån allmänheten, marknadsaktörer eller utländska tillsynsmyndigheter som FI har samarbetsavtal med. FI:s marknadsövervakning och därmed utredningsfunktion är beroende av att en väl fungerade marknadsövervakning finns vid de marknadsplatser och värdepappersinstitut som står under FI:s tillsyn.

Initiering av insiderutredningar mellan 1991-1999:<sup>278</sup>

<u>Ursprung</u>	<u>Andel</u>	<u>Antal</u>
Fi	41,9 %	135
Marknadsplatsernas övervakning	44,1%	142
Tips	11,8%	38
Utländsk myndighet	0,6%	2
Annan svensk myndighet	1,6%	5

FI:s utredning inleds med en utvärdering av de fakta som inkommit till myndigheten. På grundval av denna information fattas beslut om huruvida en utredning skall öppnas eller ej. Blir beslutet jakande påbörjas informationsinsamling. Med den sålunda insamlade informationen som bedömningsgrund prövar FI om det finns skäl att misstänka att ett brott har begåtts. Om så anses vara fallet överlämnas ärendet till åklagaren. Åklagaren och Ekobrottsmyndigheten inleder en förundersökning, vilken FI har rätt att bistå. I det fall bevisningen anses vara tillräckligt stark för att leda till en fällande dom väcker åklagaren talan om prövning av fallet i domstol.

### **7.1 Finansinspektionens sanktionsmöjligheter**

Finansinspektionen har med stöd i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument möjlighet att vidta åtgärder i form av vite eller återkallande av auktorisation mot de aktörer inspektionen har att utöva tillsyn över. FI har även rätt att utdöma sanktionsavgifter eller s.k. särskilda avgifter vid överträdelse av lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet av aktieinnehav. Inspektionen har emellertid inte möjlighet att utdöma administrativa sanktioner för personer eller företag som utför handlingar i strid med insiderstrafflagens regler.

Finansinspektionen och Ekobrottsmyndigheten föreslog år 1999 i en gemensam rapport att det i den allmänna översynen av insiderlagen borde diskuteras en komplettering av nuvarande sätt att utreda och lagföra otillåten insiderhandel med ett administrativt sanktionssystem.<sup>279</sup> Finansinspektionen och Ekobrottsmyndigheten anförde i rapporten att man som gemensamt mål har en effektivare insiderbekämpning, men att lagföringen av otillåten

<sup>278</sup> Wesser, E, Har du varit ute och shoppat Jakob?, s 80.

<sup>279</sup> Översyn av insiderlagstiftningen, Rapport den 9 juli 1999, s 11.

insiderhandel tar lång tid, ibland flera år, och är mycket resurskrävande. De bägge organen föreslog att nuvarande sätt att utreda och lagföra otillåten insiderhandel skulle kompletteras med ett administrativt sanktionssystem jämförbart med skattetillägget. Syftet var att erhålla en snabbare reaktion från samhällets sida än vad som är fallet idag. Dessutom skulle resurser från polis och åklagare frigöras. I rapporten konstateras att det råder brist på åklagare hos Ekobrottsmyndigheten. Myndigheterna hänvisar till att anmälningsskyldigheten för aktieinnehav avkriminaliserats genom att den tidigare straffbestämmelsen ersatts av en administrativ sanktionsavgift som beslutas av FI.<sup>280</sup> Vidare påpekas att Regeringen vid olika tillfällen uttryckt uppfattningen att förseelser med lågt straffvärde bör avföras från det kriminaliserade området, för att rättsväsendets resurser skall kunna användas på ett ändamålsenligt och effektivt sätt.<sup>281</sup>

Möjligheten att införa administrativa sanktioner som ett komplement till böter och fängelsestraff diskuterades under arbetet med insiderstrafflagen.<sup>282</sup> Man gjorde här bedömningen att ett administrativt sanktionssystem vid insiderbrott inte bör införas i Sverige. Avgörande för regeringens inställning är kravet på subjektivitet. Med subjektivt rekvisit menas, som redogörs för i avsnitt xx, en förutsättning som avser gärningsmannens psykiska inställning eller viljeinriktning. I insiderstrafflagen stadgas för insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan uppsåt och för vårdslöst insiderförfarande grov oaktsamhet. Prövning av huruvida det subjektiva rekvisitet är uppfyllt i ett enskilt fall görs av domstolen. I förarbetena ansågs visserligen att det får anses föreligga en presumtion för att i vart 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 införs. 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 bedömningen att eftersom brottet inte är en förseelse med lågt straffvärde, det ej bör avföras från det kriminaliserade området. Man valde emellertid av ovan angivna skäl att avvakta marknadsmissbruksdirektivet.<sup>283</sup>

Mot bakgrund av att administrativa sanktioner redan finns i en rad lagar i Sverige är det något överraskande att ett administrativt sanktionssystem ansågs inte vara förenligt med svensk rättsordning.

#### 7.1.1 Marknadsmissbruksdirektivets inverkan

I marknadsmissbruksdirektivet stadgas att varje medlemsstat skall utse en myndighet med befogenhet att övervaka tillämpningen av bestämmelserna. Medlemsstaterna skall införa straffrättsliga och administrativa sanktioner för överträdelse av bestämmelserna, och det anges att sanktionerna skall vara effektiva, proportionerliga och avhålla aktörer från att handla i strid med

<sup>280</sup> Översyn av insiderlagstiftningen, Rapport den 9 juli 1999, s 9ff.

<sup>281</sup> Se t ex prop. 1994/95:23, s 41 ff och 52ff.

<sup>282</sup> Prop. 1999/2000:109 s 39ff.

<sup>283</sup> Prop. 1999/2000:109 s 40.

regelverket.<sup>284</sup> I direktivet stadgas att tillsynsmyndigheterna själva eller i samarbete med andra tillsynsorgan skall ha rätt att göra följande:

- Hindra agerande som strider mot direktiven.
- Stoppa handel med finansiella instrument.
- Kräva att tillgångar fryses.
- Kräva tillfälligt stopp i en rörelsedrivande verksamhet.

I direktivet preciseras inte vilken typ av administrativ sanktion som skall införas, inte heller vilken typ av överträdelser som skall beivras.

I direktivet stadgas att myndigheten skall ha ansvar för tillsynen av emittenternas informationsplikt i de delar som har koppling till insiderbrottet. De konsekvenser direktivet har för FI:s arbete är betydande.<sup>285</sup> FI får vid ett införlivande av direktivet ansvar för tillsynen av spridning av information som rör finansiella instrument och som sker via alla former av media. De finansiella instrument som omfattas är de som är godkända eller kommer att godkännas på en reglerad marknad. FI:s informationsövervakning kommer att utökas, vilket kräver nya tekniska hjälpmedel och ökat resursbehov. En ökad informationsövervakning leder sannolikt till fler fall att utreda, vilket i sin tur medför att resursbehovet för att genomföra utredningar ökar.

En central fråga är hur tillsyn och övervakning av regelverket skall utövas. I art. 11 stadgas att varje medlemsstat skall ha en enda administrativ myndighet vilken ges befogenhet att övervaka tillämpningen av direktivets bestämmelser. I medlemsstaterna utövas idag tillsynen av marknaden på en mängd olika sätt. Vissa länder har flera olika tillsynsmyndigheter, eller system där börserna själva utför all marknadsövervakning. Genom att en enda behörig myndighet i varje medlemsland har till uppgift att övervaka direktivets efterlevnad menar man att tillsynen kommer att bli effektivare och klarare, och även leda till ett förbättrat samarbete mellan behöriga myndigheter i de olika medlemsstaterna.<sup>286</sup>

I art. 12 listas de befogenheter som tillsynsmyndigheten behöver för att på ett effektivt sätt utföra sina uppgifter. Myndigheten skall tilldelas vissa angivna befogenheter, bl.a. ha möjlighet att i utredningen erhålla uppgifter och telefonsamtal och datatrafik.

Tillsynsmyndigheterna skall, själva eller i samarbete med andra myndigheter, ha rätt att göra följande:

- Få ta del av alla relevanta dokument ("any document").
- Kräva information från vem som helst.
- Utföra inspektioner på plats.
- Kräva att få del av existerande listor över telefon- och datatrafik.
- Kräva stopp i ett agerande som strider mot direktivet.
- Stoppa handel med finansiella instrument.
- Kräva att tillgångar fryses.

---

<sup>284</sup> Preambel 36.

<sup>285</sup> Se vidare Agenda för en ny marknadstillsyn, Finansinspektionen 2002.

<sup>286</sup> Preambel 34.

- Kräva tillfälligt stopp i en rörelsedrivande verksamhet.

Myndigheten skall enligt art 16 kunna utöva sina befogenheter direkt, i samarbete med andra myndigheter eller företag, genom delegering till företag eller hemställen hos rättsliga myndigheter. Myndigheten skall samarbeta med övriga medlemsstaters tillsynsmyndigheter, och skall på begäran omedelbart förse annan myndighet med information. Vidare kan en myndighet begära att en myndighet i annan medlemsstat genomför en utredning, varvid den frågande myndigheten bör ges möjlighet att delta i den utredningen.

En behörig myndighet har dock möjlighet att vägra lämna ut uppgifter i ärenden där det rättsliga förfarandet redan har inletts, eller där slutlig dom redan har avkunnats. Även i ärenden som rör en medlemsstats suveränitet, säkerhet eller offentlig politik ges behörig myndighet möjlighet att vägra att lämna ut uppgifter.

I art. 13 stadgas att alla som arbetar eller har arbetat på denna tillsynsmyndighet skall vara bundna av sekretess. Denna stränga sekretess anges vara nödvändig för att informationsutbytet mellan de olika staternas tillsynsmyndigheter skall fungera, och för att den enskilda individens rättigheter skall respekteras.

## **7.2 Marknadsplatsens övervakningsfunktion**

I 4 kap 2 § LBC finns bestämmelser som bl.a. syftar till att motverka riskerna för insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan. Enligt dessa bestämmelser åligger det börser och auktoriserade marknadsplatser att ha ändamålsenliga regler för hur handeln vid börserna eller den auktoriserade marknadsplatsen skall gå till, och att övervaka att handeln och kursbildningen vid den egna marknadsplatsen sker i överensstämmelse med författning och god sed på värdepappersmarknaden. Marknadsplatsen är skyldig att på begäran av Finansinspektionen ge inspektionen terminalåtkomst till sina system för övervakning av handeln och kursbildningen. Finansinspektionen har vidare meddelat närmare föreskrifter om hur marknadsövervakningen skall bedrivas genom FFS 2001:05 Finansinspektionens föreskrifter om marknadsövervakning vid börser, auktoriserade marknadsplatser och värdepappersinstitut. Enligt 1 § skall börser eller auktoriserade marknadsplatser organisera eller låta organisera sin marknadsövervakning på sådant sätt att misstänkta fall av otillbörlig kurspåverkan upptäcks och utreds. Marknadsövervakningen skall vara organiserad så att den på ett tillfredsställande sätt kan övervaka att emittenter och medlemmar följer de regler som gäller vid börserna eller den auktoriserade marknadsplatsen. Marknadsövervakningen skall vidare ha kapacitet att kontinuerligt följa handeln och kursutvecklingen, följa uppgifter i massmedia och att inhämta information från olika myndigheter, medlemmar och företag. I det tekniska systemet skall enligt 2 § 3 st. införas lämpliga gränsvärden för vad som är att anse som onormala eller avvikande händelser. Enligt 5 § skall företagen utredning vid misstanke om otillbörlig kurspåverkan skyndsamt överlämnas till Finansinspektionen.

Börserna och de auktoriserade marknadsplatserna utför informations- och transaktionsövervakning för att kontrollera regelbundenheten. Övervakningen



går till så att handel och kursrörelser följs dels manuellt, dels med hjälp av datoriserade övervakningssystem. Systemen signalerar avvikelser i pris och omsättning, och även avvikelser från branschindex. Vid misstanke om kursmanipulation informeras Finansinspektionen.

I det noteringsavtal bolagen tecknar med börsen och de auktoriserade marknadsplatserna krävs att emittentbolagen lämnar information om kurspåverkande händelser. Sanktionsmedlen vid överträdelse av avtalen utgörs av varning, vite och avnotering. I Stockholmsbörsens regler uppställs krav på information om kurspåverkande uppgifter från börsbolagen. Börsens viktigaste medel att söka hindra utnyttjandet av information är att tillfälligt stoppa handeln i ett visst värdepapper då risken för sådan handel är uppenbar. Detta sker exempelvis inför ett uppköpserbjudande. Ett börsstopp kan ur marknadens synvinkel uppfattas som en signal att aktiekursen inte återspeglar all information av betydelse, eller att ny, för kursen relevant information snart kommer att offentliggöras. Genom att införa börsstopp förhindras spekulering, samtidigt som marknaden ges möjlighet att värdera den nya informationen.

### **7.3 Ekobrottsmyndigheten**

Ekobrottsmyndigheten, EBM, startade sin verksamhet den 1 januari 1998, och har till uppgift att som åklagarmyndighet bekämpa ekonomisk brottslighet, dels operativt ute på fältet och dels strategiskt som en resurs i samhällets samlade kamp mot brottsligheten. EBM har också till uppgift att kartlägga och analysera den ekonomiska brottsligheten ur ett helhetsperspektiv och att ta fram förslag till åtgärder som bekämpar denna brottslighet på det mest effektiva sättet. EBM består av ca 400 medarbetare. Däribland återfinns ca 75 åklagare, ca 200 poliser, ekonomer och administratörer som verkar för att upptäcka brott, utreda misstänkta brott och lagföra brottslingar.<sup>287</sup> Instruktioner för EBM finns i förordning 1997:898 med instruktion för Ekobrottsmyndigheten, och i 15 § anges att EBM skall samverka med bl.a. polisväsendet, skatteförvaltningen och tullverket. EBM, Finansinspektionen, OM Stockholmsbörsen AB och Svenska Fondhandlareföreningen har bildat ett nätverk i syfte att bland annat främja kontakterna och informationsutbytet i frågor av gemensamt intresse som rör handeln med värdepapper. De fall som handläggs vid EBM rör kvalificerad ekonomisk brottslighet av principiell natur eller av stor omfattning, både med nationell och med internationell anknytning. Efter framställning från annan åklagarmyndighet får fall som faller inom EBM:s ramar övertas av EBM. Vid osäkerhet om var ett fall skall handläggas avgörs frågan av Riksåklagaren.<sup>288</sup>

Det är i första hand fyra faktorer som är av intresse för att få en helhetsbild av hur ekobrottsbekämpningen fungerar i landet som helhet, nämligen;

1. Antalet avslutade ärenden i förhållande till antalet inkomna ärenden.
2. Antalet balanserade ärenden vid årsskiftet.
3. Lagföringsandel.
4. Genomströmningstid.

---

<sup>287</sup> [www.ekobrottsmyndigheten.se](http://www.ekobrottsmyndigheten.se).

<sup>288</sup> 3 § Förordning 1997:898.

Antalet inkomna ärenden är i stort sett oförändrat för år 2000 i förhållande till år 1999, medan antalet avslutade ärenden ökat betydligt. Detta innebär också att det totala antalet balanserade ärenden har minskat för årsskiftet 2000/2001. Lagföringsandelen har ökat eller har legat kvar på en för ekonomisk brottslighet hög nivå. Genomströmningstiden, dvs antalet dagar från inkommen brottsmisstanke till åklagarbeslut har ökat. Det goda resultatet vad gäller avslutade ärenden ger en negativ effekt på genomströmningstiden, då ett betydande antal gamla ärenden avslutats. I EBM:s årsredovisning för år 2000 antas att genomströmningstiden minskar i takt med att dessa äldre ärenden avslutas.

EBM är en anslagsfinansierad verksamhet, och tilldelades för år 2001 drygt 302 Mkr. Antalet anställda har ökat med ca 20 procent under de senaste två åren. För att uppfylla statsmakternas mål med verksamheten behövs enligt myndighetens bedömning en viss personell uppbyggnad inom en snar framtid.<sup>289</sup>

#### *7.3.1.1 Inkomna och avslutande ärenden*

Det totala antalet inkomna ekobrottsärenden till EBM för år 2000 var 2440, vilket är en minskning med 18 procent sedan 1998. Till den särskilda kammaren, som bland annat handlägger insiderärenden inkom under år 2000 65 ärenden, vilket är en ökning med 45 procent mot år 1998. Brott mot insiderstrafflagen, lagen om handel med finansiella instrument och aktiebolagslagen utgör emellertid en liten del, knappt 2 procent av den anmälda brottsligheten.

Som påpekats i avsnitt är det av de ärenden som utreds av FI endast ett fåtal som lämnas över till EBM. Av 453 misstänkta insiderärenden ledde endast 37 till åtalsanmälningar, och totalt åtta personer, varav fem i Pinkerton/Securitas-fallet, har blivit fällda för brott mot insiderlagen. I avsikt att komma till rätta med denna statistik har EBM och FI utarbetat en samverkande strategi för att beivra insiderhandel.<sup>290</sup>

- Utredningssamarbetet skall stärkas på kort sikt genom samarbetsavtal. Det nätverk som etablerats mellan myndigheterna och marknadsplatserna skall också stärkas för att få en mer effektiv kontroll och efterlevnad av reglerna.
- En ökad offentlighet från myndigheternas sida vid utredningar av misstänkt insiderhandel.
- FI skall aktivt verka för att tillgodose allmänhetens intressens på finansmarknaden genom att ställa högre krav på emittenter och marknadsplatser.
- Finna en lämplig form för att hantera de nya sanktionssystemen som kommer att instiftas i och med införandet av det nya EU direktivet om insiderhandel.

---

<sup>289</sup> Ekobrottsmyndigheten, Budgetunderlag 2002-2003, Dnr 900 2001/0024. Se även Elmertoft, A, Insiderbrott.

<sup>290</sup> ”Insiderbrott skall svida i plånboken”, Holmquist, R, och Norgren, C, Dagens Nyheter Debatt 2001-12-04.

I förarbetena till insiderstrafflagen föreslogs att utredningsansvaret vid insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan skall flyttas från FI till EBM,<sup>291</sup> vilket antogs innebära en effektivare handläggning. Skälet därtill angavs vara att den nuvarande ordningen väcker gränsdragning frågor mellan FI:s frågerätt och åklagarens inledande av förundersökning. Lagstiftaren valde dock att gå en annan väg, emedan Regeringen ansåg att FI bör ha kvar sin frågerätt för att kunna utföra en mer effektiv tillsyn av aktörerna på värdepappersmarknaden.<sup>292</sup>

EBM har kritiserats för att inte vara tillräckligt effektiv. Orsaken anges vara bl a att kompetensutvecklingen hos polis och åklagare är eftersatt.<sup>293</sup> Kritiken tillbakavisas av ekobrottsåklagare som anser att orsaken är att beviskraven är högre i ekobrottsmål, samtidigt som befogenheterna i underrättelsearbetet är sämre än vid andra grova brott.<sup>294</sup> Befogenheter såsom att beordra buggning eller telefonavlyssning vid grov ekonomisk brottslighet saknas t.ex. hos EBM.

#### **7.4 Domstolsbehandlingen**

Som framgår av avsnitt x är det få fall av misstänkta brott mot insiderstrafflagens regler som leder till prövning i domstol, och kritik har från flera håll riktas mot samhällets kontroll- och sanktionssystem. För att effektivisera hanteringen av denna typ av brottslighet har polis- och åklagarväsende genomgått stora förändringar och fått tillgång till ökade resurser. I takt med att den finansiella marknaden vuxit har också FI fått ökade resurser för att kunna utöva tillsyn och övervakning av marknaden. Möjligheterna till att upptäcka och utreda brott har således förbättrats. Det är emellertid även viktigt att misstanke om brott utreds snabbt och effektivt, och att misstanke om brott leder till en snabb behandling i domstol med adekvat påföljd. Mål om ekonomisk brottslighet ställer domstolarna inför svårigheter som normalt inte förekommer i t.ex. brottmål. Den finansiella marknaden är komplicerad och mångfacetterad, även i domstolarna skulle därför en ökad kompetens vara önskvärd.

Möjligheten att införa speciella domstolar för ekonomisk brottslighet lades fram i Regeringens proposition Om domstolar och ekobrotten, 1984/85:178. Man ansåg att goda förutsättningar för en snabb, effektiv och kvalificerad handläggning av mål om ekonomisk brottslighet skulle skapas genom en specialdomstol. Kravet på rättsäkerhet skulle också tillgodoses för den enskilde, då denne inte behöver sväva i ovisshet under de långa handläggningstider som är brukliga, och få sitt mål prövat av en domstol som är särskilt lämpad för uppgiften och insatt i de förhållanden och sedvänjor som råder på marknaden.

Förslaget innebar att handläggningen av vissa ekonomiska brott såsom skattebrott, gäldenärsbrott och valutabrott skulle koncentreras till ett begränsat antal tingsrätter, s.k. Eko-tingsrätter. De domare som skulle komma att handlägga målen får härmed en bred erfarenhet av denna typ av

---

<sup>291</sup> Prop. 1999/20:109 s 39.

<sup>292</sup> Id s 48.

<sup>293</sup> ”Åklagare brister i kompetens”, Nöteberg, R, Dagens Nyheter debatt 02-01-15.

<sup>294</sup> ”Ekoåklagare tillbakavisar kritik”, Fels, S – Gripenberg, P, Dagens Nyheter debatt 02-01-16.

mål. Även experter skulle knytas till dessa specialdomstolar, och ingå i rätten såsom särskilda ledamöter.<sup>295</sup>

Eko-tingsrätterna infördes 1986,<sup>296</sup> men antalet mål som behandlades blev få, och då nackdelarna ansågs vara större än fördelarna avskaffades Eko-tingsrätterna.<sup>297</sup> Möjligheten att ha en ekonomisk expert som ledamot av domstolen när frågan rör ekonomisk brottslighet finns dock kvar i 1 kap 8 § RB.

Även på senare tid har röster höjts för inrättandet av en specialdomstol för ekonomisk brottslighet. I en motion till Riksdagen föreslogs att en ekobrottsdomstol inrättas, eftersom den ekonomiska brottsligheten anses så speciell att den därför kräver extraordinära insatser.<sup>298</sup> Motionen fick dock avslag i Justitiekottets betänkande, vari angavs att försiktighet krävs vid inrättandet av nya specialdomstolar. RB:s regler som möjliggör för varje tingsrätt att vid behov handlägga brottmål med särskilda ledamöter ansågs utgöra ett bättre alternativ för att stävja den ekonomiska brottsligheten. Utskottet menade att problemen med de långa handläggningstiderna vid mål om ekonomisk brottslighet skulle komma till rätta med genom den effektivisering av förfarandet i allmän domstol som föreslogs i förarbetena till insiderstrafflagen.<sup>299</sup>

## 7.5 *Sammanfattande slutsatser*

Direktivet innebär när det införlivats i svensk rätt en effektivare marknads tillsyn och marknadsövervakning av värdepappersmarknaden. FI har tidigare med EBM aktualiserat en rad förslag till förbättringar inom detta område i samband med att insiderlagstiftningen setts över under senare år. I samband därmed föreslog bägge myndigheterna införande av sanktionsavgifter som ett komplement till en straffrättslig påföljd vid misstanke om insiderbrott. De nya EG-direktiven öppnar nu upp för ett sådant system, vilket kommer att förbättra marknads tillsynen och effektiviteten i sanktionssystemen.

Införandet av direktiven innebär för FI bl a följande:

- Undersökningsverksamheten kan förbättras genom att frågerätten utökas och ges fler möjligheter som t ex att frysa finansiella tillgångar. För att omsätta detta i praktiken behöver formerna för samverkan mellan FI och EBM utvecklas ytterligare.
- Omfattningen på FI:s undersökningsverksamhet ökas genom att inte bara insiderbrott skall undersökas utan också ett antal andra förseelser som sanktioneras av de nya EG-direktiven.
- Möjligheten att snabbt sanktionera beteenden med sanktionsavgifter öppnas. De organisatoriska och administrativa formerna för att utdöma sådana sanktionsavgifter måste därmed utvecklas.

---

<sup>295</sup> Jfr Sö- och handelsretten i Danmark.

<sup>296</sup> Prop. 1984/85:178. lag xx

<sup>297</sup> Prop. 1989/90:71. lag xx

<sup>298</sup> Motion 1999/2000:Ju422.

<sup>299</sup> Justitiekottets betänkande 1999/2000:JuU4, med hänvisning till prop 1999/2000:109.

Det finns flera utländska exempel på administrativa sanktionssystem avseende otillåten insiderhandel. Sådans system förekommer bland annat i England, USA, Frankrike, Spanien och Hongkong.<sup>300</sup> I England infördes administrativa sanktioner i och med införandet av Financial Services and Markets Act 2000, FISMA 2000. Den centrala bestämmelsen är FISMA 2000 sec. 18, som omfattar såväl insiderhandel som kursmanipulation. Objektiveringen av gärningsmannskapet framgår av sec. 118(1)(c), som betonar att hänsyn skall tas till inställningen hos "a regular user of that market".

Ett administrativt sanktionssystem skulle kunna utformas så att sanktionen enligt huvudregeln alltid skulle vara en administrativ avgift när exempelvis insiderförseelse har konstaterats. En sådan avgift kunde bestämmas med utgångspunkt i den vinst eller uteblivna förlust som erhållits genom den otillåtna affären. Om det otillåtna förfarandet däremot är av allvarigare art bör ärendet anmälas till åklagare för brottsutredning. Med allvarigare art avses fall där uppsåt misstänks och vinsten betydande, eller förfaringsättet varit graverande eller systematiskt.

Bekämpningen av marknadsmissbruk skulle underlättas av att samarbetet mellan FI och EBM förstärks, och att gränsdragningen mellan de två organens respektive roll i utredningsarbetet klargörs. FI:s främsta mål är att upprätthålla finansmarknadens integritet, och FI har att utarbeta rekommendationer och se till att dessa följs för att skydda finansmarknaden. EBM strävar i stället till att säkerställa att insiderstrafflagen efterföljs och att de som bryter mot lagen straffas. Dessa två olika mål kan resultera i att olika åtgärder anses lämpliga i kampen mot informationsbrotten.

Kompetenshöjande åtgärder för personer som har att avgöra frågor om marknadsmissbruk skulle kunna vara ett sätt att komma tillrätta med det informationsövertag som marknaden aktörer ofta har i denna typ av mål. Möjligen skulle en särskild domstol, modell den danska Sø- og handelsretten, kunna bidra till att underlätta bedömningen av mål rörande ekonomisk brottslighet i avsikt att överbygga detta informationsövertag.

---

<sup>300</sup> Översyn av insiderlagstiftningen, Rapport den 9 juli 1999 s 10 ff.

## 8 Slutord de lege ferenda

Lagstiftningen kan sägas uppfylla delar av sina syften, nämligen att förbjuda insiderhandel och kursmanipulation. Som visats ovan uppfylls dock knappast det i förarbetena uppställda syftet att upprätthålla förtroendet för den svenska finansmarknaden. Kontrollsystemet för att förhindra brott mot insiderstrafflagen ställs inför en mycket svår uppgift, och det är frågan om det är tillräckligt effektivt. Det är ett rimligt antagande att det sk mörkertalet för transaktioner som skulle kunna bedömas som brott mot insiderstrafflagen är tämligen stort. Endast i två procent av antalet av myndighet misstänkta brott har åtal väckts, och endast ca hälften av dessa har resulterat i fällande dom. Statistiken väcker tanken att åklagaren möjligen väljer att avstå från att väcka åtal i de mål som bedöms vara för komplicerade för att domstolen skall kunna göra en rättvis bedömning.

Möjligen skall man inte alls mäta insiderstrafflagens effektivitet genom antalet domar, utan i stället identifiera dess allmänpreventiva effekt och symbolfunktion för aktiemarknaden istället. Inte heller detta syfte uppnås emellertid med befintligt regelsystem, eftersom brott mot reglerna konstaterats vara vanlig.

Vidare kan konstateras att domstolarna överlag uppvisar stor frihet i sin bedömning, och några principiella gränsdragningar har inte gjorts i rättsfallen. Tillämpningen av påföljdssystemet för insiderbrott tenderar att vara relativt försiktig. Påföljderna har generellt sett varit milda, och domstolarna har använt olika argument för att söka undvika hårda straff. I den straffrättsliga doktrinen anføres att fängelse bör utdömas om brottet medför ett års fängelse eller mer. Detta innebär att om brottets konkreta straffvärde når denna nivå bör fängelse utdömas oavsett brottslighetens art, eller den tilltalades tidigare brottslighet. Är detta fallet krävs mycket starka skäl för att i stället för fängelse utdöma skyddstillsyn eller villkorlig dom. Mot denna bakgrund kan det synas något överraskande att fängelse inte utdömts oftare, i synnerhet som straffvärdet på brottet är högt, och brotten i vissa fall betraktats som grova. Såväl i Atle- som i Pinkerton-fallet har domstolen valt en påföljd under brottets abstrakta straffvärde, varvid man hänvisar till att det funnits särskilda skäl för att döma till ett lindrigare straff än vad som är föreskrivet för brottet. De särskilda skäl som har angivits är att i samtliga fall gärningsmannen tidigare var ostraffad, anledning till att han skulle komma att göra sig skyldig till fortsatt brottslighet antogs saknas, gärningen utförts i ungdomligt oförstånd och den negativa effekten av den massmediala uppmärksamhet rättegången rönt. Detta tyder på en osäkerhet rörande brottets allmänfarlighet, samt att domstolen anser att i den aktuella typen av brott, då det främst krävs att straffet uppfyller behovet av reparation i stället för prevention, brottets straffvärde är för högt, och drabbar den enskilde hårt jämfört med t ex straff vid våld mot person. Brott mot insiderstrafflagen begås oftast av människor som lever under ordnade förhållanden, och en fängelsedom slår hårt mot individen i jämförelse med ett bötesstraff.

För att investerarnas förtroende för marknaden skall kunna upprätthållas krävs dels att lagstiftningen har en preventiv verkan och att regelverket uppfyller aktiemarknadens krav på effektivitet och snabbhet vid

tillämpningen, dels att den enskildes berättigade anspråk på rättssäkerhet och integritet å den andra sidan, dvs förutsebarhet, tillgodoses. En viktig förutsättning för att lagstiftningen skall ha den åsyftade verkan är att ärenden om överträdelse av förbudet mot insiderhandel handläggs så snabbt och effektivt som möjligt. Upptäcktsrisken är en betydelsefull faktor för att individer skall avhålla sig från att begå brott. Det är därför av stor betydelse att inhämtande av information om affärer och säkerställande av bevis sker utan onödig tidsutdräkt. Behovet av en effektiv hantering av dessa frågor gäller såväl handläggningen hos Finansinspektionen och åklagare som förfarandet sedan åtal väckts fram till dess att målet prövats i domstol. En effektiv bevakning av efterlevnaden av reglerna bör öka den allmänpreventiva effekten. Vidare skulle ett närmare samarbete mellan Ekobrottsmyndigheten och Finansinspektionen sannolikt förbättra och effektivisera utredningsarbetet. Möjligen skulle en särskild domstol, t ex efter modell av den danska Sø- og handelsretten, kunna bidra till att underlätta bedömningen av mål rörande ekonomisk brottslighet i avsikt att överbrygga detta informationsövertag.

Många av de otillåtna handlingar som utförs på marknaden beror med stor sannolikhet på okunskap om de regler som gäller. En förenkling av regelverket skulle tillsammans med en ökning av kunskapen om reglernas innebörd öka efterlevnaden, men mot förenkling och ökad effektivitet står rättssäkerhetsaspekten. Marknadens aktörer måste på förhand kunna veta huruvida en handling är brottslig eller ej. En förenkling av regelverket kan medföra att centrala rekvisit blir oklara, och därmed förlorar i förutsebarhet. Emellertid skulle en upplösning av personkretsarna på så vis att var och en som bryter mot regelverket kan dömas till ansvar oavsett befattning eller i vilken ställning han mottagit informationen underlätta tillämpningen av regelverket. Insiderstrafflagen jämför primära och sekundära insiders i den mening att det blir av mindre betydelse vilka insiders som använt insiderinformation. Innehavet av insiderinformation ses istället som det väsentliga, och innehavarens ställning är av underordnad betydelse för den rättsliga bedömningen. Indelningen i primära och sekundära insiders är emellertid av intresse ur ett signaleringsperspektiv. Alla aktörer som faller under legaldefinitionen och anses vara insiders ger inte likartade signaleringseffekter till aktiemarknaden vid insiderhandel. Signaleringseffekten är kopplad till marknadens uppfattning om insideraktörens tillgång till information. Avgörande är vilka insiders som av marknaden uppfattas vara troliga innehavare av asymmetrisk information.

Offentliggörande av påföljder som utmätts som straff för brott mot insiderstrafflagen skulle komma att öka den preventiva effekten av regelverket. Dels kommer den dåliga publicitet som gärningsmannen drabbas av att ha en avskräckande inverkan, dels kommer offentliggörandet att upplysa marknaden om vilka påföljderna för brott mot reglerna är, vilket torde bidra till att säkra allmänhetens förtroende för marknaden.

Väsentlighetsrekvisitet är det rekvisit som domstolarna haft svårast att hantera. Av rättsfallen framgår att domstolarna är osäkra i sin bedömning av

väsentlighetsrekvisitet, samt huruvida en faktisk kurspåverkan måste ha inträffat eller inte för att förbudregeln skall bli tillämplig. En ändring av väsentlighetsrekvisitet till ”icke oväsentlig påverkan” i stället för ”ägnad att väsentligt påverka” skulle underlätta bevismöjligheten för åklagaren.

Insiderstrafflagen syftar till att förhindra att insiders utnyttjar asymmetrisk information. En åtgärd skulle kunna vara att minska tidsfristen för registrering i insiderärenden. Dagens aktiemarknader kännetecknas av stora kurssvängningar och snabb informationsassimilering. Kan registreringsplikten kopplas till transaktionstillfället kommuniceras insiders transaktioner i stället direkt till marknaden. Detta skulle medföra att marknaden omedelbart får tillgång till primära insiders transaktioner, och kan diskontera detta tillskott av information.

Ytterligare ett steg i denna riktning skulle införande av ett krav på förtida flaggning utgöra. Med förtida flaggning avses att insiders i förväg, exempelvis senast 48 timmar före en transaktion, offentliggör planerade förändringar i eget aktieinnehav till Finansinspektionen med angivande av transaktionsdatum i enlighet med en fastställd procedur. Nackdelen med ett dylikt förfarande är att förtida flaggning kan ha en kurspåverkande effekt, vilket kan komma att missbrukas. Förfarandet bör inte göras tvingande i den mening att en aktör är bunden att genomföra en transaktion, men däremot skall inga transaktioner tillåtas utan föregående flaggning. Bl a till överträdelse av detta förfarande lämpar sig administrativa sanktioner utmärkt.

Slutligen kan man ifrågasätta om syftet med lagstiftningen kan uppnås genom endast specialstraffrättslig normgivning. Som komplement skulle möjligheten att resa civilrättsliga skadeståndskrav, med andra beviskrav och andra krav på subjektiv täckning, uppnå större effektivitet genom aggressivare och snabbare åtgärder. En rätt till skadestånd måste vara en viktig faktor i uppbyggnaden av den tilltro till värdepappersmarknaden som regleringen syftar till. Hot om åläggande att betala sk skadestånd skulle även öka den preventiva effekten av regelverket. Den enskildes möjlighet till kompensation skulle öka ytterligare genom att de belopp som förverkas i den aktuella typen av mål avsätts för detta ändamål. Staten kan anses utgöra bärare av de intressen som normeringen avser skydda, och influtna skadeståndsbelopp kan även användas för att bidra till finansieringen av tillsynen och marknadsövervakningen. Dessa metoder ryms möjligen inte inom det nya direktivet, utan kräver nya initiativ från Kommissionen.



