



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Tommy Nilsson

Insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan

Examensarbete
20 poäng

Handledare: Torsten Sandström

Ämnesområde: Kapitalmarknadsrätt/Straffrätt

VT 2002

Innehållsförteckning

SAMMANFATTNING	1
FÖRORD	3
FÖRKORTNINGAR	4
1 INLEDNING	5
1.1 Bakgrund	5
1.2 Syfte, frågeställningar samt avgränsning	6
1.3 Material och metod	6
1.4 Disposition	7
2 TILLSYNSMYNDIGHETER M.M.	9
2.1 Finansinspektionen	9
2.2 Ekobrottsmyndigheten	11
3 SKYDDSINTRESSEN	12
4 EN INTERNATIONELL UTBLICK	14
4.1 EU	14
4.1.1 Insiderdirektivet	14
4.1.2 Förslag till direktiv om marknadsmissbruk	16
4.2 USA	17
4.3 Internationella samarbetsorgan	19
5 INSIDERBROTTE	21
5.1 Lagstiftningens framväxt	21
5.2 Handelsförbudet	22
5.2.1 Personkretsens omfattning	22
5.2.2 Insiderinformation	25
5.2.3 Värdepapper som avses	30
5.2.4 Handel på värdepappersmarknaden	31
5.2.5 Handel för egen eller annans räkning	34
5.2.6 Föranleda någon till handel genom tips eller rådgivning	35
5.2.7 Undantag från handelsförbudet	35

5.3	Obehörigt röjande av insiderinformation	37
5.4	Påföljder	38
5.4.1	Straff	38
5.4.2	Förverkande	40
6	OTILLBÖRLIG KURSPÅVERKAN	42
6.1	Lagstiftningens framväxt	42
6.2	Insiderstrafflagens reglering av otillbörlig kurspåverkan	44
6.2.1	Gemensamma rekvisit	45
6.2.2	Skenavtal och hemliga avtal (9 § 1 st)	47
6.2.3	Andra fall av otillbörlig kurspåverkan (9 § 2 st)	48
6.3	Rättspraxis	49
6.3.1	Pinkerton/Securitas-målet	49
6.3.2	Alfaskop	50
6.4	Påföljder	52
7	DEN ADMINISTRATIVA REGLERINGEN	54
7.1	Allmänt	54
7.2	Anmälningsskyldighet	54
7.3	Förbud mot korttidshandel	55
8	ÄR LAGSTIFTNINGEN EFFEKTIVT UTFORMAD?	58
8.1	Allmänt	58
8.2	Oklarheter i och svårigheter med vår nuvarande lagstiftning	58
8.2.1	Insiderbrotten	58
8.2.2	Otillbörlig kurspåverkan	60
8.3	Alternativ till och förbättringar av vår nuvarande lagstiftning	61
9	AVSLUTANDE KOMMENTAR OCH SLUTSATSER	65
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	67

Sammanfattning

Syftet med denna uppsats har varit att beskriva och analysera hur lagstiftningen avseende insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan utformats i Sverige. En översiktlig presentation har även genomförts av EU:s direktiv inom området och den amerikanska insiderlagstiftningen. Utifrån denna presentation har jag dragit slutsatser avseende lagstiftningens effektivitet. En effektiv lagstiftning mot marknadsmissbruk är nödvändig för att upprätthålla allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden. Om inte förtroendet upprätthålls leder detta i sin förlängning till en lägre omsättning, sämre marknadseffektivitet samt minskad tillgång på riskkapital. Sammantaget innebär detta en lägre välfärd för landets medborgare.

I januari 2001 ersattes den då gällande insiderlagen (1990:1342) av två nya lagar. Syftet med förändringen var att skilja mellan de straffrättsliga och administrativa delarna av insiderhandel. De straffrättsliga stadgandena återfinns numera i insiderstrafflagen (2000:1086) medan lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument innehåller den administrativa regleringen.

Insiderstrafflagen innehåller tre olika straffsanktionerade förbud. För det första är det *handelsförbudet* som är ett förbud för alla, inte bara för personer i ledande ställning, att på värdepappersmarknaden handla med finansiella instrument på basis av information som inte är allmänt känd. Gör någon det föreligger insiderbrott. Det andra förbudet som infördes i svensk lagstiftning i samband med insiderstrafflagens ikraftträdande i januari 2001 benämns *obehörigt röjande av insiderinformation*. Förbudet innebär att det är förbjudet att röja uppgifter som är ägnade att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument. Personkretsen som omfattas är den som har anställning, uppdrag eller annan befattning som normalt innebär att han eller hon får kännedom om insiderinformation. Förbudet gäller även för den som erhåller insiderinformation om ett bolag där han eller hon äger aktier. En skillnad mot handelsförbudet är att brottet inte kräver att det obehöriga röjandet medför att köp eller försäljning sker. Det tredje förbudet benämns *otillbörlig kurspåverkan* och är kortfattat uttryckt ett förbud mot att vidta olika åtgärder i kursdrivande syfte.

De administrativa bestämmelserna avseende marknadsmissbruk återfinns i lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument. Det är här fråga om regler om anmälningsskyldighet för personer med insynsställning i aktiemarknadsbolag samt förbud mot korttidshandel. Bestämmelserna är närmast av ordningskaraktär och det främsta syftet med införandet var att minska incitamenten att begå insiderbrott. Förbudet mot korttidshandel innebär att den som förvärvar aktier i ett aktiemarknadsbolag inte inom tre månader får överlåta motsvarande antal aktier av samma slag.

Vad gäller lagstiftningens effektivitet har konstaterats att mängden fällande domar för både insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan är mycket liten. En anledning är enligt min mening att lagstiftningen innehåller tolknings- och bevissvårigheter. Orsaken till detta är i sin tur bland annat att lagstiftningen utformats så flexibelt att den inte är entydig och klar. Effektiviteten är således bristfällig och skulle kunna förbättras genom att ytterligare administrativa sanktioner infördes. Vidare borde Finansinspektionen och Ekobrottsmyndigheten tillföras större resurser och samarbetet mellan myndigheterna förbättras. Beroende på att en allt större del av värdepappersaffärerna sker över nationsgränserna är det viktigt att det internationella samarbetet förbättras ytterligare. Slutligen anser jag att en bättre effektivitet skulle uppnås om Sverige införde en del av de bekämpningsmetoder som USA har. Exempelvis gäller detta möjligheten att vid en fällande dom ge belöning till den som tipsat om brottet.

Förord

Jag har under en längre tidsperiod intresserat mig för de problem som den ekonomiska brottsligheten skapar. Att mitt val av ämnesområde för examensarbete föll på insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan är därmed naturligt. Lagstiftningen mot marknadsmissbruk har under den senaste tioårsperioden genomgått stora förändringar och inom EU utarbetas just nu ett förslag till direktiv om marknadsmissbruk. Ämnet är därmed aktuellt och under ständig utveckling.

Ett stort tack till min handledare Torsten Sandström, juridiska fakulteten vid Lunds Universitet, för visat engagemang och vägledning vid utformandet av uppsatsen. Slutligen vill jag även tacka min sambo Sandra för hennes stora stöd under hela min studietid.

Lund den 8 april 2002

Tommy Nilsson

Förkortningar

AMN	Aktiemarknadsnämnden
BrB	Brottsbalken
CESR	The Committee of European Securities Regulators
EBM	Ekobrottsmyndigheten
EU	Europeiska unionen
FESCO	The Forum of European Securities Commissions
FI	Finansinspektionen
HD	Högsta domstolen
IOSCO	The International Organization of Securities Commissions
LBC	Lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet
LHF	Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument
LVR	Lagen (1991:981) om värdepappersrörelse
NJA	Nytt juridiskt arkiv
Prop	Proposition
SEC	Securities and Exchange Commission
SOU	Statens offentliga utredningar

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Under de senaste åren har ett flertal incidenter inträffat som visat på svagheter med vår nuvarande lagstiftning mot marknadsmissbruk.¹ Det har rört sig om ageranden som från allmänhetens synpunkt har uppfattats som ohederliga och klandervärda. Trots denna uppfattning har det vid ett flertal tillfällen visat sig att förövarna gått fria.² För att upprätthålla allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden och säkra tillgången på riskkapital är det av stor vikt att lagstiftningen mot insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan utformas på ett effektivt sätt. Endast genom att effektivt motverka det marknadsmissbruk som insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan utgör är det möjligt att upprätthålla allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden.

Syftet med insiderlagstiftningen är att underlätta att samtliga aktörer på värdepappersmarknaden har tillgång till samma information. I praktiken förhåller det sig dock så att vissa aktörer på grund av anställning eller annan anknytning till företag förfogar över insiderinformation. Genom att utnyttja denna information är det möjligt att erhålla en betydande överavkastning på investerat kapital.

För att aktiemarknaden skall fungera på ett optimalt sätt har det ansetts nödvändigt att motarbeta utnyttjandet av kurspåverkande insiderinformation. Lösningarna skiljer sig mellan olika länder men den vanligaste metoden för att stävja och minimera insiderhandel som förespråkas av både EU och USA är en kombination av lagreglering och omfattande tillsynsarbete.

Under 1990-talet har det vid ett flertal tillfällen genomförts lagändringar inom lagstiftningen mot marknadsmissbruk. Den mest ingripande skedde 1997 då straffstadgandet otillbörlig kurspåverkan infördes i den dåvarande insiderlagen. Syftet med lagändringarna har varit att motverka marknadsmissbruk och förbättra allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden.

De nuvarande svenska bestämmelserna om insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan återfinns i insiderstrafflagen (2000:1086). I lagen anges vilka personer som omfattas av gärningsbeskrivningarna, vilken typ av information som inkluderas samt de påföljder som kan bli aktuella. Utöver

¹ Med *marknadsmissbruk* avses i denna uppsats förfaranden som faller under straffstadgandena för insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan. Gemensamt för dessa ageranden är att de minskar allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden.

² Se exempelvis Sydsvenskan (2002): *Bo Skarinder kräver insiderlag med tänder*, 2002-01-26.

de straffrättsliga reglerna innehåller lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument betydelsefulla administrativa regler.

1.2 Syfte, frågeställningar samt avgränsning

Uppsatsens övergripande syfte är att undersöka och analysera hur lagstiftningen avseende insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan utformats. Vidare avser jag att försöka utreda vilka brister lagstiftningen har och ge förslag till eventuella förbättringar. Jag har valt att precisera mitt syfte med följande frågeställningar:

- *Hur har den svenska lagstiftningen avseende insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan utformats?*
- *Är vår nuvarande insiderlagstiftning effektivt utformad och vilka förbättringar bör göras?*
- *Är självreglering att föredra framför lagstiftning?*

Den avgränsning som gjorts är att uppsatsen huvudsakligen är inriktad på svensk rätt. För att få en bakgrund till den svenska lagstiftningen kommer dock den amerikanska insiderlagstiftningen att behandlas översiktligt. Av samma anledning presenteras även de direktiv och förslag till direktiv som EU utfärdat. Presentationen av den amerikanska och EU:s lagstiftning mot marknadsmissbruk fyller även en viktig funktion genom att den hjälper mig att utvärdera om den svenska insiderregleringen är att se som effektiv.

1.3 Material och metod

Uppsatsens källmaterial utgörs främst av förarbeten samt författningstext. Därutöver har jag även hämtat underlag från relevant rättspraxis och doktrin. Med bakgrund av att lagstiftningen är relativt ny finns enbart en begränsad mängd rättspraxis att tillgå.

Vid min redogörelse för och analys av straffstadgandet otillbörlig kurspåverkan har jag förutom förarbeten i stor utsträckning använt mig av den utredning som Svenska Fondhandlareföreningen i samarbete med Stockholms Fondbörs och OM Stockholm AB utförde under 1997.³ Utredningen leddes av civilekonomen Ragnar Boman som tidigare spelat en viktig roll vid tillkomsten av den gällande lagstiftningen. Han har bl. a. tjänstgjort som sekreterare i 1993 års insiderutredning, vars förslag ledde fram till vår nu gällande lagstiftning.

³ Boman (1997): *Praktisk tillämpning av ny bestämmelse om otillbörlig kurspåverkan*. Ur FAR:s Regelsamling (2001) del II Börs & Värdepapper.

För att uppnå mitt syfte har jag använt mig av sedvanlig juridisk metod. Med detta menar jag att jag under belysning av relevant litteratur och rättspraxis har studerat hur lagstiftningen avseende insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan utformats. Mina egna synpunkter kommer att redovisas löpande i texten och då främst i kapitel 8 där jag analyserar och utvärderar om den svenska lagstiftningen är att se som effektiv.

1.4 Disposition

Jag har valt att disponera uppsatsen på följande sätt. Efter ett inledande kapitel med bakgrund, syfte, frågeställningar, avgränsningar samt material och metod redogör jag i *kapitel 2* för hur ansvaret för insiderfrågor är fördelat i Sverige. I kapitlet berörs Finansinspektionens och Ekobrottsmyndighetens verksamhet.

I *kapitel 3* redogörs för det skyddsintresse som motiverar en lagstiftning mot marknadsmissbruk. Även de vanligaste argumenten mot en reglering kommer här att framföras.

I *kapitel 4* följer en internationell utblick. Såväl den amerikanska som EG:s lagstiftning kommer här att översiktligt behandlas. Kapitlet tjänar som bakgrund till presentationen av insiderbrotten och otillbörlig kurspåverkan i kapitel 5 och 6 men även till diskussionen om lagstiftningens effektivitet i kapitel 8.

Vid redogörelsen av lagstiftningen mot insiderbrott i *kapitel 5* presenteras de två insiderbrotten, som utgörs av brott mot handelsförbudet och obehörigt röjande av insiderinformation. Därefter följer i *kapitel 6* en redogörelse för brottet otillbörlig kurspåverkan. Vid presentationen av insiderbrotten har jag valt att väva in rättspraxis i den övriga redogörelsen medan ett annat tillvägagångssätt valts vid behandlingen av otillbörlig kurspåverkan. Här har jag i stället valt att behandla rättspraxis under en enskild kapitelrubrik. Min motivering till detta är att det enbart finns två domstolsavgörande och den skilda uppdelningen gynnar därmed översiktligheten.

I *kapitel 7* följer en presentation av de administrativa reglerna mot marknadsmissbruk som huvudsakligen införts för att minska incitamenten för insiderhandel. Presentationen som är relativt översiktlig behandlar anmälningsskyldigheten till insiderregistret samt förbudet mot korttidshandel.

Kapitel 8 innehåller en diskussion avseende de oklarheter som finns i vår lagstiftning mot marknadsmissbruk. Jag har här valt att koncentrera mig på ett antal problem som vållar särskilt stora problem i rättstillämpning och tillsynsarbete. Utöver detta behandlas även frågan om lagstiftningen är effektiv och vilka förändringar som bör göras.

Arbetet avrundas i *kapitel 9* där jag ger en avslutande kommentar och presenterar mina slutsatser i ämnet

2 Tillsynsmyndigheter m.m.

2.1 Finansinspektionen

Finansinspektionen (FI) fungerar som tillsynsmyndighet över de finansiella marknaderna och agerar i denna roll främst inom försäkrings-, kredit- och värdepappersmarknaderna. Det övergripande målet med myndighetens verksamhet är att tillgodose att det finansiella systemet är effektivt och att hänsyn tas till såväl samhällets krav på finansiell stabilitet som konsumentskydd. Målet har preciserats med ett antal specifika uppgifter som exempelvis att utvärdera utvecklingen inom det finansiella området och göra plats- och skrivbordsundersökningar för att övervaka att lagar och föreskrifter efterlevs.⁴ Bland de organisationer som står under FI:s tillsyn hör bl. a. banker, försäkringsbolag och fondbolag.⁵

Enligt 12 § insiderstrafflagen skall FI övervaka efterlevnaden av lagens bestämmelser. I uppgiften ingår att i initialskedet granska såväl misstänkta fall av insiderbrott som otillbörlig kurspåverkan. Så snart det finns anledning att anta att insiderbrottslighet eller otillbörlig kurspåverkan föreligger skall enligt 14 § insiderstrafflagen anmälan göras till åklagare. Enligt motiven till insiderlagstiftningen är det viktigt att FI:s tillsynsverksamhet inte blandas ihop med brottsutredande verksamhet.⁶

Marknadsövervakningsenheten är den enhet inom FI som utför undersökningar när misstanke om insiderbrott eller otillbörlig kurspåverkan föreligger.⁷ Antalet anställda som arbetar med utredning av olaglig insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan är endast tio till antalet, vilket medför att resurserna i jämförelse med utländska tillsynsmyndigheter är förhållandevis begränsade.⁸ Enheten följer marknaden genom datorer som är direktuppkopplade mot börserna. Vidare bedriver FI ett nära samarbete med marknadsövervakningsavdelningen vid Stockholmsbörsen och andra börser. Med bakgrund av att FI inte har något eget marknadsövervakningssystem ställs krav på att Stockholmsbörsen skall ha ett väl utvecklat marknadsövervakningssystem.⁹ FI mottager även upplysningar från

⁴ Wesser, E (2001): "Har du varit ute och shoppat, Jacob", s. 28.

⁵ Se www.fi.se, senast besökt 2002-03-21.

⁶ Prop. 1999/2000:109 s. 44-48.

⁷ Under hösten 2000 byttes det tidigare namnet insiderenheten ut mot marknadsövervakningsenheten. Genom namnbytet ville FI klargöra att verksamheten inom enheten inte enbart omfattar utredningar om misstänkt insiderhandel. Förutom insiderhandel utreds ju även misstänkta fall av otillbörlig kurspåverkan. Även anmälningsplikten till FI:s insiderregister och bestämmelserna om korttidshandel handhas vid enheten.

⁸ Telefonintervju 2002-03-20, Peter Billinger, jurist vid FI.

⁹ Finansinspektionen har rätt att lämna föreskrifter om marknadsövervakning. Exempel på en sådan reglering är föreskriften (FFFS 1998:17) om marknadsövervakning vid börser, auktoriserade marknadsplatser och värdepappersinstitut.

allmänheten, företagsledningar och övriga marknadsaktörer men även från utländska tillsynsmyndigheter med vilka FI utarbetat speciella samarbetsavtal.¹⁰ FI ingår i det europeiska samarbetsorganet CESR (*The Committee of European Securities Regulators*) inom vilket avtal om utbyte av information ingåtts. Vidare är FI medlem i IOSCO (the International Organization of Securities Commissions) som är en världsomfattande organisation för tillsynsmyndigheter inom värdepappersområdet.¹¹

När FI utför sin granskning av värdepappersmarknaden analyseras och bearbetas information rörande företaget där allt från massmedial information till insideraffärer anmälda till insiderregistret behandlas. För att kunna utöva sin tillsyn har FI en enligt lag fastställd frågerätt som ger den möjlighet att inhämta information från värdepappersmarknadens aktörer. Genom att utnyttja denna frågerätt skaffar sig FI information från börsens aktörer avseende förhållanden som rör börsen. Om någon vägrar att svara på FI:s begäran kan FI vid vissa situationer med vite förelägga dem att lämna informationen.¹²

En lagändring som genomfördes i samband med insiderstrafflagens ikraftträdande innebar att FI:s frågerätt inskränktes till att nu enbart omfatta frågor rörande anmälningsskyldigheten till insiderregistret och efterlevnaden av förbudet mot korttidshandel. Motiveringen till denna förändring var att frågerätten inte får användas så att det blir fråga om en brottsutredande verksamhet. FI:s huvuduppgift är ju tillsynsverksamhet medan Ekobrottsmyndigheten skall ansvara för den brottsutredande verksamheten. Enligt propositionen finns det dock inget som hindrar att FI nyttjar sin inskränkta frågerätt till att biträda åklagaren under förundersökningen.¹³

När FI misstänker att ett brott mot insiderstrafflagen föreligger överlämnas ärendet till Ekobrottsmyndigheten som avgör om en förundersökning skall inledas.

¹⁰ Telefonintervju 2002-03-20, Peter Billinger, jurist vid FI. Se även www.fi.se, senast besökt 2002-03-20.

¹¹ www.fi.se, senast besökt 2002-03-20.

¹² Se 17-19 §§ lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

¹³ Prop. 1999/2000:109 s. 48f. Viktigt att notera är att Europakommissionens förslag till nytt direktiv om marknadsmissbruk (KOM (2001) 281 slutlig) går i motsatt riktning och i regleringen av värdepappersmarknaden vill stärka FI:s roll. Detta sker genom att FI enligt förslaget skall kunna begära in uppgifter av vem som helst samt infordra vittnesmål. En stor förändring i jämförelse med de nuvarande befogenheterna är även att FI troligtvis kommer att kunna frysa tillgångar eller belägga dem med kvarstad. Se vidare kapitel 4.1.2 nedan.

2.2 Ekobrottsmyndigheten

Ekobrottsmyndigheten (EBM) är en åklagarmyndighet som finns i Stockholm, Göteborg och Malmö. Härutöver finns även utredningskontor i Visby, Borås, Skövde, Halmstad, Kristianstad och Karlskrona. EBM har som övergripande uppgift att ur ett helhetsperspektiv kartlägga och analysera den ekonomiska brottsligheten samt att utveckla metoder för att effektivt kunna bekämpa denna.¹⁴

Vid EBM utreds brott som exempelvis avser aktiebolagslagen, insiderstrafflagen och skattebrottslagen. Myndigheten handlägger även mål vars utredning i övrigt ställer särskilda krav på kunskap om finansiella förhållanden.¹⁵

¹⁴ Se 3 § förordning (1997:898) med instruktion för Ekobrottsmyndigheten

¹⁵ www.ekobrottsmyndigheten.se, senast besökt 2002-03-20.

3 Skyddsintressen

Av lagens förarbeten kan utläsas att *allmänhetens förtroende* för värdepappersmarknaden är det skyddsintresse som i första hand motiverar att marknadsmissbruk skall vara otillåtet.¹⁶ Den svenska lagstiftaren anser således att insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan på ett negativt sätt påverkar allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden.¹⁷ Bakgrunden till ställningstagandet är att förtroende kräver att marknaden karaktäriseras av att alla som agerar på denna har samma möjligheter och samma tillgång till information. En tillåten insiderhandel med möjlighet för vissa att till lägre risk få större avkastning än övriga aktörer anses i regel som orättvis och strider mot den allmänna moraluppfattningen. En skillnad i tillgång på kurspåverkande information medför enligt förarbetena även att investerare kan tappa förtroendet för aktiemarknaden och söka sig till marknader med rättvisare spelregler. I sin förlängning skulle denna utveckling leda till en lägre omsättning, sämre marknadseffektivitet samt minskad tillgång på riskkapital.¹⁸ Sammantaget leder detta till välfärden minskar.

Förutom allmänhetens förtroende åsidosätter insideraffärer även *motpartens och det noterade bolagets intresse*. Vad gäller motpartens intresse kan konstateras att insidern antingen lurar eller utnyttjar dennes oförstånd. Motparten som antingen kan vara köpare eller säljare har ju inte samma tillgång till information. Denna informationsasymmetri medför att motparten har sämre utsikter än insidern att komma fram till en korrekt kursnivå. Om insidern för egen vinning utnyttjar information och kunskap som rätteligen tillhör bolaget åsidosätter han även bolagets intresse. Åsidosättandet kan ske antingen genom att insidern köper aktier billigt eller säljer dem dyrt och medför att denne tillägnar sig värden som egentligen tillhör bolaget. Det noterade bolaget kan dock inte själv tillgodogöra sig dessa värden.¹⁹

Om en insider åsidosätter motpartens respektive bolagets intresse finns det risk för att gärningsmannen gör sig skyldig till andra brott än insiderbrott. Genom att lura motparten kan han således göra sig skyldig till någon form av bedrägeri och vid utnyttjande av dennes oförstånd kan det istället bli fråga om ocker.²⁰ I förhållande till bolaget kan det bli fråga om någon form av förskingring eller olovligt förfogande.²¹

¹⁶ Se exempelvis prop. 1999/2000:109 s. 38f. samt prop. 1990/91:42 s. 38.

¹⁷ Från andra håll har påpekats att insiderhandel ökar marknadens effektivitet, eller i vart fall inte påverkar den negativt. Resonemanget bygger på att information snabbare når ut till marknaden om det inte finns restriktioner för hur information får spridas eller nyttjas (Se exempelvis Rundfeldt, R. (1989): *Insiders affärer*, s. 80-85).

¹⁸ Prop. 1999/2000:109 s. 38f.

¹⁹ Kågerman, P. (2001): *Värdepappersmarknadens regelsystem*, s. 120f.

²⁰ 9 kap. 1-3, 5 §§ BrB

Med bakgrund av ovanstående argument kan fastslås att regleringen mot marknadsmissbruk är en allmänt förtroendeskapande lagstiftning som är viktig i en marknadsekonomi. Nära besläktat med detta förtroendeargument är *rättviseargumentet*. Rättviseargumentet innebär att ingen aktör i exempelvis informationshänseende skall åtnjuta större fördelar än någon annan. En väl utvecklad reglering mot marknadsmissbruk kan även sägas uppfylla rättviseargumentet genom att den medför att samtliga som önskar delta på värdepappersmarknaden har möjlighet att göra detta på lika villkor.²²

Inom litteraturen har det även framförts en rad argument mot införandet av ett insiderförbud. Den främste företrädaren för oppositionen har varit amerikanen H.G. Manne som i en känd uppsats från 1966 lade fram flera argument mot en insiderreglering.²³ Ett av argumenten går ut på att insiderhandel inte innebär någon förmögenhetsöverföring och att ingen enskild person skadas av insiderns affärer. Den som handlar med insidern skulle under alla omständigheter, till samma pris, ha utfört transaktionen. Enda skillnaden är att motparten skulle ha varit någon annan. Slutsatsen blir enligt regleringsmotståndarna att vinsten av insiderhandel inte uppkommer på någon annans bekostnad utan skapas beroende på en värdeökning.²⁴

Som ytterligare argument mot ett insiderförbud kan nämnas att insiderhandel är svår att kontrollera samt att insiderhandel leder till en mer rättvisande aktiekurs. En mer rättvisande aktiekurs leder i sin förlängning till en effektivare marknad. Vidare kan insiderns vinst ses som en belöning till företagsledningen. Förespråkarna menar att detta är ett förträffligt sätt att belöna företagsledningen för deras skicklighet.²⁵

Argumenten från båda sidor avseende införandet av ett insiderförbud har varit många. Med bakgrund av att i stort sett samtliga länder har infört lagstiftning mot marknadsmissbruk förefaller dock regleringsanhängarna gått segrande ur striden.²⁶ Striden gäller således inte längre om ett förbud mot marknadsbruk skall införas utan hur detta kan utformas för att bli optimalt.

²¹ 10 kap. 1-4 §§ BrB

²² Afrell m.fl.: *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, s. 273-276.

²³ Manne, H. G. (1966): *Insider Trading and the Stock Market*. Huvuddragen i Mannes argumentation återfinns i Moberg K. & Samuelsson P. (1989): *Börsrätt*, s. 98.

²⁴ Nilsson, N. (1994): *Insiderlagen*, s. 16.

²⁵ För resonemang om argument mot insiderlagstiftning, se exempelvis Nilsson, N (1994): *Insiderlagen*, s. 16, Moberg K. & Samuelsson P. (1989): *Börsrätt*, s. 98 samt Rundfeldt, R. (1989): *Insiders affärer*, s. 80-85.

²⁶ SOU 1989:72 del 2 s. 175.

4 En internationell utblick

I detta kapitel avser jag göra en internationell presentation av lagstiftningen mot marknadsmissbruk. Med bakgrund av att EG har och håller på att utfärda direktiv inom området har jag valt att inte närmare gå in på medlemsstaternas specifika reglering. Vidare uppfyller samtliga medlemsstater direktivets krav och någon större skillnad mellan ländernas lagstiftning torde numera inte föreligga.²⁷ En skillnad mellan medlemsstaterna är dock att inte samtliga infört något straffstadgande mot otillbörlig kurspåverkan. Just detta faktum är en av de främsta orsakerna till varför EU-kommissionen under maj 2001 lade fram ett förslag till direktiv om insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan.²⁸ Vidare har medlemsstaterna idag olika kontrollstrukturer för marknadsmissbruk. I en del finns en enda tillsynsmyndighet, i andra flera och i några ingen alls.²⁹

Utöver Europeiska unionens rättsakter har jag även valt att redogöra för USA:s insiderlagstiftning. Anledningen till detta är att USA länge setts som föregångsland vad gäller reglering av värdepappersmarknaden. I synnerhet gäller detta tillsyn och lagstiftning avseende insiderhandel. Slutligen kommer jag även att kortfattat presentera de olika internationella samarbetsorgan som finns inom värdepappersområdet.

4.1 EU

4.1.1 Insiderdirektivet

De finansiella marknadernas internationella dimension medför att en nationell reglering av insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan inte är tillräcklig. I detta avseende fyller de direktiv som EU utfärdat inom värdepappersområdet en viktig funktion.

I enlighet med Romfördragets artiklar om en inre marknad föreligger det en strävan att påskynda integrationen av de europeiska finansmarknaderna. Inom värdepappersområdet har EU antagit en rad olika direktiv som syftar till en harmonisering av medlemsstaternas nationella rättssystem. Ett av

²⁷ I Europeiska gemenskapernas officiella tidning (informationsnummer 95/C83/23) meddelades att kommissionen givit företaget Garret & Co i London uppdraget att undersöka om samtliga medlemsstater på ett korrekt sätt implementerat insiderdirektivet (89/592/EEG). I slutrapporten konstaterades att samtliga medlemsstater gjort detta.

²⁸ Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan, KOM(2001) 281 slutlig.

²⁹ KOM(2001) 281 slutlig, s. 9.

dessa är *insiderdirektivet*³⁰, vars övergripande syfte är att motverka insiderhandel och samordna medlemsländernas insiderlagstiftning. Genom harmoniserade regelsystem och samarbete mellan medlemsstaternas tillsynsorgan kan även insiderhandel som sträcker sig över landgränserna bekämpas mer effektivt.³¹ Direktivet tjänar som förebild för utformningen av vår nuvarande insiderstrafflag.

I insiderdirektivets preambel framhävs särskilt betydelsen av en väl fungerande sekundärmarknad för finansiella instrument. En marknad utan störningar kommer nämligen att stärka investerarnas tilltro och möjliggöra en kanalisering av kapital till näringslivet. Precis som för den svenska insiderstrafflagen är det således marknadens betydelse som kapitalkälla som är avgörande. En gränsöverskridande samordning av lagstiftning och tillsynsarbete leder vidare till en ökad effektivitet vid bekämpningen av insiderbrottslighet.³²

Insiderdirektivet innebär inte automatiskt att enhetliga regler avseende insiderhandel införs i samtliga EU-länder, utan det uppmanar enbart medlemsstaterna att införa regler med motsvarande innehåll. Till skillnad från förordningar är ju inte direktiv till alla delar bindande utan endast i förhållande till det resultat som skall uppnås.³³ Som tidigare nämnts tycks dock samtliga medlemsstater på ett korrekt sätt implementerat direktivet. Viktigt att framhäva är att insiderdirektivet endast innehåller minimiregler mot insiderhandel. Detta fastslås i artikel 6 som ger medlemsstaterna friheten att införa en strängare reglering. Samtliga medlemsstater har exempelvis gått längre än direktivets krav när de valt att kriminalisera insiderhandel. Det är även vanligt förekommande att medlemsstaterna valt att låta definitionerna få en vidare innebörd än de som direktivet innehåller.³⁴

I artikel 2 återfinns handelsförbudet som är direktivets huvudstadgande. Denna huvudregel kompletteras med bestämmelser om obehörigt röjande av insiderinformation, om territoriell tillämplighet, om övervakning av föreskrifternas tillämpning samt offentliggörande av information.³⁵

³⁰ Rådets direktiv av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter avseende insiderhandel (89/592/EEG). Direktivet implementerades i svensk lagstiftning redan innan Sverige blev medlem i EG. Anledningen till detta var att Sverige hade ett starkt intresse av att så långt som möjligt delta i det västeuropeiska integrationsarbete som syftade till att möjliggöra en likartad marknad för finansiella tjänster (prop. 1987/88:66 s. 22ff.). Utrikesutskottets betänkande 1987/88:UU24 samt prop. 1990/91:42 s. 35.

³¹ Prop. 1990/91:42 s. 35.

³² Preambel Dir. 89/592/EEG samt prop. 1990/91:42 s. 35.

³³ Bernitz, U. (1999): *Europarättens grunder*, 38.

³⁴ Bernhard, B. (1990): *Information and securities trading – a legal and economic analysis of the foundations of the liability in the USA and European Community*, s. 207.

³⁵ Se Dir. 89/592/EEG art. 3, 5, 8 och 10.

Insiderdirektivet definierar vilka personer som är att se som insiders och vad som utgör insiderinformation. Direktivet innehåller en relativt bred definition av vem som är att betrakta som en insider. Förutom de som traditionellt betraktas som insiders d.v.s. personer som erhållit insiderinformation genom sin ställning eller sitt aktieinnehav omfattas även s.k. sekundära insiders, eller tippees. En sekundär insider definieras i direktivet som varje person som med full insikt besitter insiderinformation, vilken direkt eller indirekt härstammar från en primär insider.³⁶

Insiderinformation definieras i direktivet som sådan icke offentliggjord information av tillräcklig specifik beskaffenhet beträffande värdepapper eller utgivare av värdepapper, som om den offentliggjordes sannolikt väsentligt skulle inverka på de ifrågavarande värdepapperens pris.³⁷ Kravet på att insiderinformationen måste vara av specifik beskaffenhet innebär exempelvis att rykten inte omfattas av begreppet.³⁸ Däremot inkluderas makroinformation som påverkar marknaden i stort som exempelvis ändring av riksbankens styrräntor.

Det står medlemsstaterna fritt att bestämma vilka påföljder som skall gälla vid överträdelse av insiderförbudet. Påföljderna skall dock vara i den omfattning att bestämmelserna efterlevs. Det är därmed inte nödvändigt att ett straffrättsligt sanktionssystem införs utan om direktivets resultat uppnås är det tillräckligt med ett administrativt sanktionssystem. Samtliga medlemsländer är vidare skyldiga att utse en tillsynsmyndighet som övervakar efterlevnaden av direktivets föreskrifter.³⁹ För Sveriges del har Finansinspektionen enligt 12 § insiderstrafflagen givits denna roll.

Viktigt att poängtera är att 1989 års insiderdirektiv inte innehåller några bestämmelser eller riktlinjer avseende otillbörlig kurspåverkan. Delvis med bakgrund av detta faktum har EU-kommissionen utarbetat ett nytt förslag till ett direktiv om marknadsmissbruk som om det antas kommer att ersätta 1989 års insiderdirektiv (se kapitel 4.1.2 nedan).

4.1.2 Förslag till direktiv om marknadsmissbruk

I maj 2001 lade EU-kommissionen fram ett förslag till ett direktiv avseende insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan.⁴⁰ Det övergripande syftet med direktivet är enligt förslaget att ”säkra finansmarknadernas integritet i EU, fastställa och genomföra gemensamma normer i fråga om marknadsmissbruk i hela EU och höja investerarnas förtroende för

³⁶ Artikel 4 insiderdirektivet.

³⁷ Artikel 1 p. 1 insiderdirektivet.

³⁸ Prop. 1990/91:42 s. 36.

³⁹ Artikel 8, 13 insiderdirektivet.

⁴⁰ Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan, KOM (2001) 281 slutlig.

finansmarknaderna”.⁴¹ Den främsta anledningen till att direktivet utarbetats är att lagstiftning och ansvarsfördelning mellan olika myndigheter varierar bland medlemsländerna. Ytterligare en anledning är att det i vissa medlemsstater inte finns någon lagstiftning mot otillbörlig kurspåverkan. Den största skillnaden gentemot 1989 års insiderdirektiv är således att förslaget även innehåller en reglering avseende otillbörlig kurspåverkan. Vid utarbetandet av förslaget har EU-kommissionen tagit starkt intryck av de tankar som förts fram av det europeiska samarbetsorganet CESR (se nedan kapitel 4.3).

En central tanke i förslaget är att varje medlemsland skall utse en enda kontroll och tillsynsmyndighet med vissa gemensamma ansvarsområden.⁴² För svensk del innebär detta att Finansinspektionens ställning på värdepappersmarknaden stärks. Enligt artikel 14 i förslaget blir ett administrativt påföljdssystem obligatoriskt vid sidan om ett straffrättsligt, vilket medför att Finansinspektionen själv kommer att kunna påföra administrativa straffavgifter. Dessa är tänkta att nyttjas vid överträdelse av ringa natur medan kriminaliseringen skall kvarstå vid allvarigare förfaranden. Orsaken till detta är att administrativa påföljder normalt sett är effektivare än rättsliga, vilket är särskilt viktigt eftersom den som har utfört marknadsmissbruk under förfarandets gång snabbt måste hindras att fortsätta sin brottsliga verksamhet.⁴³

Ytterligare en viktig bestämmelse är enligt min mening artikel 16 i förslaget som föreskriver att medlemsstaternas tillsynsmyndigheter skall förbättra sitt samarbete och bistå varandra vid utredningar. Syftet är att utredningarna genom förfarandet skall bli effektivare och att överträdelse som berör flera medlemsstater skall förhindras.⁴⁴

Förslaget har mött starkt motstånd och har därför omarbetats. Det uppdaterade förslaget är tänkt att komma runt månadsskiftet mars/april 2002. De centrala delarna avseende införandet av ett obligatoriskt administrativt sanktionssystem samt lagstiftning mot otillbörlig kurspåverkan kommer dock att kvarstå.⁴⁵

4.2 USA

Den amerikanska insiderlagstiftningen var den första av sitt slag och har med bakgrund av detta tjänat som förebild vid utarbetandet av andra länders

⁴¹ KOM (2001) 281 slutlig, s. 2.

⁴² KOM (2001) 281 slutlig, artikel 11, 12.

⁴³ KOM (2001) 281 slutlig, s. 10.

⁴⁴ KOM (2001) 281 slutlig, s. 11 och 19f. Redan nu har svenska Finansinspektionen ett nära samarbete med bl. a. den brittiska motsvarigheten medan samarbetet med andra tillsynsmyndigheter går trögare (Telefonintervju 2002-03-20, Peter Billinger, jurist vid FI).

⁴⁵ Telefonintervju 2002-03-20, Peter Billinger, jurist vid FI.

lagstiftning. Som exempel kan nämnas att EG:s insiderdirektiv inom många områden uppvisar betydande likheter med den amerikanska motsvarigheten.⁴⁶

Grunden för amerikansk insiderlagstiftning utgörs av den s.k. *Securities Act* från 1934. Akten som även brukar benämnas "The Truth of Securities law" innehåller den välkända och ofta åberopade rule 10b-5.⁴⁷ En stor anledningen till att rättsakten antogs var att den börskrasch som under 1929 inträffade i New York.⁴⁸ Avsikten med tillskapandet av regeln var vidare att utvidga det ansvar som följde av common law.⁴⁹ Bestämmelsen är vidsträckt och förbjuder bedrägeri, falska uppgifter, otillbörlig kurspåverkan samt andra ohederliga förfaranden i samband med värdepappershandel. Stadgandet tar således sikte på värdepappersmarknaden och administreras av Securities and Exchange Commission (SEC). SEC är en federal myndighet med stora ekonomiska resurser som övervakar handeln på samtliga amerikanska börser.⁵⁰

Generalklausulen i rule 10b-5 kompletteras i section 16b av en *short swing profit rule* vilken kräver att ledande befattningshavare samt aktieägare med mer än 10 procent av aktiekapitalet måste redovisa sitt innehav till SEC. Redovisningsplikten gäller även vid förändring av innehavet och de vinster av handel som uppstår inom sex månader efter förvärvet förklaras förverkade. Bestämmelsen skall ses mot bakgrund av att missbruk av insiderinformation ofta sker vid kortsiktiga affärer.⁵¹

Av rule 10b-5 framgår att bestämmelsen enligt ordalydelsen inte direkt omfattar insiderförfaranden. De amerikanska domstolarna har dock tolkat regeln så att den även innefattar marknadsmissbruk som insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan. Rättsfallet *Cady v. Roberts & Co* från 1960 medförde att rule 10b-5 även kom att tillämpas på anonyma transaktioner (*faceless transactions*). Tidigare hade bestämmelsen enbart ansetts tillämpligt där parterna hade någon relation till varandra.⁵²

⁴⁶ Saebo, R. (1995): *Innsidhandel med verdipapir*, s. 93.

⁴⁷ Bestämmelsen Rule 10b-5 lyder som följande: "It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of...any facility of any national securities exchange,

(a) To employ any device, or artifice to defraud,
(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or
(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security".

⁴⁸ Saebo, R. (1995): *Innsidhandel med verdipapir*, s. 93.

⁴⁹ Löfmarck, Madeleine (1988): *Insiderbrott och svindleri*, s. 14.

⁵⁰ www.sec.gov, senast besökt 2002-03-20.

⁵¹ Saebo, R. (1995): *Innsidhandel med verdipapir*, s. 94-98. Jämför det svenska förbudet mot korttidshandel i 15 § lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument (se nedan kap. 7.3).

⁵² Löfmarck, M. (1988): *Insiderbrott och svindleri*, s. 17.

Insiderregleringens avskräckningssyfte märks tydligt i de hårda sanktionerna. Genom införandet av *Insider Trading Sanctions Act* 1984 uppgår maximistraffet för insiderbrottslighet till fängelse i 10 år. Fängelsestraffet kan även kombineras med ett bötesstraff på maximalt USD 1 miljon. Vidare spelar skadeståndsanktioner en stor betydelse i USA:s kamp mot insiderbrottslighet och även möjligheten att döma till livslångt yrkesförbud torde verka hämmande på brottsligheten.⁵³

Ytterligare en faktor som motverkar insiderbrottslighet är att en person som tipsar SEC om att insiderbrottslighet förekommer efter fällande dom har rätt till en belöning (*bounty – skottpengar*). Denna möjlighet föreligger även om tipset lämnas anonymt. För att säkra tillgångarna och därmed möjliggöra att belöningen kan betalas ut kan SEC omgående frysa tillgångarna på den misstänktes konto.⁵⁴

En anledning till varför den amerikanska bekämpningen mot insiderbrottslighet ofta ses som mer effektiv än andra länders kan vara de många möjligheter som det finns att driva ett insidermål på. Insiderprocesser kan nämligen drivas av såväl allmän åklagare, SEC samt enskilda rättsägare och de kan leda till både straffrättsliga, administrativa och civilrättsliga sanktioner.⁵⁵ Om exempelvis SEC väljer att driva en insiderprocess som ett civilmål behöver man inte gå via allmän åklagare, vilket kan innebära tidsvinster, kostnadsbesparingar samt en ökad effektivitet. En nackdel med civilrättsliga processer är dock att det inte är möjligt att använda vissa typer av tvångsmedel som exempelvis husrannsakan.⁵⁶

Ytterligare en faktor som bidrar till den amerikanska insiderbekämpningens effektivitet är enligt min mening *plea bargaining*, vilket innebär att åklagaren och den misstänkte gör upp till godo. Förfarandet som inte är tillåtet i Sverige har dock vissa nackdelar, som exempelvis att det kan sänka allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden.

4.3 Internationella samarbetsorgan

Det internationella samarbetet rörande insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan sker främst med stöd av avtal mellan olika länders tillsynsmyndigheter. I detta avseende är det främst två olika avtal som är särskilt viktiga. Det första utgörs av det världsomspännande IOSCO-avtalet

⁵³ Saebo, R. (1995): *Innsidehandel med verdipapir*, 110f. samt Löfmarck, M. (1988): *Insiderbrott och svindleri*, s. 77-79.

⁵⁴ www.sec.gov, senast besökt 2002-03-18 samt Saebo, R. (1995): *Innsidehandel med verdipapir*, s. 111.

⁵⁵ Löfmarck, M. (1988): *Insiderbrott och svindleri*, s. 12.

⁵⁶ Telefonintervju 2002-03-20, Alf Johansson, jurist vid Ekobrottsmyndigheten.

mellan ca 120 länder medan det andra är FESCO-avtalet.⁵⁷ Utöver detta formella samarbete sker även vissa kontakter på det informella planet.⁵⁸

IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) är den internationella samarbetsorganisationen för tillsyn av värdepappersmarknaderna. Organisationens övergripande mål är att i form av informationsutbyte och gemensamma ansträngningar främja effektiva, sunda och rättvisa värdepappersmarknader inom såväl det nationella som internationella området.⁵⁹ För Sveriges del är det Finansinspektionen som deltar i de möten som organisationen anordnar.

CESR (*The Committee of European Securities Regulators*) är inom området för värdepappersrelaterad brottslighet den europeiska motsvarigheten till IOSCO. CESR bildades i juni 2001 genom ett beslut av EG-kommissionen och ersatte det tidigare samarbetsorganet FESCO (The Forum of European Securities Commissions). I samband med bildandet övertog CESR samtliga överenskommelser och avtal som FESCO tidigare ingått. CESR arbetar för att åstadkomma gemensamma regleringsstandarder mot marknadsmissbruk och för att förbättra samarbetet mellan medlemsstaterna. Arbetet sker för att öka förtroendet för värdepappersmarknaden och därmed förbättra tillgången på riskkapital samt åstadkomma en marknadsgenomsynlighet.⁶⁰

Vid utarbetandet av förslaget till direktiv om marknadsmissbruk som behandlats ovan i kapitel 4.1.2 har CESR spelat en central roll. Exempelvis gäller det införandet av administrativa påföljder som tidigare inom ramen för CESR gemensamt föreslagits av de europeiska tillsynsmyndigheterna. Även övriga bestämmelser i förslaget har tidigare diskuterats och utvärderats inom ramen för CESR.

⁵⁷ Finansinspektionen (2000): Yttrande över promemorian (DS 2000:4) Ny insiderlagstiftning m.m., s. 7.

⁵⁸ Telefonintervju 2002-03-20, Peter Billinger, jurist vid FI.

⁵⁹ www.iosco.org, senast besökt 2002-03-04.

⁶⁰ www.europefesco.org, senast besökt 2002-03-04, Rapport 1999-2000, 2000-11-20.

5 Insiderbrotten

5.1 Lagstiftningens framväxt

Den första svenska lagstiftningen om insiderhandel tillkom under 1970-talet genom lagen (1971:827) om registrering av vissa aktieinnehav. I huvudsak innebar lagen en förpliktelse för vissa uppräknade personkategorier att registrera sina aktieinnehav i noterade aktiebolag. Skyldigheten att lämna uppgifter var inte straffsanktionerad.⁶¹ Ett direkt förbud mot insiderhandel lanserades först genom lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden. Uppgiften att bedriva tillsyn för att upprätthålla efterlevnaden av handelsförbudet lades på dåvarande Bankinspektionen. För att Bankinspektionen på ett effektivt och funktionellt sätt skulle kunna fullfölja sitt uppdrag gavs den en frågerätt.⁶²

Den viktigaste nyheten med insiderlagen (1990:1342) var att den personkrets som omfattades av handelsförbudet utvidgades till att innefatta de personer som genom anställning, uppdrag eller annan befattning fått kännedom om en icke offentliggjord kurspåverkande händelse. Även de som i övrigt fått kännedom om en sådan händelse omfattades av handelsförbudet om omständigheten obehörigen röjts. Även aktieägare omfattades nu av förbudet.⁶³

Med bakgrund av att nya finansiella instrument fortlöpande utvecklas bestämde lagstiftaren under 1997 att insiderlagstiftningen skulle omfatta samtliga finansiella instrument som handlas på värdepappersmarknaden. Motivet till förändringen var att lagstiftaren inte i tillräckligt snabb takt hinner utvidga tillämpningsområdet till alla de nya finansiella instrument som kontinuerligt skapas.⁶⁴

Vår nu gällande lagstiftning avseende insiderbrott återfinns i insiderstrafflagen (2000:1086). Här stadgas vilka personer som omfattas av gärningsbeskrivningarna, vilket typ av information som åsyftas samt de påföljder som kan bli tillämpliga.

⁶¹ Justitiekommitténs betänkande 2000/01:JuU4 s. 2ff. Se även www.fi.se, senast besökt 2002-03-20.

⁶² Ds 2000:4 s. 29.

⁶³ Prop. 1999/2000:109 s. 38f.

⁶⁴ Legaldefinitionen för finansiella instrument återfinns numera i 1 § 3 p. Insiderstrafflagen och omfattar ”fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden”.

5.2 Handelsförbudet

Handelsförbudet som återfinns i 2 och 3 §§ insiderstrafflagen är ett förbud för alla att på basis av icke offentliggjord information handla med värdepapper. Förbudet gäller dock enbart vid handel på värdepappersmarknaden. I följande avsnitt kommer jag att presentera och analysera handelsförbudets olika rekvisit. I presentationen kommer även relevant rättspraxis att vävas in.

5.2.1 Personkretsens omfattning

Enligt lagstiftningens förarbeten är den personkrets som är möjlig att fälla till ansvar för insiderbrott ”avgränsad men vid”.⁶⁵ Lagstiftarens ambition är att straffstadgandet skall omfatta alla som agerar på värdepappersmarknaden och som har kännedom om ej offentliggjorda kurspåverkande omständigheter.⁶⁶

De personer som kan fällas till ansvar för insiderbrott kan delas upp i två personkretsar. Den första personkretsen som återfinns i 2 § insiderstrafflagen brukar även benämnas primära insiders. Den *primära insiderkretsen* beskrivs i lagtexten på följande sätt:

”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 eller den som får insiderinformation som rör ett aktiebolag i vilket han eller hon äger aktier”.

Gemensamt för dessa s.k. primära insiders är att de är personer som normalt har tillgång till förstahandsinformation. Det avgörande är i vilken egenskap som informationsmottagaren fått kännedom om den kurspåverkande informationen. En förutsättning för att personen skall omfattas av stadgandet är att individen fått informationen på grund av ”anställning, uppdrag eller annan befattning”. För anställda, uppdragstagare eller andra befattningshavare gäller vidare att de *normalt* skall få kännedom om omständigheter som har betydelse för kursen på finansiella instrument, vilket medför att inte alla personer som faller under dessa kategorier omfattas av förbudet.⁶⁷ Vid lagrådsremissen framhävde lagrådet att sambandet mellan informationen och anställningen måste kännetecknas av att anställningen typiskt sätt har som följd eller kan ha som följd att den anställda får tillgång till kurspåverkande information. Ett träffande exempel är att en ekonomijournalist kan lyda under förbudet i 2 § insiderstrafflagen

⁶⁵ Prop. 1990/91:42 s. 80.

⁶⁶ Prop. 1990/91:42 s. 40.

⁶⁷ Vid införandet av insiderstrafflagen diskuterade *Lagrådet* om ordet normalt skulle utgå ur lagtexten. I sitt yttrande avstod dock Lagrådet från att framföra förslag om en sådan förändring.

medan så normalt sett inte är fallet för en allmänreporter eller sportjournalist. I förekommande fall omfattas dock övriga anställda i företaget av straffbudet i 3 § insiderstrafflagen.

Med begreppet *anställda* avses primärt att insidern skall vara anställd i det bolag där han erhåller eller tar del av den kurspåverkande informationen. Insiderbrottet omfattar således en anställd på ett företags ekonomiavdelning som genom sitt arbete får tillgång till information om det egna företaget. Enligt motiven till lagstiftningen skall dock även en väktare som regelbundet befinner sig i ett företags byggnader, men som är anställd av ett väktarbolag, omfattas av personkretsen. Om väktaren erhåller kurskänsliga uppgifter skall således även denne omfattas av handelsförbudet. Följden av motiven blir därmed att all information som den anställde kommer i kontakt med under arbetet omfattas av förbudet. Det saknar därmed betydelse vilket bolag informationen ifråga rör och var arbetet utförs.⁶⁸

Med *uppdragstagare* åsyftas var och en som åtagit sig att utföra en arbetsprestation åt någon. Prestationen kan genomföras hos ett företag, en myndighet eller vid en annan institution där uppdragstagaren direkt eller indirekt kommer i kontakt med kurspåverkande information. Typiska yrkesgrupper som omfattas av begreppet uppdragstagare är advokater och revisorer. Enligt motiven uppställs inte något specifikt krav på varaktighet, vilket innebär att även mycket korta uppdrag som exempelvis tillfälliga konsultuppdrag omfattas av förbudet. Inte heller ställs något krav på att uppdraget skall vara av kvalificerad art. Även för uppdragstagare saknar det betydelse om arbetet utförs hos uppdragsgivaren eller på annat ställe å dennes vägnar.⁶⁹

Vad som avses med *annan befattningshavare* utvecklas inte närmare i motiven till lagstiftningen. Förmodligen rör det sig om andra personer än de som genom anställning eller uppdrag står i en direkt relation till bolaget. Exempel på sådana personer kan vara statliga och kommunala tjänstemän samt ekonomijournalister.

Som nämnts tidigare omfattas även *aktieägare* av personkretsen i 2 § insiderstrafflagen. Kravet är att aktieägaren får tillgång till insiderinformation i det egna bolaget. Med aktieägare avses här samtliga fysiska personer som äger aktier i ett aktiebolag.⁷⁰ Delvis med bakgrund av att den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen inte tillåter att det görs skillnad mellan huvudaktieägare och småaktieägare gäller samma regler oavsett storleken på aktieinnehavet. Om en huvudaktieägare betraktas som en primär insider skall således samtliga aktieägare ses som detta.⁷¹

⁶⁸ Prop. 1990/91:42 s. 81.

⁶⁹ Prop. 1990/91:42 s. 81. Jämför Afrell, L. m. fl. (1991): *Insiderlagen – en lagkommentar*, s. 49f.

⁷⁰ Prop. 1990/91:42 s.84.

⁷¹ Kågerman, P. (2001): *Värdepappersmarknadens regelsystem*, s. 123.

I 3 § insiderstrafflagen återfinns den andra personkretsen som innefattar ”den som i annat fall än som anges i 2 § får insiderinformation som antingen måste ha röjts av någon som avses i 2 § eller på annat sätt kommit ut obehörigen”. Personkretsen i 3 § insiderstrafflagen är således obestämd och omfattar samtliga människor. Dessa tipsmottagare brukar benämnas *sekundära insiders* och de har fått insiderinformationen genom ett tips eller själv skaffat sig vetskap om den aktuella omständigheten. Informationen måste dock härstamma från någon av de tidigare nämnda kategorierna d.v.s. från anställd, uppdragstagare, annan befattningshavare eller aktieägare eller på annat sätt kommit ut obehörigen. Om det är en aktieägare som ger informationen gäller förbudet enbart i de fall där informationen rör det företag som denna har aktier i. I förarbetena nämns några exempel på situationer då tipsmottagaren omfattas av personkretsen i 3 § insiderstrafflagen. En sådan är när en taxichaufför hör ett samtal mellan passagerarna i taxins baksäte och en annan när en hantverkare renoverar ett företags styrelserum och får tag i hemliga dokument som inte var avsedda för honom.⁷² Förbudet gäller vidare oberoende av tipsgivarens motiv. Det spelar således ingen roll om denna ger tipset för egen vinning eller utan något vinstsyfte.⁷³

Viktigt att betona är att förbudet i 3 § insiderstrafflagen även inkluderar den som mottager information från någon som själv erhållit informationen som tips. Ett tips kan således ha vandrat i ett obegränsat antal led och mottagaren är trots detta förbjuden att nyttja informationen. Oberoende av hur många led informationen vandrat gäller således förbudet tills dess att informationen är att betrakta som offentlig.⁷⁴ I princip kan kedjan bli hur lång som helst men så småningom blir naturligtvis informationen allmänt känd. Det bör slutligen betonas att det inte är straffbart för en tipsmottagare att lämna informationen vidare till någon annan utan endast att handla på grundval av denna.⁷⁵

Problem kan i vissa situationer uppkomma när en tipsmottagare skall ta ställning till om uppgifterna är att se som insiderinformation. Enligt motiven till lagstiftningen skall det förutsättas att den primära insidern vid utlämnande av information till mottagaren förklarar att det är icke offentliggjord information som förmedlas. Utöver detta bör det även krävas att tipsmottagaren utifrån sina erfarenheter gör en bedömning av frågan huruvida informationen kan läggas till grund för handel. Vid oklara fall torde det vara nödvändigt att tipsmottagaren frågar givaren om de lämnade uppgifternas karaktär.⁷⁶ Av rättssäkerhetsskäl är det dock viktigt att det vid

⁷² Prop. 1990/91:42 s. 45.

⁷³ Afrell, L. m.fl. (1998): *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, s. 290.

⁷⁴ Prop. 1990/91:42 s. 45.

⁷⁵ Afrell, (1991): *Insiderlagen – en lagkommentar*, s.46. Om den primära eller sekundära insidern använder insiderinformation till att med tips eller rådgivning föranleda någon annan till handel föreligger dock ett insiderbrott (se nedan kap. 5.2.6).

⁷⁶ SOU 1989:72 s. 419f. samt prop. 1990/91:42 s. 85.

en rättegång ställs krav på bevisning att tipsmottagaren uppfattat informationen som insiderinformation. Om han varit ovetande om informationens karaktär skall straffbarhet enbart komma ifråga om denna berott på grov vårdslöshet.⁷⁷

Vid en granskning av de få rättsfall som varit uppe till prövning i domstol kan konstateras att det med dagens lagstiftning och beviskrav verkar vara ytterst svårt att för insiderbrott fälla andra personer än de som tillhör bolagets allra innersta krets. De personer som fällts för insiderbrott har antingen varit majoritetsägare, styrelseledamöter eller verkställande direktörer.⁷⁸ Av rättpraxis kan därmed utläsas att ingen person tillhörande den sekundära insiderkretsen i 3 § insiderstrafflagen fällts för insiderbrott. Anledningen till att det är lättare att fälla företagets högsta ledning kan enligt min mening vara att de enligt 4 § i lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument har en skyldighet att anmäla innehav av aktier i det aktuella bolaget till FI (se nedan kap. 7.2). Även vid förändring av innehavet föreligger en anmälningsskyldighet. Enligt motiven till lagstiftningen är syftet med anmälningsskyldigheten att avhålla insiders från otillåten handel samt att underlätta kontrollen av lagens efterlevnad.⁷⁹

5.2.2 Insiderinformation

Handelsförbudet i 2 och 3 §§ insiderstrafflagen gäller enbart för *insiderinformation* och upphör således att gälla när informationen inte längre bär karaktären av sådan. I 1 § insiderstrafflagen finns en definition av vad som är att se som insiderinformation. Här föreskrivs att insiderinformation är ”information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument”. En naturlig fråga som man i anslutning till detta ställer sig är vilken information som omfattas av uttrycket ”information om en ... omständighet”. För det första kan man konstatera att kurspåverkande omständigheter kan vara förbundna till ett speciellt objekt som exempelvis ett aktiemarknadsbolag. Det kan röra sig om uppgifter från en ännu inte publicerad ekonomisk rapport, en ny råvarufyndighet eller slutandet av ett

⁷⁷ Vid grov vårdslöshet föreligger enligt 6 § insiderstrafflagen brottet *vårdslöst insiderförfarande*.

⁷⁸ Se exempelvis RH 1990:102 där bolagets majoritetsägare och tillika styrelseordförande och VD dömdes för grovt insiderbrott. I domen från Kalmar tingsrätt, B 312/89, var det bolagets styrelseordförande och före detta VD som dömdes för brott mot handelsförbudet. I domen NJA 1994 s 404 ansågs bolagets VD gjort sig skyldig till ett agerande i strid mot handelsförbudet men åtalet lämnades utan bifall eftersom brottet var preskriberat. Även i rättsfallet från Stockholms tingsrätt, B 14-1829-96, var det bolagets VD som ansågs skyldig till insiderbrott. I rättsfallet från Svea hovrätt, B 2118/94 dömdes bolagets styrelseordförande för insiderbrott. Slutligen kan nämnas Svea hovrätts dom B2118/94 där bolagets styrelseordförande dömdes för insiderbrott.

⁷⁹ Prop. 1990/91:42 s. 92.

betydelsefullt affärsavtal. Dessa omständigheter är sådana att de typiskt sätt påverkar värdet på ett företags aktier. Utöver denna information kan även vetskapen om olika makrofaktorer som exempelvis att nya skatteregler kommer att införas eller att ränteläget kommer att förändras medföra att förbudet träder i kraft. Genom att i förbudet även inkludera dessa allmänt kurspåverkande omständigheter får det tillämpning på områden där informationen rör marknaden som helhet. Exempel på personkategorier som kan ha tillgång till denna information är anställda vid Regeringskansliet och Riksbanken.⁸⁰ Det bör även tydliggöras att förbudet enbart innefattar omständigheter av tämligen bestämd beskaffenhet. Med bakgrund av detta kan konstateras att förbudet enbart i undantagsfall inkluderar rykten och spekulationer. Anledningen är att dessa till sin natur vaga och obestämda.⁸¹ I vissa situationer kan det enligt min mening vara svårt att skilja rykten från förbudsgrundande information. Exempel på en sådan är all den information som en aktiemäklare dagligen erhåller. Bevisvärigheter kan här föreligga för att avgöra hur pass tillförlitlig den givna informationen varit.

För att de kurspåverkande omständigheter som redogjorts för ovan skall falla under handelsförbudet skall de vara *ägnade att väsentligt påverka kursen*. Av kravet framgår att en omständighet som är ägnad att påverka kursen men inte väsentligt, därmed inte är förbudsgrundande. Slutsatsen som man kan dra av detta är att anställda, uppdragstagare, tipsmottagare etc. inte är förhindrade att nyttja sådan information.

För att omfattas av förbudet skall en kurspåverkande omständighet för att vara väsentlig erfarenhetsmässigt ge en påtaglig effekt på kursen. I motiven anges att för att en kurspåverkan på aktiemarknaden skall anses som väsentlig bör den överstiga 5 procent men inte nödvändigtvis uppgå till 10 procent.⁸² Någon procentuell gräns för vad som är att anse som väsentlig kurspåverkan anges dock inte i insiderstrafflagen. En anledning till detta är att innebörden av ordet väsentlig varierar mellan olika marknader och mellan olika aktier. På marknaden för räntebärande instrument kan även mycket små kursrörelser vara att anse som väsentliga. Däremot kan en tioprocentig kursrörelse på optionsmarknaden vara normal. Vad som är att se som en väsentlig kurspåverkan varierar också mellan olika typer av aktier. För att utreda om en väsentlig kurspåverkan föreligger bör man enligt

⁸⁰ Prop. 1990/91:42 s. 82.

⁸¹ Kågerman, P (2001): *Värdepappersmarknadens regelsystem*, s. 127f.

⁸² Väsentlighetsrekvisitet behandlas ingående i förarbetena, se prop. 1984/85:157 s. 40, prop. 1990/91:42 s. 83 samt prop. 1995/96:215 s.34 –36. I anslutning till utarbetandet av den sistnämnda propositionen anförde Finansinspektionen att rättstillämpningen – vad gäller aktiemarknaden i alltför hög utsträckning tagit fasta på den tioprocentgräns som i tidigare förarbeten angivits som riktmärke för väsentlighetsrekvisitet. Regeringen sade då att det inom gällande lydelse av lagtexten finns utrymme att bedöma kursrörelser understigande 10 procent som väsentliga. Denna tolkning stöds även av tidigare lagmotiv. Innebörden av regeringens slutsats av väsentlighetsrekvisitet är att den bundenhet som hittills funnits till procentuella gränser inte bör upprätthållas. I stället bör en mer flexibel rättstillämpning eftersträvas. I den allmänna debatten har en vanlig missuppfattning varit att tioprocentregeln är en absolut gräns för att åtal skall kunna väckas.

förarbetena ta hänsyn till volatiliteten⁸³ för den aktie som det är frågan om, men även andra omständigheter som exempelvis kursnivån skall beaktas. En bedömning skall således göras från fall till fall och någon enhetlig bedömningsmall finns inte att tillgå.⁸⁴

Viktigt att påpeka är att det är den förväntade och inte faktiska kursutvecklingen som skall vara väsentlig. Bedömningen av om huruvida ett offentliggörande av insiderinformation kommer att påverka kursen skall således göras på förhand. Med beaktande av insiderinformationen skall alltså aktierna i bolaget te sig under- eller övervärderade och det skall framstå som mycket sannolikt att ett offentliggörande kommer att driva kursen uppåt eller nedåt. Det är således fråga om en prognos av vad som kommer att inträffa och inte om vad som sker när framtid blir nutid. Om en kurspåverkan faktiskt inträffar som en följd av offentliggörandet av omständigheten saknar däremot betydelse.⁸⁵

I *Metallmålet*⁸⁶ gavs viss vägledning av hur rekvisitet väsentlig kurspåverkan skall tolkas. Bakgrunden till rättsfallet var följande.

Vid ett styrelsemöte i Sparbanken Sverige den 18 april 1996 diskuterades hur banken skulle agera för att stå väl rustat inför de i framtiden förmodade strukturaffärerna inom branschen. Det beslutades att fondkommissionärsfirman Alfred Berg för Sparbankens räkning skulle förvärva upp till 4,99 procent av aktierna i Föreningsbanken. Vidare gavs bankens ordförande i uppgift att inleda diskussioner med Föreningsbankens huvudägare LRF om ett framtida samarbete. Den 25 juni offentliggjorde Sparbanken i ett pressmeddelande att man förvärvat 4,98 procent av aktierna i Föreningsbanken. I slutet av februari 1997 presenterade Sparbanken ett offentligt erbjudande om aktieförvärv av samtliga aktier i Föreningsbanken.

Den 18 april 1996 uppgick kursen på Föreningsbanksaktien till 16.70 kronor och den 24 juni 1996 till 22.20 kronor. I samband med offentliggörandet av förvärvet den 25 juni 1996 började kursen på 22.20 kronor och nådde som högst 23.10 kronor. Under det efterföljande halvåret steg kursen högst väsentligt.

Hans O var styrelseledamot i Sparbanken Sverige och deltog i egenskap av sådan i det styrelsemöte som anordnades den 18 april 1996. Under perioden 19 april – 24 juni 1996 förvärvade Hans O för Svenska Metallindustriarbetarens räkning ett mycket stort antal aktier i Föreningsbanken.

Åklagaren gjorde gällande att Hans O:s aktieförvärv skett med bakgrund av den information som givits på styrelsemötet d.v.s. att Sparbanken avsåg att förvärva aktier i Föreningsbanken och i framtiden lägga ett offentligt bud på resterande aktier. Bägge dessa omständigheter var enligt åklagarens mening ägnade att *väsentligt påverka kursen* på Föreningsbanksaktien.

⁸³ Uttrycket volatilitet brukar användas i samband med aktier och med detta avses aktiens kursvägningsgrad. En volatil akties börskurs svänger kraftigt upp och ned. Exempel på mått som mäter en akties volatilitet är standardavvikelse och betavärde (Holmström, N. (1997): *Ekonomisk uppslagsbok*, s. 310).

⁸⁴ Prop. 1995/96:215 s. 34-36, prop 1990/91:42 s.83f, prop. 1984/85:157 s. 90.

⁸⁵ Kågerman, P (2001): *Värdepappersmarknadens regelsystem*, s. 129.

⁸⁶ Dom Stockholms tingsrätt B 3142-97 (2000-02-22) samt Svea hovrätt B 1895-00 (2001-12-07).

I domskälen konstaterade tingsrätten att Sparbankens förvärv av 4,98 procent av aktierna i Föreningsbanken inte skall ses som ett första steg mot ett samgående mellan bankerna. Sparbankens aktieförvärv skall därför ses som ett vanligt flaggningspliktigt köp. Vid bedömningen av om den information som givits på styrelsemötet var ägnad att väsentligt påverka kursen på Föreningsbanksaktien tog tingsrätten hjälp av tillgänglig börsstatistik. Av den kunde utläsas att väsentliga kursförändringar – uppgående till tio procent eller högre – är vanliga och bör därför kunna förväntas i samband offentliga erbjudanden om aktieförvärv. Vid flaggningspliktiga köp är det däremot mycket ovanligt att kursförändringen blir omkring 10 procent eller mer.

Med bakgrund av främst börsstatistiken ogillade tingsrätten åtalet mot Hans O eftersom han inte förfogat över en sådan icke offentliggjord omständighet som var ägnad att väsentligt påverka kursen på Föreningsbanksaktien. I domslutet lade tingsrätten stor vikt vid att en kurspåverkan för att vara väsentlig skall uppgå till 10 procent eller högre. Som tidigare redogjorts för är det dock inte något absolut krav att kursrörelsen uppgår till 10 procent för att den skall anses väsentlig. Regeln är enbart en vägledning av vad som definitivt måste anses som väsentlig kurspåverkan och ingen gräns som måste uppnås.

För min egen del anser jag i likhet med tingsrätten att flaggningspliktiga köp med bakgrund av börsstatistiken i normalfallet inte innebär att väsentlighetsrekvisitet är uppfyllt. Ställningstagandet stöds av det faktum att kursuppgången i det aktuella målet vid offentliggörandet den 25 juni 1996 som mest uppgick till 4 procent. I likhet med tingsrätten och med stöd av motiven anser jag därmed att denna kursrörelse är för liten för att kurspåverkan skall anses vara väsentlig. Att det är fråga om en straffrättslig reglering spelar stor roll för mitt ställningstagande. I enlighet med legalitetsprincipen är det ju av stor vikt att gränserna inte töjs ut så att tillämpningsområdet blir obestämt. Om man däremot skall se informationen på styrelsemötet som ett första steg mot ett samgående mellan bankerna är jag av den uppfattningen att väsentlighetsrekvisitet bör vara uppfyllt. Anledningen är att man då skall ta hänsyn till den kursstegring som erfarenhetsmässigt var förväntad fram tills dess att det offentliga erbjudandet presenterades. I dessa situationer säger ju börsstatistiken att kursrörelsen i normalfallet brukar överstiga 10 procent.

Slutsatsen som kan dras av rättsfallet är att domstolen verkar hålla hårt på den tioprocentsregel som angivits i motiven. I enlighet med tydliggörandet i de senaste förarbetena anser jag att det vore önskvärt att tingsrätten inte enbart strikt hänvisade till tioprocentsregel utan gjorde en bedömning i det enskilda fallet. Trots detta faktum är jag som tidigare nämnts överens med

tingsrätten att väsentlighetsrekvisitet inte var uppfyllt. Även i Kristianstad tingsrätts dom i *Åhusglassfallet* hänvisades till tioprocentsregeln.⁸⁷

Ytterligare ett krav för att information eller kunskap skall vara att se som insiderinformation är att den inte skall vara *offentliggjord*. Enligt motivuttalanden till insiderstrafflagen skall information anses vara offentliggjord om den är åtkomlig för samtliga som vill söka efter den i massmedia, bland uttalanden från bolaget eller genom att inhämta informationen från andra offentliga källor. Även information som röjs vid offentliga föredrag skall anses som offentliggjord.⁸⁸ Om exempelvis ett börsbolags verkställande direktör vid ett allmänt föredrag inför publik lämnar ut insiderinformation till åhörarna blir denna allmänt känd och omfattas inte längre av handelsförbudet.

Att insiderinformation lämnats till en nyhetsbyrå är inte tillräckligt för att denna skall anses offentliggjord. Först när nyhetsbyrån agerat för att nyheten skall bli allmänt spridd genom att exempelvis fört in den på nyhetsskärmen eller publicerat den i en tidskrift kan informationen betraktas som offentliggjord. Att en uppgift spridits till en privat aktieklubb innebär inte heller att denna kan anses offentliggjord. Anledningen är att det inte är möjligt för en större krets av människor att få tillgång till informationen.⁸⁹

I rättsfallet *VBG Produkter AB*⁹⁰ var knäckfrågan just den om informationen redan före nyttjandet hade offentliggjorts. Rättsfallets bakgrund var följande.

I bokslutskommunikén den 24 mars 1994 gavs en prognos om att efterfrågan på bolagets produkter beräknades öka under 1994 och att resultatet för 1994 med bakgrund av detta bedömdes bli väsentligt bättre än föregående års. I ett pressmeddelande den 21 april 1994 offentliggjorde bolaget första kvartalets försäljnings- och resultatökning. Detta resulterade i att aktiekursen steg från 87 kronor till 120 kronor. Olle J och Sven H var styrelseledamöter i det OTC-noterade bolaget VBG. Under månadsskiftet mars-april 1994 förvärvade Olle J och Sven H:s svärson Erik C aktier i bolaget. Åklagaren ansåg att Olle J, Sven H och Erik C hade brutit mot insiderlagens handelsförbud.

Tingsrätten lämnade åtalet utan bifall då det inte ansågs styrkt att Olle J och Sven H haft kännedom om resultatförbättringen.

Hovrätten gjorde ”den för de tilltalade mest förmånliga bedömningen” innebärande att all kurspåverkande information skall anses offentliggjord redan vid publicerandet av bokslutskommunikén. Ställningstagandet ledde till att de affärer som utförts mellan bokslutskommunikén och

⁸⁷ Dom Kristianstad tingsrätt B 1059-00 (2000-11-07). Se även dom Kalmar tingsrätt, B 312/89 (1990-03-09) samt Göta hovrätt avd. 1 (1991-05-13), där den faktiska nedgången i Nordenaktierna ansågs vara väsentlig även vid beaktande av en nedgång i generalindex på Stockholmsbörsen.

⁸⁸ Prop. 1999/2000:109 s. 81.

⁸⁹ Kågerman, P (2001): *Värdepappersmarknadens regelsystem*, s. 129.

⁹⁰ Stockholms tingsrätt DB 960 (1995-10-31) och Svea hovrätt B-2917/95 (1996-12-18).

pressmeddelandet inte kunde betraktas som insideraffärer. Erik C hade dock förvärvat aktier i VBG även före offentliggörandet av bokslutskommunikén. Angående denna affär konstaterade hovrätten att såväl svärfar som svärson gör gällande att någon insiderinformation inte lämnats ut. Trots att svärsonen i de tidigare polisförhören lämnat motstridiga uppgifter ansåg hovrätten att åklagaren inte lyckats styrka att vare sig svärfar eller svärson gjort sig skyldig till en brottslig gärning.

Slutsatsen som kan dras av rättsfallet är att Svea hovrätt anser att en bokslutskommuniké är tillräcklig för att kurspåverkande omständigheter om försäljnings- och resultatökning skall anses ha blivit offentliggjorda. Detta gäller trots att resultatförbättringen inte angetts i siffror utan enbart med nyttjandet av formuleringen ”väsentligt bättre”. Vidare har hovrätten i linje med oskyldighetspresumtionen valt att beroende på delvis motstridiga uppgifter hellre fria än fälla.

I Stockholms Fondbörs inregistreringskontrakt (IRK) återfinns i bilaga 1 p. 4 ett stadgande om när offentliggörande av information skall anses ha skett. Här föreskrivs nämligen att ”offentliggörandet anses ha skett om informationen lämnats till minst två etablerade nyhetsbyråer samt minst tre rikstäckande dagstidningar”. Viktigt att poängtera är att denna definition av offentliggörande inte till fullo harmoniserar med insiderlagstiftningens betydelse. Utöver detta kräver ju förarbetena för att ett offentliggörande skall anses ha skett även att nyhetsbyråerna eller tidningarna påbörjat distributionen av insiderinformationen. Däremot är den tillräcklig för att uppfylla det krav som Stockholmsbörsen ställer.

5.2.3 Värdepapper som avses

Handelsförbudet omfattar samtliga slag av finansiella instrument. Legaldefinitionen av vad som är att se som ett finansiellt instrument återfinns i 1 § 3 p. insiderstrafflagen. Här föreskrivs att ett finansiellt instrument är ett ”fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden”. Definitionen medför att handelsförbudet i princip gäller för alla typer av finansiella instrument. Den inkluderar därmed exempelvis aktier, obligationer, optioner, teckningsrätter, konvertibler och andelar i värdepappersfond.⁹¹

Huvudmotivet för att lagstiftaren valt att införa en relativt generell definition av begreppet finansiella instrument är att nya instrument ständigt introduceras och en preciserad uppräkningslista skulle lätt bli föråldrad. Genom definitionens nuvarande konstruktion är insiderstrafflagen även tillämplig på nya typer av finansiella instrument.

⁹¹ För definition av fondpapper se 1 § 4 p. insiderstrafflagen.

Med bakgrund av att handelsförbudet utgör en straffbestämmelse är det dock av rättssäkerhetsskäl viktigt att straffstadgandets exakta tillämpningsområde framgår av ordalydelsen. Enligt motiven till lagstiftningen uppfylls kravet på rättssäkerhet genom att handelsförbudet endast är tillämpligt vid handel på värdepappersmarknaden.⁹² Begränsningen som kommer att behandlas utförligt i kapitel 5.2.4 nedan medför att handelsförbudet inte gäller vid direkttransaktioner där förhandlingar sker mellan köpare och säljare utan enbart vid standardiserade transaktioner.

5.2.4 Handel på värdepappersmarknaden

Handelsförbudet i 2 och 3 §§ insiderstrafflagen gäller som nämnts tidigare enbart vid handel på värdepappersmarknaden. I 1 § 2 p. insiderstrafflagen föreskrivs att handel på värdepappersmarknaden innebär ”handel på börs eller någon annan organiserad marknadsplats eller handel med eller genom någon som yrkesmässigt bedriver sådan verksamhet som avses i 1 kap. 3 § första stycket lagen (1991:981) om värdepappersrörelse”. Förekommer ingen handel kan det inte skapas någon kurs och därmed kan det inte heller finnas någon insiderinformation som är ägnad att påverka kursen. Innan jag närmare redogör för begreppet handel på värdepappersmarknaden bör det påpekas att det är lagstiftarens avsikt att samtliga anonyma transaktioner med finansiella instrument skall omfattas av handelsförbudet.⁹³

Handel på värdepappersmarknaden omfattar enligt definitionen affärer som sker på en *börs*. Kapitalmarknadslagstiftningen innehåller ingen legaldefinition av ordet *börs* men enligt lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet (LBC) avses med betydelsen *börs* ”verksamhet som syftar till att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument mellan till verksamheten anslutna medlemmar”.⁹⁴ Genom termen *annan organiserad marknadsplats* utvidgas begreppet handel på värdepappersmarknaden till att även innefatta handelsplatser som inte har något medlemskriterium.⁹⁵ Utvidgningen innebär att en marknadsplats oberoende av om den erhållit auktorisation kommer att omfattas av handelsförbudet. Lagen säger inget om huruvida det krävs någon varaktighet för att en organiserad marknadsplats skall falla under begreppet handel på värdepappersmarknaden. Enligt doktrinen är det dock sannolikt att det inte krävs någon speciell varaktighet eller teknisk uppbyggnad för att finansiella instrument skall anses handlade på värdepappersmarknaden.⁹⁶

Slutligen inkluderar begreppet handel på värdepappersmarknaden även köp eller försäljning *genom mellanhand* som yrkesmässigt ägnar sig åt sådan

⁹² Prop. 1995/96:215 s. 30f.

⁹³ Prop. 1995/96:215 s. 31

⁹⁴ Se 1 kap. 4 § 1p. LBC

⁹⁵ Se 1 kap. 4 § 3p. LBC

⁹⁶ Afrell, L. m. fl. (1998): *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, s. 279f.

verksamhet som åsyftas i 1 kap. 3 § 1 st. LVR. Det främsta exemplet på detta är den handel som för kunders räkning utförs av fondkommissionärer. Enligt motiven till lagstiftningen bör handelsförbudet inte enbart gälla då fondkommissionären handlar i kommission utan även då denne gör affärer mot eget lager.⁹⁷

Av ovanstående diskussion kan dras slutsatsen att handelsförbudet är tillämpligt i alla de situationer där värdepappersaffärer är att se som standardiserade. Dessa *marknadstransaktioner* sker med värdepapper som har standardiserade egenskaper och innehåller standardiserade överlåtelsevillkor avseende exempelvis likvid och leverans. Det är således fråga om affärer där parterna saknar anledning att ta reda vem som agerar som motpart. Handelsförbudet omfattar däremot inte *direkttransaktioner*. Kännetecknande för direkttransaktioner är att de utförs mellan parter som är kända för varandra och genom förhandlingar anpassar avtalet till sina specifika önskemål. Avtalsinnehållet vid överlåtelsen kan således i större eller mindre grad avvika från de som är allmänt förekommande. Insiderstrafflagen hindrar därmed inte en person med insiderinformation att köpa eller sälja ett finansiellt instrument genom en direktaffär med motparten. Anledningen till detta är att en direkttransaktion enligt lagstiftningens motiv inte i lika hög grad påverkar allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden.⁹⁸

Det finns även ett annat tydligt sätt att dra en skiljelinje mellan marknads- och direkttransaktioner. Om en transaktion kan angripas med vanliga civilrättsliga regler som exempelvis bedrägeri och svek är det fråga om en direkttransaktion medan det vid övriga förhållanden rör sig om en marknadstransaktion. Slutsatsen av detta är att handelsförbudet enbart kan användas vid sådana tillfällen då vanliga civilrättsliga regler inte är användbara.⁹⁹ Trots det faktum att direkttransaktioner kan angripas med civilrättsliga regler har det under det senaste året från vissa håll talats om en lucka i lagstiftningen. Kritiken kan sammanfattas på det sättet att även om handeln med finansiella instrument sker utanför värdepappersmarknaden så påverkar den förhållandena på denna och leder till skadat förtroende.¹⁰⁰ För min egen del är jag i viss mån beredd att överensstamma med kritiken. I praktiken tror jag att allmänheten inte alltid uppfattar skillnaden mellan en affär som sker på värdepappersmarknaden och en direkttransaktion utan blir lika upprörd oavsett var denna sker. I sin förlängning leder detta till att förtroendet kan försämrats även om det är fråga om en affär vid sidan av värdepappersmarknaden.

⁹⁷ Prop. 1990/91:42 s. 50.

⁹⁸ Prop. 1990/91:42 s. 50. Se även Afrell, L. m. fl. (1998): *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, s. 276.

⁹⁹ Kågerman, P (2001): *Värdepappersmarknadens regelsystem*, s. 125.

¹⁰⁰ Jämför ledaren i Veckans affärer "Riv upp insiderlagen" 2001-02-18. I denna kommenteras det amerikanska företaget IPG:s inlösen av Icon-optioner hösten 1999 samt en försäljning av Active aktier under år 2000.

I rättsfallet *Bilspedition/Transatlantic*¹⁰¹ var frågan om handel hade skett på värdepappersmarknaden direkt avgörande för målets utgång. Bakgrunden i rättsfallet var följande.

I februari 1988 möttes företrädare för Bilspedition och Transatlantic och diskuterade formerna för ett samgående. Två personer gavs i uppdrag att utvärdera de strategiska och affärsmässiga fördelarna med ett samgående som skulle ske genom att Bilspedition förvärvade samtliga aktier i Transatlantic. Den 13 juni 1988 framlades resultatet av utredningen för företrädare för Bilspedition och Peter C, som var styrelseordförande i Transatlantic. Med kännedom om ovan nämnda utredning fick Peter C den 14 juni 1988 en förfrågan om han var intresserad att via det kontrollerade bolaget Scully förvärva 80.000 stamaktier i Transatlantic för 100 kr per aktie. Denna aktiepost hade i början av 1980-talet sålts till Christer E i Consafe. Vid förvärvet hade Christer E skriftligt åtagit sig att inom en viss tid sälja tillbaka aktierna till Peter C. När tidsperioden löpt ut saknades rätten till återköp, men det fanns däremot kvar en första rätt till återköp av aktierna. Efter ett tag förvärvade Proventus Christer E:s aktiepost. Peter C hade samma överenskommelse med Proventus som han tidigare haft med Christer E innebärande att han hade en första rätt att köpa tillbaka aktieposten samt att rösträtten utövades i samråd med Christer E. Det var Proventus som den 14 juni 1988 erbjöd Peter C att förvärva den ovanstående nämnda aktieposten. För att genomföra försäljningen hade Proventus anlitat en mäklarfirma och gav i samband med detta inga särskilda instruktioner. Med bakgrund av de förhandlingar som pågick med Bilspedition bestämde sig Peter C för att acceptera erbjudandet. I samband med försäljningen fick Proventus inte reda på vem som förvärvat aktieposten.

Den 17 augusti lämnade Bilspedition ett offentligt erbjudande om aktieförvärv avseende samtliga aktier i Transatlantic. Aktiekursen steg då med 20 procent vilket för Peter C medförde en sammanlagd vinst på 1,6 miljoner. Peter C åtalades för brott mot handelsförbudet i 7 § lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden. Han bestred åtalet och anförde i första hand att affären inte skett på värdepappersmarknaden.

Tingsrätten kom till slutsatsen att förvärvet av aktieposten hade skett på värdepappersmarknaden. Av betydelse för ställningstagandet var främst det faktum att fondkommissionären uppgivet att han inte uppfattat affären som något annat än en vanlig värdepappersaffär och att det var ointressant för Proventus vem som var köpare av aktieposten. Även övriga rekvisit ansågs uppfyllda och tingsrätten dömde Peter C till villkorlig dom för brott mot handelsförbudet. Vinsten uppgående till 1,6 miljoner kronor förklarades förverkad. Även hovrätten ansåg att förvärvet hade skett på värdepappersmarknaden.

HD konstaterade att aktieaffären hade kommit till stånd med en fondkommissionär som mellanhand och därmed skulle anses ha skett på värdepappersmarknaden. Detta gällde trots det faktum att Peter C hade hembuds rätt före en eventuell försäljning av aktieposten. Med bakgrund av detta var handelsförbudet tillämpligt och Peter C hade uppsåtligt brutit mot detta. Åtalet lämnades dock utan bifall eftersom brottet var preskriberat. Däremot förverkade HD den vinst som Peter C gjort på affären. Två justitieråd var skiljaktiga och ansåg att det objektivt sett var fråga om en

¹⁰¹ NJA 1994 s 404

affär på värdepappersmarknaden men att Peter C inte insåg att så var fallet. Det objektiva rekvisitet att affären skett på värdepappersmarknaden var därmed inte subjektivt täckt och åtalet och förverkandeyrkandet kunde därmed inte bifallas.

Rättsfallet är ett tydligt exempel på de bevissvårigheter som ofta föreligger när ett insiderbrott misstänks. Affären befann sig i gränslandet mellan en marknads- och direkttransaktion och HD:s majoritet ansåg att det var fråga om en marknadstransaktion. För min egen del är jag på basis av den information som erhållits ense med HD:s majoritet. Om Peter C med hänvisning till hembudsplikten omedelbart kontaktat säljaren och inlett förhandlingar med denne hade med största sannolikhet något insiderbrott aldrig aktualiserats. Det var således Peter C:s eget agerande som medförde att affären stannade kvar inom det straffbara området.

5.2.5 Handel för egen eller annans räkning

Enligt *punkten 1* i 2 och 3 §§ insiderstrafflagen föreligger straffansvar för den som ”för egen eller någon annans räkning genom handel på värdepappersmarknaden förvärvar eller avyttrar sådana finansiella instrument som informationen rör”. Genom lydelsen omfattas även handel för en juridisk persons räkning av straffstadgandet. Eftersom det alltid finns en fysisk person som handlar för den juridiska personens räkning medför formuleringen att juridiska personers handel med finansiella instrument ständigt kommer att omfattas av handelsförbudet. Den typiska situationen är att en person med insynsställning i ett aktiebolag för bolagets räkning förvärvar eller avyttrar finansiella instrument.¹⁰² Slutsatsen som kan dras av ovanstående diskussion är att bestämmelsen indirekt innebär att samma regler gäller för bolaget och en fysisk person med insynsställning.

Enligt motiven till lagstiftningen krävs det för handelsförbudets tillämplighet gentemot juridiska personer inte att den fysiska personen har insynsställning i ett aktiebolag. För att handelsförbudet skall inträda räcker det således med att den fysiska personen har en sådan ställning att denne genom tips eller råd kan påverka den juridiska personens värdepappershandel.¹⁰³

¹⁰² Prop. 1999/2000:109 s. 82f. samt prop. 1990/91:42 s. 43f. Se även aktiemarknadsnämndens uttalande AMN 1989:2 som behandlade huruvida det är förenligt med god sed på aktiemarknaden att ett aktiebolag förvärvar av bolaget utgivna teckningsoptioner. Vid denna tidpunkt var det enligt den dåvarande insiderlagen för en insiderförbudet att förvärva teckningsoptionerna. Trots att någon motsvarande bestämmelse inte fanns för juridiska personer menade nämnden att det stred mot insiderlagstiftningens syfte att bolaget på grundval av insiderinformation genomförde dessa förvärv. Numera faller denna typ av förvärv under insiderstrafflagens tillämpningsområde.

¹⁰³ Prop. 1990/91:42 s. 44.

5.2.6 Föranleda någon till handel genom tips eller rådgivning

Handelsförbudet gäller även vid rådgivning vilket innebär att den som har tillgång till insiderinformation inte heller med råd eller på annat likvärdigt sätt får föranleda någon annan till köp eller försäljning av finansiella instrument.¹⁰⁴ Bestämmelsen medför att handelsförbudet inkluderar rena bulvanfall där den egentliga aktören låter någon annan utåt sätt agera som köpare. Bulvanen kan i sin tur i egenskap av tipsmottagare straffas för insiderbrott enligt 3 § 1 p. insiderstrafflagen.

5.2.7 Undantag från handelsförbudet

I 8 § insiderstrafflagen stadgas åtta undantag från handelsförbudet. Det övergripande syftet med införandet av undantagen var att tydliggöra lagstiftningen och undvika onödiga komplikationer.¹⁰⁵ Den första punkten gör undantag för befattningshavare i företag som driver värdepappersrörelse och effektuerar kundordrar. Även när dessa personer innehar insiderinformation får de oberoende av handelsförbudet fullgöra arbetsuppgifter som lämnats dem av arbets- eller uppdragsgivare. Kravet för undantagets giltighet är att befattningshavarna har en skyldighet att köpa eller sälja finansiella instrument. Däremot ger undantaget inte dessa rätt att handla för egen räkning eller på basis av insiderinformationen ge någon annan råd att handla.¹⁰⁶ Undantaget gäller inte heller för allmänna uppdrag utan det måste vara fråga om ett specifikt uppdrag.¹⁰⁷

I punkt 2 har införts ett undantag som medför att handelsförbudet inte hindrar förvärv av finansiella instrument då insiderinformationen är ägnad att sänka kursen. Inte heller är det förbjudet att avyttra när den icke offentliggjorda informationen är ägnad att höja kursen. Av undantaget följer således att det alltid är tillåtet att göra förlustaffärer. Ett självklart undantag från undantaget är att det inte omfattar optioner och terminer. Anledningen är att dessa finansiella instrument kan ge vinster oberoende av hur det underliggande värdepappret rör sig.¹⁰⁸

Av tredje punkten följer att personer som enligt lag eller annan författning har uppgifter som kräver köp eller försäljning av finansiella instrument undantas från handelsförbudet. Att ha ett särskilt undantag för dessa personer har ansetts behövligt eftersom handelsförbudet inkluderar offentliga tjänstemän och uppdragstagare som kan hamna i situationer som

¹⁰⁴ 2 § 2 p. samt 3 § 2 p. Insiderstrafflagen.

¹⁰⁵ Kågerman, P. (2001): *Värdepappersmarknadens regelsystem*, s. 131.

¹⁰⁶ Prop. 1990/91:42 s. 90.

¹⁰⁷ Prop. 1990/91:42 s. 90. Jmf även prop. 1995/96:215 s. 75f.

¹⁰⁸ Afrell, L. m.fl. (1991): *Insiderlagen – en lagkommentar*, s. 85.

¹⁰⁹ Prop. 1990/91:42 s. 91.

enligt lag kräver att de, trots tillgången till insiderinformation, måste handla med finansiella instrument. Som exempel på en sådan situation nämns i förarbetena när en överförmyndare ger tillstånd till överlåtelse av aktier eller när en god man enligt samäganderättslagen deltar i en auktion av samfällt ägda aktier. Även en konkursförvaltares försäljning av värdepapper tillhörande konkursboet omfattas av undantaget.¹⁰⁹

Undantag görs även för de fall då ett bolag planerar att lämna ett offentligt erbjudande om aktieförvärv och köp av aktier i målbolaget sker för den juridiska personens räkning. Anledningen till detta är att det är företagets eget agerande som utgör insiderinformationen och som när den offentliggörs troligtvis medför en kursuppgång i målbolagets aktier.¹¹⁰ Följden av undantaget blir att det köpande företag under tiden före offentliggörandet av det offentliga erbjudandet kan köpa aktier i målbolaget till ett väsentligt lägre pris än under det bud som senare kommer att presenteras. De säljande aktieägarna går därmed miste om budpremien. Motiveringen för undantaget är att främja uppköp för att därmed gynna ett effektivt resursutnyttjande.¹¹¹

I punkterna 5-7 görs undantag från handelsförbudet beroende på de finansiella instrumentens speciella karaktär. Det är här fråga om optioner och terminer.¹¹² Undantaget gäller när köp eller försäljning av ett finansiellt instrument sker med stöd av en tidigare utfärdad option eller med stöd av ett tidigare träffat terminsavtal. Anledningen till detta är det i dessa situationer kan finnas en kontraktuell skyldighet att köpa eller sälja och det är inte rimligt att handelsförbudet skall tvinga en avtalspart till kontraktsbrott. Viktigt att betona är dock att undantaget enbart avser handel när optionens respektive terminens löptid gått till ända. All handel innan denna tidpunkt omfattas därmed inte av undantaget.¹¹³

Slutligen görs i punkten 8 undantag för sedvanliga förvärv eller avyttring av andra finansiella instrument än aktier. Med aktier avses enligt 8 § 2 st. insiderstrafflagen även till aktier relaterade instrument. Undantaget innebär att exempelvis ett importföretag som i sin verksamhet hanterar stora mängder utländsk valuta får fortsätta växla valuta trots att en befattningshavare får vetskap om en planerad men ännu icke allmänt känd förändring av växelkurserna.¹¹⁴

¹⁰⁹ Prop. 1990/91:42 s. 91.

¹¹⁰ Afrell, L m.fl. (1998): *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, s. 299f.

¹¹¹ Se prop. 1986/87:141 s. 12 samt SvJT 1998:10 s. 851.

¹¹² En *option* är för innehavaren en rätt, men inte en skyldighet, att till ett förutbestämt pris i framtiden få köpa eller sälja tillgångar eller en rätt att vid en framtida tidpunkt få ett belopp som räknas ut på grundval av aktier eller annat underliggande värde. En *termin* är däremot för innehavaren en skyldighet att till ett förutbestämt pris i framtiden köpa eller sälja tillgångar eller ett avtal om att betalning i framtiden skall ske på grundval av ändringar i ett underliggande värde. En option skiljer sig således från en termin genom att den en rättighet men inte en skyldighet att begära att avtalet fullföljs (Holmström, N (1997): *Ekonomisk uppslagsbok*, s. 214f samt 290).

¹¹³ Prop. 1990/91:42 s. 92.

¹¹⁴ Kågerman, P (2001): *Värdepappersmarknadens regelsystem*, s. 131f.

5.3 Obehörigt röjande av insiderinformation

Obehörigt röjande av insiderinformation är ett relativt nytt straffstadgande som infördes i svensk lagstiftning i samband med insiderstrafflagens (2000:1068) ikraftträdande i januari 2001. Den främsta orsaken till att bestämmelsen introducerades var att insiderdirektivet ställde större krav än den svenska lagstiftningen uppfyllde. Stadgandet om obehörigt röjande i 7 § insiderstrafflagen motsvarar således artikel 3 a) i insiderdirektivet.¹¹⁵

Förutom direkt användande av insiderinformation förbjuder insiderstrafflagen genom införandet av straffstadgandet obehörigt röjande av insiderinformation även röjande av sådan information till sekundära insiders om detta inte ingår i vad som kan anses normalt för hans anställning, uppdrag eller annan befattning. Straffansvar skall således inte ådömas om röjandet sker som ett normalt led vid fullgörande av tjänst, verksamhet eller åligganden, eftersom röjandet i dessa fall inte kan sägas ha skett obehörigen. Exempel på obehörigt röjande kan vara att ge tips eller råd till någon utomstående att köpa eller sälja ifrågavarande värdepapper.

Viktigt att framhäva är att brottet obehörigt röjande av insiderinformation till skillnad från insiderbrottet inte kräver att det obehöriga röjandet medför att köp eller försäljning sker. För straffansvar krävs således inte att mottagaren av informationen faktiskt utnyttjar informationen till att köpa eller sälja.¹¹⁶ Personkretsen som omfattas av stadgandet obehörigt röjande av insiderinformation är den samma som för insiderbrottet i 2 § insiderstrafflagen men den stora skillnaden är att redan det obehöriga röjandet är straffbart. Straffstadgandet omfattar således enbart primära men inte sekundära insiders.

Om det obehöriga röjandet även medför att insiderinformationen blir offentliggjord föreligger däremot inget brottsligt förfarande. Att ett obehörigt röjande av insiderinformation sker i en dagstidning, ett radio- eller TV-program utgör därmed inte något brott. Agerandet medför ju inte att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden skadas.¹¹⁷

I samband med utarbetandet av lagstiftningen uttryckte Svea hovrätt och Stockholms tingsrätt farhågor mot att straffstadgandet i vissa avseenden kunde stå i konflikt med meddelarfriheten. Regeringen anförde då att i de fall som bestämmelsen kommer i konflikt med meddelarfriheten eller rätten till anonymitet enligt grundlagarna äger naturligtvis friheterna enligt

¹¹⁵ Prop. 1999/2000:109 s. 56f, 83.

¹¹⁶ Prop. 1999/2000:109 s. 83.

¹¹⁷ Kågerman, Pontus (2001): *Värdepappersmarknadens regelsystem*, s. 122.

5.4 Påföljder

5.4.1 Straff

Brott mot handelsförbudet och obehörigt röjande av insiderinformation benämns i vår nuvarande insiderstrafflag som insiderbrott. Straffet för uppsåtliga brott mot handelsförbudet är enligt insiderstrafflagens 2 § fängelse i högst två år. I samband med lagens ikraftträdande skärptes straffet genom att böter utgick ur straffskalan. Samtidigt infördes dock i 4 § insiderstrafflagen en möjlighet att döma till ansvar för ringa insiderbrott. Brottet benämns insiderförseelse och kan leda till böter eller fängelse i högst sex månader.¹¹⁹ Vid en granskning av om brottet är att anse som ringa bör enligt förarbetena en helhetsbedömning av samtliga omständigheter göras. Särskilt att beakta är affärens omfattning samt gärningsmannens ställning.¹²⁰ Om gärningsmannen enbart gör en liten vinst och inte har en alltför framträdande och ledande ställning bör utsikterna för att brottet skall anses som ringa vara goda.

Om brottet är att bedöma som grovt kan det enligt 5 § insiderstrafflagen medföra fängelse i högst fyra år. I bedömningen av om brottet är att anse som grovt är enligt motiven den enskilt viktigaste omständigheten storleken på den vinst som förvärvas respektive storleken på den förlust som undviks. Även insideraffärens omfattning har enligt motiven betydelse. En affär med stor volym anses ha högre straffvärde än motsvarande mindre. Några beloppsmässiga värden till stöd för gränsdragningen mellan normalbrott och grovt brott anges dock inte. Att en person gjort upprepade insideraffärer eller utfört brottet i organiserad samverkan med andra personer är även det omständigheter som pekar mot att brottet skall anses som grovt.

I rättsfallet *Bilspedition/Transatlantic*¹²¹ som tidigare behandlats ovan i kapitel 5.2.4 gjorde HD en ingående analys av om insiderbrottet skulle bedömas som grovt eller hänföras till normalgraden. Resultatet av bedömningen var av stor vikt eftersom om brottet hänfördes till normalgraden var det preskriberat och åtalet kunde därmed inte bifallas. HD konstaterade först att insideraffären avsåg ett avsevärt belopp, vilket i enlighet med motiven starkt pekade mot att brottet borde bedömas som grovt. Vid en helhetsbedömning av samtliga omständigheter fann dock HD

¹¹⁸ Prop. 1999/2000:109 s. 57.

¹¹⁹ Prop. 1999/2000:109 s. 54.

¹²⁰ Prop. 1999/2000:109 s. 55.

¹²¹ NJA 1994 s 404

att brottet skulle hänföras till normalgraden. Avgörande vid bedömningen var främst att den tilltalade hade förköpsrätt till aktieposten samt att köpet inte motiverades av ett vinstsyfte utan i stället av kontrollbehov. Även i rättsfallet *Fermenta AB*¹²² gjorde domstolen en bedömning av om brottet mot handelsförbudet var att hänföra till grovt brott eller brott av normalgraden. Framförallt med hänsyn tagen till värdet av de sålda aktierna ansågs brottet som grovt.

Insiderstrafflagens handelsförbud är även straffsanktionerat vid grov oaktsamhet.¹²³ Brottet benämns *vårdslöst insiderförfarande* och kan leda till böter eller fängelse i högst ett år. Grov oaktsamhet kan exempelvis föreligga när en person handlar utan att ta reda på om uppgiften offentliggjorts. Aktsamhetsbedömningen skall utföras med utgångspunkt från den persons insikter som företog ifrågavarande affär. Större krav ställs därmed på en professionell aktör än en lekman.¹²⁴ Fram tills idag har enbart två personer dömts till ansvar för vårdslöst insiderförfarande.¹²⁵ I båda fallen har påföljden stannat vid böter. Ett av rättsfallen rörde en VD:s försäljning av aktier i företaget Clock AB.¹²⁶ Bakgrunden till rättsfallet var följande.

I början av maj sålde företagets VD en stor aktiepost i bolaget. VD kände till att resultatet för januari och februari låg 10 procent under budget men ansåg inte att detta var en akut kris. Under de två första veckorna i mars förbättrades tillfälligt resultatet för att under senare delen av mars åter försämrades. Den 20 april sjukskrevs VD för överansträngning. Resultatet för april månad offentliggjordes först efter VD:s sjukskrivning och var klart sämre än beräknat. VD åtalades för insiderbrott med motiveringen att han sålt aktier med kännedom om insiderinformation. VD bestred åtalet med motiveringen att han inte kände till den senaste resultatrapporten eftersom han var sjuk när den sammanställdes. Anledningen till att han sålde aktierna var i stället att han hade egna ekonomiska problem. Ett vittne var säker på ("till 99 procent") att han underrättat VD om april månads resultat.

Tingsrätten konstaterade i sitt domslut att VD:s uppgift om att han sålt aktierna på grund av egna ekonomiska problem inte kunde lämnas utan avseende. Ställningstagandet gällde trots det faktum att ett vittne var så gott som helt säker på att han informerat VD:n om april månads försämrade resultat och att VD sålde aktierna första vardagen efter han mottagit informationen. Enligt tingsrättens mening var det därmed inte styrkt att VD haft uppsåt. Däremot har VD förfarit grovt oaktsamt när han inte satte sig in i och analyserade den information som förelåg om resultatutvecklingen. Av detta skäl hade VD betett sig grovt oaktsamt och dömdes därför för vårdslöst insiderförfarande.

¹²² RH 1990:102. Refaat E åtalades här för i stort sett alla existerande brott med anknytning till värdepappersmarknaden. En av dessa åtalpunkter gällde insiderbrott. Hovrätten dömde Refaat E till ett fängelsestraff på sammanlagt sex år.

¹²³ 6 § insiderstrafflagen

¹²⁴ Prop 1990/91:42 s. 103.

¹²⁵ Se Stockholms tingsrätt, B 14-1829-96 samt Kristianstad tingsrätt, B 1059-00.

¹²⁶ Stockholms tingsrätt, B 14-1829-96.

Straffsanktionen för brottet *obehörigt röjande av insiderinformation* är böter eller fängelse i högst sex månader. I motiven ges ingen vägledning till när brottet skall anses som allvarligare och därmed ge upphov till ett fängelsestraff. Eftersom brottet är så pass nytt har inte heller något rättsfall varit uppe till prövning. Jag tror att samma bedömningskriterier som används för insiderbrottet även skall nyttjas vid straffmätningen för obehörigt röjande av insiderinformation. Detta medför att viktiga faktorer är gärningsmannens ställning och hur röjandet utförs.

5.4.2 Förverkande

Vinning av insiderbrott skall om det inte är oskäligt förklaras förverkad.¹²⁷ Förverkandet innebär att staten konfiskerar vinsten och motiveringen är att det skulle försämra allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden om den som missbrukat insiderinformationen skulle få behålla vinsten.

Förverkande kan ske hos den personkrets som avses i 36 kap. 5 § BrB dvs. hos gärningsmannen eller annan som medverkat till brott. Vidare kan förverkande även ske hos den som gynnats av brottet. Följden blir att vinst som tillgodoförts ett aktiebolag eller annan juridisk person genom att en anställd brutit mot handelsförbudet kan förverkas.¹²⁸

För att avgöra om vinning skett och för att mäta dess storlek jämför man kursen den dag då aktieaffären genomfördes med kursen när insiderinformationen offentliggjordes. Under denna tid kan kursen även ha påverkats av andra faktorer och vid exempelvis en kursstegring kan endast en del av vinsten vara att hänföra till insiderinformationen. Trots detta beaktas hela kursstegringen som vinning av brottet. Anledningen är att förövaren om han följt lagen inte kunnat tillgodogöra sig någon del av vinsten. Om inte hela vinsten förverkas skulle insidern ha tjänat på att han brutit mot handelsförbudet.¹²⁹ Ovanstående resonemang innebär att ett förverkande alltid kommer att motsvara kursförändringen i dess helhet. I vissa situationer skulle en sådan regel slå väldigt hårt och därför har lagstiftaren infört att förverkandet kan underlåtas om det framstår som oskäligt.

I det tidigare behandlade *Bilspedition/Transatlanticmålet*¹³⁰ (se ovan kapitel 5.2.4) var förverkandefrågan uppe till bedömning. Tingsrätten konstaterade att det förverkade beloppet var mycket stort (1,6 Mkr) men trots detta var ett förverkande inte oskäligt. Eftersom hovrätten frikände den tilltalade prövades inte förverkandefrågan. HD gick på tingsrättens linje och ansåg att

¹²⁷ 11 § insiderstrafflagen

¹²⁸ Prop.1990/91:42 s. 104.

¹²⁹ Prop. 1984/85:157 s. 109ff. Se även prop. 1990/91:42 s.105.

¹³⁰ NJA 1994 s 404

ett förverkande inte var oskäligt. Även i *Clockmålet*¹³¹ var förverkandefrågan aktuell. Inte heller här ansåg domstolen att ett förverkande var oskäligt. Vinsten från aktieförsäljningen uppgående till 22 750 kronor förklarades därför förverkad.

Slutsatsen som man kan dra av ovanstående rättsfall är att det finns ett väldigt litet utrymme för att förverkande skall ses som oskäligt. Förmodligen krävs det en mycket stor inverkan av faktorer som inte hänför sig till insiderinformationen för att ett förverkande skall anses som oskäligt.

¹³¹ Dom Stockholms tingsrätt, B 14-1829-96.

6 Otillbörlig kurspåverkan

6.1 Lagstiftningens framväxt

Redan under slutet av 1980-talet diskuterades ett införande av en reglering avseende otillbörlig kurspåverkan. I betänkandet *Värdepappersmarknaden i framtiden* föreslog värdepappersmarknadskommittén att en kriminalisering av otillbörlig kurspåverkan skulle införas. Vid denna tidpunkt saknades svensk speciallagstiftning avseende kurspåverkande åtgärder som låg utanför en normal handel och vars syfte var att påverka en aktiekurs. De straffrättsliga medel som fanns tillgängliga var de generella straffrättsliga stadgandena i brottsbalken avseende svindleri och bokföringsbrott.¹³²

Den främsta orsaken till regeringens angelägenhet att införa speciallagstiftning avseende otillbörlig kurspåverkan var företagsskandalen i företaget Fermenta som inträffade under mitten av 1980-talet. Händelserna i Fermenta benämns ofta som den mest djupgående företagsskandal som skakat svenskt näringsliv under andra hälften av 1900-talet. Grundare och tillika huvudägare till Fermenta var Refaat El-Sayed. Företaget noterades på Stockholmsbörsens A1-lista under 1984. Affärsidén var att med hjälp av bioteknik och organisk syntes tillverka produkter inom antibiotikaområdet och då främst penicillin. Även fodermedel och veterinärmedicin utgjorde betydelsefulla produkter.¹³³ Under de första 18 månaderna efter introduktionen tredubblades Fermentas aktiekurs, från 25 kronor till 75 kronor. Under slutet av 1985 steg kursen under två månaders tid till 225 kronor. I anslutning till en planerad strukturaffär med Volvo nådde aktien i januari 1986 en toppnotering på drygt 300 kr.¹³⁴ Börsvärdet hade då stigit från en halv miljard kronor vid marknadsintroduktionen till cirka 10 miljarder. I februari 1986 sprack samarbetsavtalet med Volvo och enligt många bedömare förvandlades Fermenta till ett företag i chocktillstånd. Orsaken till att avtalet med Volvo sprack var främst att El-Sayed inte innehade den doktorsgrad i mikrobiologi som han påstod sig ha. Under årsskiftet 1986/87 uppdagades det även att El-Sayed systematiskt vilselett aktiemarknaden genom att lämna falska bokslut och prognoser, givit ut osann och selektiv information samt genom kursdrivning påverkat aktiekursen.¹³⁵ Ovanstående avslöjanden ledde till att Fermentas aktiekurs sjönk till 8 kr.

I de utredningar som följde efter Fermenta-skandalen framkom att den onaturliga kursutvecklingen i hög grad skapats av El-Sayed. För att hålla aktiekursen uppe sålde El-Sayed aktier till lägre kurser om köparna förband

¹³² SOU 1989:72 (del 2) s. 198ff.

¹³³ Stockholms tingsrätt B19/87 (1989-07-19), s. 9, 13.

¹³⁴ Kågerman, Pontus (2001): *Värdepappersmarknadens regelsystem*, s. 149.

¹³⁵ Stockholms Fondbörs (1988): *Fermenta – fakta och erfarenheter*, s. 7-9, 80-99, 159.

sig att i sin tur inte sälja dessa förrän efter ett halvt till två års tid. Utöver detta sålde han även aktier till överkurs och lämnade prisfallsgarantier till köpare. Slutligen ställde han även ut säljoptioner i Fermenta-aktier.¹³⁶

Resultatet av ovanstående handlande blev ett utbudsunderskott av Fermenta-aktier vilket motverkade kursnedgångar och medförde en större sannolikhet för att kursen skulle stiga. El-Sayeds agerande innebar ett vilseledande genom att han inte informerade marknadens övriga aktörer om att han utfärdat prisfallsgarantier och ställt ut säljoptioner. Om agerandet skett idag skulle det med stor sannolikhet falla under brottet otillbörlig kurspåverkan. Vid tidpunkten för händelsen var handlandet dock inte brottsligt.¹³⁷

I Stockholms Fondbörs utredning av Fermenta-skandalen framgår det att El-Sayed mellan oktober 1985 och mars 1986 svarade för drygt 20 procent av omsättningen i Fermentas aktie. Han var således väldigt aktiv på aktiemarknaden och som svar på en fråga från dåvarande Bankinspektionen svarade han att ”jag köper av alla som vill sälja och säljer till alla som vill köpa”. Genom agerandet uppträdde El-Sayed som market maker och genomförde transaktioner som närmast kan betecknas som marknadsoperationer. Han anlidade vidare bulvaner som köpte och sålde aktier för hans räkning och lämnade köp- och säljordrar som väsentligt avvek från rådande marknadsläge. Slutsatsen av ovanstående diskussion är att El-Sayed utnyttjade sin position till att med konstlade medel styra Fermentas aktiekurs, vilket medförde att Fermenta-aktiens kursutveckling inte styrdes av de normala marknadskrafterna.¹³⁸ Även detta agerande bör om det skett idag falla under insiderstrafflagens stadgande för otillbörlig kurspåverkan. Inte heller dessa åtgärder var brottsliga när de skedde.

Den intensiva uppmärksamhet som riktades mot Fermentaskandalen medförde att brister i lagstiftningen framstod som tydliga. Främst var det fråga om brister i lagstiftningen gällande börs- och värdepappersmarknaden, aktiebolagslagen samt i de kontraktbundna normer som gäller mellan börsen och de noterade bolagen. Mycket stort intresse inriktades mot den kurspåverkan eller kursdrivning som skett med Fermentas aktier. Manipulationen ledde ju till större kursrörelser än vad som förväntats om marknadskrafterna fått verka utan El-Sayeds kursdrivande åtgärder.¹³⁹

Med bakgrund av händelseförloppet i Fermenta tillsatte Stockholms Fondbörs en utredning vars uppgift var att utarbeta förslag som skulle motverka en upprepning av händelserna i Fermenta. Utredningen kom bland annat till slutsatsen att det efter brittisk och amerikansk förebild borde införas bestämmelser som motverkade kursdrivande åtgärder. Det rörde sig om regler enligt vilka det skulle vara straffbart att vilseleda marknaden

¹³⁶ Fermenta – fakta och erfarenheter. En rapport från Stockholms Fondbörs, s. 157-162.

¹³⁷ Kågerman, Pontus (2001): *Värdepappersmarknadens regelsystem*, s. 154.

¹³⁸ Stockholms Fondbörs (1988): *Fermenta – fakta och erfarenheter*, s. 159-162.

¹³⁹ Stockholms Fondbörs (1988): *Fermenta – fakta och erfarenheter*, s. 163-166.

genom bl.a. hemliga avtal i samband med aktieaffärer samt avtal om återköp.¹⁴⁰

I statens offentliga utredning (1989:72) som följde kort efter det att Fermentautredningen presenterat sitt resultat förespråkades att det skulle införas regler mot kursmanipulativa åtgärder som syftade till att påverka kursen på finansiella instrument. En samlad benämning på dessa förfaranden var otillbörlig kurspåverkan.¹⁴¹ I den efterföljande propositionen konstaterades att flera remissinstanser vid remissbehandlingen av förslaget ansåg att det förelåg stora svårigheter att begränsa det straffbara området och regeringen beslutade därför att frågan skulle utredas närmare.¹⁴² Det dröjde därefter till 1994 innan en ny offentlig utredning presenterades. Utredningen konstaterade att behovet av lagstiftning mot otillbörlig kurspåverkan under den senaste tiden ökat kraftigt och i jämförelse med omvärlden utgjorde frånvaron av lagstiftning den stora luckan i det finansiella regelverket.¹⁴³ I propositionen 1995/96:215 beslutade slutligen regeringen att ett straffstadgande mot otillbörlig kurspåverkan skulle införas i 7 kap. LHF. Riksdagen stödde regeringens proposition som i huvudsak byggde på SOU 1994:68. Anledningen till att bestämmelsen placerades i LHF och inte i BrB var att den då gav Finansinspektionen nödvändig övervakningsbefogenhet.¹⁴⁴

6.2 Insiderstrafflagens reglering av otillbörlig kurspåverkan

Vår nuvarande straffrättsliga reglering avseende otillbörlig kurspåverkan återfinns i 9 § insiderstrafflagen. Regleringen är allmänt hållen och medför därför vissa tillämpningsproblem¹⁴⁵. Enkelt uttryckt kan otillbörlig kurspåverkan ses som en benämning på ett förfarande som syftar till att på ett onaturligt sätt påverka finansiella instruments marknadsutveckling¹⁴⁶. Det övergripande syftet med straffstadgandet är liksom för insiderbrotten att bibehålla och förbättra allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Straffstadgandet otillbörlig kurspåverkan är tillämpligt på marknaderna för aktier samt räntebärande instrument och motsvarande derivatmarknader.

¹⁴⁰ Stockholms Fondbörs (1988): *Fermenta – fakta och erfarenheter*, s. 232-236.

¹⁴¹ SOU 1989:72 (del 2) s. 198-203.

¹⁴² Prop. 1990/91:42 s. 74f.

¹⁴³ SOU 1994:68 s. 69-73.

¹⁴⁴ Prop. 1995/96:215 s. 74.

¹⁴⁵ Boman (1997): *Praktisk tillämpning av ny bestämmelse om otillbörlig kurspåverkan*. Ur FAR:s Regelsamling (2001) del II Börs & Värdepapper, s. 940-953.

¹⁴⁶ SOU 1994:68 s. 67.

Även andra derivatmarknader där det underliggande värdet utgörs av exempelvis valutor eller råvaror täcks av lagen.¹⁴⁷

Insiderstrafflagens bestämmelse om otillbörlig kurspåverkan i 9 § innehåller tre olika stycken och lyder som följande:

”Den som, vid handel på värdepappersmarknaden, i avsikt att otillbörligt påverka priset vid allmän omsättning av finansiella instrument

1. sluter avtal eller företar annan rättshandling för skens skull,
2. i hemlighet förenar avyttring av finansiella 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 instrumenten allmän omsättning,

döms för *otillbörlig kurspåverkan* till fängelse i högst två år, eller om brottet är ringa, till böter eller fängelse i högst sex månader.

Detsamma gäller, om någon, i annat fall än som avses i första stycket, vid handel på värdepappersmarknaden i avsikt att otillbörligt påverka priset vid allmän omsättning av finansiella instrument ingår köp- eller säljavtal, lämnar anbud om slutande av sådant avtal, vidtar annan liknande åtgärd eller föranleder någon annan till sådan rättshandling och åtgärden är ägnad att vilseleda köpare och säljare av finansiella instrument.

Är brottet med hänsyn till omfattningen av kurspåverkan och övriga omständigheter att anse som grovt, skall dömas till fängelse i lägst sex månader och högst fyra år.”

6.2.1 Gemensamma rekvisit

Gemensamt för första och andra stycket är att en handling för att vara straffbar som otillbörlig kurspåverkan *skall ha som avsikt att otillbörligt påverka priset vid allmän omsättning av finansiella instrument på värdepappersmarknaden*. Handlingen skall således ha vidtagits med direkt uppsåt att inverka på marknadspriset men med bakgrund av stadgandets uttryck ”i avsikt att” framgår att någon faktisk effekt på marknadspriset inte krävs. Om övriga rekvisit uppfylls är således redan syftet att manipulera kursen straffbart. Viktigt att poängtera är att det av kravet på direkt uppsåt framgår att endast åtgärder där det direkta syftet är att framkalla en otillbörlig kurspåverkan är förbjudna.¹⁴⁸ Anledningen till att lagstiftaren valt att uppställa ett krav på direkt uppsåt för straffbarhet är enligt motiven att det därigenom inte föreligger någon risk för att fullt berättigade marknadsoperationer skall omfattas av kriminaliseringen.¹⁴⁹ Detta medför att de marknadsoperationer som Sveriges riksbank utför inom det penningpolitiska området inte medför ansvar för otillbörlig kurspåverkan.¹⁵⁰ I vår nuvarande insiderstrafflag har det dock i 10 § införts ett explicit

¹⁴⁷ Med *derivat* avses på värdepappersmarknaden ett samlingsnamn för åtskilliga olika slags skydd mot finansiella risker. Typiskt för ett derivatinstrument är att värdet grundas på en underliggande vara som exempelvis valuta, ränta, aktie eller råvara (Holmström, N (1997): *Ekonomisk uppslagsbok*, s. 69).

¹⁴⁸ Prop. 1995/96:215 s. 94.

¹⁴⁹ Näringsutskottets betänkande 1996/97:NU4, s. 8.

¹⁵⁰ Prop. 1995/96: 215 s.94f. Riksbankens agerande torde inte heller uppfylla otillbörlighetsrekvisitet.

undantag för Sveriges riksbank och Riksgäldskontoret. Ytterligare en anledning till att begränsa det subjektiva ansvaret till direkt uppsåt är enligt min mening att det straffbelagda området annars tenderar att bli oöverskådligt.

Med kravet på att kurspåverkan skall vara *otillbörlig* avses att handeln har skett på ett från allmänhetens synpunkt oacceptabelt sätt. Åtgärden skall för att vara straffbar ha utförts i syfte att otillbörligt påverka kursen. Det räcker därmed inte med att avsikten varit att påverka kursen utan motivet måste framstå som otillbörligt. Det är således fråga om situationer när en aktör på värdepappersmarknaden avviker från god sed och de sundhetskrav som gäller på marknaden.¹⁵¹ Enligt straffrättslig doktrin brukas begreppet otillbörligt då det ”finns goda skäl att inte tillåta ifrågavarande gärning”.¹⁵² En kurspåverkan bör för det mesta anses som otillbörlig om kursmanipulationen ingår som ett led i ett förfarande som syftar till att åstadkomma vinst för gärningsmannen eller skada för någon annan.¹⁵³ Exempel på situationer där otillbörlighetsrekvisitet är uppfyllt är när aktiekursen ”pressas ner” inför ett uppköpserbjudande eller när kursen påverkas för att åstadkomma en bättre position vid ett tvångsinlösenförfarande. Även officiella aktierekommendationer med syfte att driva upp kursen för att därefter avyttra egna aktier av samma slag är att se som otillbörliga. Otillbörlighetsrekvisitets behandling i rättspraxis kommer att presenteras nedan i kapitel 6.3.

Ytterligare ett krav som måste vara uppfyllt om otillbörlig kurspåverkan skall föreligga är att gärningsmannens otillbörliga handlande skall ha skett vid allmän omsättning av finansiella instrument. Om gärningsmannens agerande har inverkat på priset vid en enskild transaktion saknar därför betydelse. För att otillbörlig kurspåverkan skall föreligga krävs det således en avsikt att förändra marknadspriset.¹⁵⁴

En otillbörlig avsikt brukar i normalfallet riktas mot marknaden som helhet eller mot en obestämd krets. Otillbörlig kurspåverkan kan dock även föreligga när det otillbörliga handlandet riktas mot en enskild part som exempelvis en kund eller annan motpart. Exempel på en sådan situation är när en placerare avser att sälja en större aktiepost och för att höja priset på denna dessförinnan köper ett mindre antal aktier i samma bolag. Syftet med förfarandet är därmed att han skall få ut ett högre pris vid försäljningen av den större posten.¹⁵⁵

¹⁵¹ Prop. 1995/96: 215 s. 94ff. samt Boman (1997): *Praktisk tillämpning av ny bestämmelse om otillbörlig kurspåverkan*. Ur FAR:s Regelsamling (2001) del II Börs & Värdepapper, s. 944.

¹⁵² Jareborg, N (1994): *Straffrättens ansvarslära*, s. 246ff.

¹⁵³ Boman (1997): *Praktisk tillämpning av ny bestämmelse om otillbörlig kurspåverkan*. Ur FAR:s Regelsamling (2001) del II Börs & Värdepapper, s. 944.

¹⁵⁴ Prop. 1995/96:215 s. 94.

¹⁵⁵ Boman, R (1997): *Praktisk tillämpning av ny lagbestämmelse om otillbörlig kurspåverkan*. Ur FAR:s Regelsamling (2001) del II Börs & Värdepapper, s. 944.

Det gemensamma rekvisitet *handel på värdepappersmarknaden* innefattar enligt 1 § 2 p. insiderstrafflagen handel på börs eller annan organiserad marknadsplats eller genom någon som yrkesmässigt bedriver verksamhet enligt lagen om värdepappersrörelse.¹⁵⁶ Otillbörlig kurspåverkan föreligger därmed inte när två aktörer har personlig och direkt kontakt med varandra. I dessa situationer är det dock möjligt att brottsbalkens bestämmelser om bedrägeri kan bli tillämpliga.¹⁵⁷ Med bakgrund av att rekvisitet har samma betydelse som för insiderbrotten behandlar jag det inte närmare utan hänvisar till kap. 5.2.4 ovan.

Straffbudet för otillbörlig kurspåverkan gäller enbart för finansiella instrument. Även begreppet *finansiella instrument* som definieras i 1 § 3 p. insiderstrafflagen har samma betydelse som vid straffstadgandena för insiderbrott (se ovan kap. 5.2.3).

6.2.2 Skenavtal och hemliga avtal (9 § 1 st)

Det första straffbudet i 9 § 1 st. 1 p. insiderstrafflagen träffar en person som sluter avtal eller företar annan rättshandling för skens skull. Det som avses här är rena skentransaktioner där någon verklig äganderättsövergång aldrig varit åsyftad. Även när en överlåtelse efter en mycket kort tidsperiod återgår kan det vara fråga om ett skenavtal. Avgörande för om ett agerande faller in under 9 § 1 st. 1 p. är således om syftet enbart är att manipulera kursen och transaktionen är åsyftad att återgå mer eller mindre omgående.¹⁵⁸ Ett exempel på en situation där det med stor säkerhet föreligger ett skenavtal är när ett överlåtelseavtal ingås mellan två parter som egentligen är samma person men som agerar genom olika värdepappersinstitut. I detta fall är det ju fråga om en överlåtelse med samma kund på båda sidor där placeraren handlar med sig själv.¹⁵⁹ Gemensamt för ovanstående ageranden är att det primära syftet inte är själva överlåtelsen utan att påverka och manipulera kursutvecklingen.

Det andra straffbudet i 9 § 1 st. 2 p. insiderstrafflagen träffar en person som i samband med en överlåtelse av finansiella instrument sluter hemliga avtal. Ett sådant föreligger om överlåtelseavtalet innehåller hemliga klausuler som innebär att köparens rätt att förfoga över det finansiella instrumentet inskränkts genom exempelvis återköpsförbehåll och överlåtelsebegränsning. Gemensamt för dessa åtgärder är att de inverkar på ett finansiellt instruments utbud, efterfrågan och kursbildning. De onaturliga

¹⁵⁶ Se även prop. 1995/96:215 s. 94.

¹⁵⁷ Se BrB 9 kap. 1-3 §§.

¹⁵⁸ Prop. 1995/96:215 s. 94. Se även Kågerman, Pontus (2001): *Värdepappersmarknadens regelsystem*, s. 156.

¹⁵⁹ Boman, R (1997): *Praktisk tillämpning av ny lagbestämmelse om otillbörlig kurspåverkan*. Ur FAR:s Regelsamling (2001) del II Börs & Värdepapper, s. 945.

marknadsoperationerna leder till en konstlad kursutveckling som avviker från det marknadspris som troligtvis skulle gälla om en naturlig marknadsutveckling fått råda.¹⁶⁰

Viktigt att betona är som tidigare framgått att avtalen skall vara hemliga och ett offentliggjort agerande är därmed inte straffbart enligt denna punkt. Den som offentliggör sitt agerande genom exempelvis en presskommuniké undgår därmed ansvar för otillbörlig kurspåverkan.

6.2.3 Andra fall av otillbörlig kurspåverkan (9 § 2 st)

Det andra stycket i 9 § insiderstrafflagen avser även de operationer vid handel på värdepappersmarknaden. Bestämmelsen tar sikte på andra förfaranden än medverkande i skenavtal eller hemliga överenskommelser som behandlas i paragrafens första stycke. För att straffstadgandet skall vara uppfyllt krävs det att tre grundläggande förutsättningar är uppfyllda. De två första är de för hela paragrafen gemensamma rekvisiten om att åtgärden skall ha som avsikt att otillbörligt påverka priset och att detta skall ske på värdepappersmarknaden. Förutom dessa krav krävs för att straffbarhet skall inträda att agerandet skall vara ägnat att vilseleda andra köpare och säljare av finansiella instrument på marknaden. Åtgärder som avses är till synes ordinära förfaranden som har för avsikt att på ett otillbörligt sätt inverka på priset och är ägnade att vilseleda. Uttryckt med andra ord innebär detta att agerandet skall kunna medföra att investerarna som kollektiv får en felaktig föreställning av marknadspriset. Att enbart motparten blir vilseledd är däremot inte tillräckligt för att otillbörlig kurspåverkan skall föreligga utan i sådana fall kan istället bedrägeriparagrafen i 9 kap. 1 § BrB vara tillämplig.¹⁶¹

Utifrån *kravet på vilseledande* av köpare och säljare av finansiella instrument framgår att situationer där den som företagit de kurspåverkande åtgärderna öppet informerat marknaden om bakgrunden till sitt agerande inte faller under straffstadgandet. Enligt motiven kan som exempel på en marknadsoperation som är tillåten just därför att information offentliggörs om förfarandet nämnas de kursstabiliserande ingrepp som vidtas i anslutning till börsintroduktioner och som offentliggjorts i prospektet. I dessa situationer kan inte heller handlandet bedömas som otillbörligt.¹⁶²

¹⁶⁰ Prop. 1995/96:215 s. 94f.

¹⁶¹ Prop. 1995/96:215 s. 95f.

¹⁶² Prop. 1995/96:215 s. 95f. Under 1995 utarbetade Stockholmsbörsen särskilda regler avseende kursstabiliserande åtgärder vid emissioner och utförsäljningar. I dessa stadgas att åtgärderna är tillåtna om de förknippas med erforderlig information, prisrestriktioner, tidsbegränsningar och förteckning över vidtagna åtgärder som skall hållas tillgängliga för börsen (Boman, R (1997): *Praktisk tillämpning av ny lagbestämmelse om otillbörlig kurspåverkan*. Ur FAR:s Regelsamling (2001) del II Börs & Värdepapper, s. 946).

För att straffbarhet enligt 2 st. skall inträda är det inte nödvändigt att gärningsmannen personligen sluter avtal eller agerar på ett liknande sätt. Således omfattar straffstadgandet även de situationer där gärningsmannen påverkar andra att göra finansiella affärer. Två exempel på tillvägagångssätt som är straffbara enligt 2 st. är s.k. ”pegging” och ”scalping”. Med pegging avses att en marknadsaktör som exempelvis en aktiemäklare till vissa kunder rekommenderar köp av ett mindre bra finansiellt instrument. Agerandet leder till att kursen hålls uppe på en konstgjord nivå och att de kunder som tidigare köpt ifrågavarande värdepapper genom kursmanipulationen gör en vinst på de senares bekostnad. Med scalping menas att exempelvis en investeringsrådgivare först själv köper ett värdepapper och därefter officiellt rekommenderar en investering i motsvarande finansiella instrument. Rådgivaren kan därefter utnyttja den högre kursnivån som uppstått till följd av köprekommendationen genom att med vinst avyttra sitt eget innehav.¹⁶³

6.3 Rättspraxis

Finansinspektionen har sedan lagstiftningen om otillbörlig kurspåverkan trädde i kraft 1997 överlämnat ca 10 misstänkta fall till Ekobrottsmyndigheten.¹⁶⁴ De misstänkta fallen har exempelvis rört situationer där medverkande i aktietävlingar för att påverka kursen lagt köpordrar hos en aktiemäklare och säljorder hos en annan.¹⁶⁵ Syftet med förfarandet har varit att dessa skentransaktioner skall påverka den enskilda aktiens kurs. Av de fall som Finansinspektionen anmält till Ekobrottsmyndigheten har enbart två lett till åtal. Av dessa är det första en tingsrättsdom medan det senaste även bedömdes av hovrätten.

6.3.1 Pinkerton/Securitas-målet¹⁶⁶

En av åtalspunkterna i *Pinkerton/Securitas-målet* rörde otillbörlig kurspåverkan av Sintercast-aktien. Bakgrunden till rättsfallet var följande.

En privatmäklare på Matteus Fondkommission hade först till en kurs som låg över alla övriga lagt en säljorder på Sintercast-aktien. Omedelbart efter detta hade han till samma kurs lagt en köporder. Privatmäklaren fortsatte med förfarandet under de närmaste tolv dagarna, vilket medförde att kursen på Sintercast-aktien pressades upp.

Tingsrätten konstaterade att privatmäklarens köp- och säljorder var att se som skenavtal som träffats i syfte att otillbörligt manipulera kursen. Det

¹⁶³ Prop. 1995/96:215 s. 96.

¹⁶⁴ www.fi.se, senast besökt 2002-03-20.

¹⁶⁵ Telefonintervju 2002-03-20, Peter Billinger, jurist vid FI.

¹⁶⁶ Dom Stockholms tingsrätt B 1432-99.

otillbörliga i agerandet utgjordes av den vinst som privatmäklaren och dennes närstående gjorde. Förfarandet ansågs även ägnat att vilseleda köpare och säljare på värdepappersmarknaden. Med bakgrund av detta ansåg tingsrätten att privatmäklaren gjort sig skyldig till otillbörlig kurspåverkan.

6.3.2 Alfaskop¹⁶⁷

I oktober 2001 avkunnade Svea hovrätt en dom avseende otillbörlig kurspåverkan. Bakgrunden till rättsfallet var följande.

Under hösten 1996 förvärvade Alfaskop av Roger P samtliga aktier i Tegneren AB. Som betalning erhöll Roger P bl.a. aktier i Alfaskop. I överlåtelseavtalet stadgades att Roger P skulle återbetala ett belopp motsvarande 40 procent av skillnaden mellan noterad säljkurs den 24 mars kl. 12.00 och introduktionskursen på 70 kronor. Ju högre den noterade säljkursen var vid denna tidpunkt, desto större belopp skulle Roger P återbetala till Alfaskop. Med bakgrund av överenskommelsen hade Roger P ett intresse av att säljkursen vid denna tidpunkt var så låg som möjligt medan Alfaskops övriga aktieägare ville ha en så hög aktiekurs som möjligt.

Den 24 mars 1997 mellan kl. 11.47 och 12.02 lade Roger P via sin mäklare ett stort antal säljorder på aktier i Alfaskop.

Mellan kl. 11.47 och 11.49 lade Roger P via sin mäklare ut tre säljorder på 81, 78 samt 79 kronor omfattande tillsammans 9 000 aktier. Av dessa såldes 2 400 aktier medan försäljningen av 2 600 aktier drogs tillbaka.

Därefter lade Roger P kl. 12.00 ut tre stora säljorder på 79, 81 samt 83 kronor omfattande sammanlagt 130 000 aktier. Av dessa var 127 000 aktier dolda för alla utom Roger P:s mäklare och kursövervakaren på Stockholms Fondbörs.

Kl. 12.01 sålde Roger P ett mindre antal aktier till kursen 76 kronor varefter bästa köpkurs uppgick till 75 kronor. Omedelbart efter denna affär såldes ytterligare ett fåtal aktier till kursen 75 kronor. Efter detta var bästa köpkurs 70 kronor.

Kl. 12.02 återkallade Roger P samtliga ineliggande säljorder uppgående till 134 000 aktier i Alfaskop AB. Den bästa köpkursen var därefter 70 kronor och säljkursen 83 kronor.

Roger P:s förklaring till varför han genomförde sina försäljningar den 24 mars var för det första att han ville sprida sitt aktieinnehav och för det andra att han var rädd för att aktieägarna i Alfaskop skulle försöka driva upp kursnivån och genom förfarandet öka hans ”återbetalningsskyldighet”.

Tingsrätten godtog Roger P:s förklaring att han oberoende av överlåtelseavtalet med Alfaskop ville sälja aktierna avseende de säljorder som föregick den på 130 000 aktier. Slutsatsen stöddes av det faktum att Roger P redan innan den 24 mars sålt en del av aktierna i Alfaskop och förklarat sin avsikt att sälja ytterligare aktier. Dessa säljorder uppfattades därmed inte som kurspåverkande åtgärder.

Däremot ansåg tingsrätten att Roger P:s agerande mot en tänkbar kursmanipulation från Alfaskops aktieägare var att se som en kurspåverkande åtgärd. Förfarandet innebar ju i praktiken att Roger P låste

¹⁶⁷ Dom Stockholms tingsrätt B 4573-99 samt Svea hovrätt B 6675-00.

aktiekursen till 79 kronor. För att agerandet skall vara straffbart krävs dock att de kurspåverkande åtgärderna är att se som otillbörliga. I sin bedömning kom tingsrätten till slutsatsen att de kurspåverkande åtgärderna inte var att se som otillbörliga. Bakgrunden till tingsrättens ställningstagande var att Roger P:s syfte inte var att åstadkomma förtjänst för sig själv eller skada för någon annan. I stället var hans avsikt att försvara sig mot en eventuell kursmanipulation från motpartens sida. Tingsrätten ansåg därmed inte att Roger P:s avsikt med försvarsåtgärderna var att vilseleda köpare och säljare om vilket pris som var det rätta för Alfaskopaktien. Anledningen till ställningstagandet var att Roger P:s handlande enbart innebar en marginell skillnad från den "normala" aktiekursen och att börsens kursövervakare inte reagerat på åtgärderna. Med bakgrund av ovanstående resonemang ogillade tingsrätten åtalet mot Roger P.

Hovrätten kom till motsatt slutsats och dömde Roger P för otillbörlig kurspåverkan enligt 7 kap. 1 § lagen (1991:980) om finansiella instrument till 90 dagsböter å 50 kr. Avseende de säljorder som föregick den på 130 000 aktier delade hovrätten tingsrättens mening. Genom att lägga en så stor säljorder som 130 000 aktier hindrade Roger P i praktiken en eventuell kursuppgång. Detta i kombination med att förfarandet skedde runt tolvslaget innebar enligt hovrätten att det var att se som otillbörligt. Vidare var åtgärden ägnad att vilseleda köpare och säljare av Alfaskopaktien.

Avgörande för den skilda bedömningen i tingsrätt respektive hovrätt var domstolarnas olika tolkning av *otillbörlighetsrekvisitet*. Medan tingsrätten ansåg att det inte var otillbörligt att försvara sig mot en eventuell kursmanipulation från motpartens sida hävdade hovrätten motsatsen. För min egen del är jag avseende otillbörlighetsrekvisitet beredd att stödja hovrättens argumentation. Anledningen är främst att agerandet skedde runt tolvslaget samt att det rörde sig om en mycket stor säljorder som strax efter kl. 12.00 drogs tillbaka. Med bakgrund av att motiven inte ger mycket vägledning om hur otillbörlighetsrekvisitet skall tolkas är det förståeligt att domstolarna i brist på rättspraxis kan ha olika uppfattningar om tolkningen.

Även angående det faktum om åtgärden var *ägnad att vilseleda* marknaden gjorde domstolarna skilda bedömningar. Som nämnts tidigare i kapitel 6.2.1 innebär vilseledandet att investerarna som kollektiv får en felaktig föreställning av marknadspriset. Med bakgrund av rekvisitet "ägnad" är jag även i detta fall beredd att gå på hovrättens fällande linje. Roger P:s agerande har ju inte offentliggjorts utan i stor omfattning skett med dolda säljorder och hans syfte har varit att sänka Alfaskopaktiens kurs. Förfarandet bör därmed varit ägnat att vilseleda marknaden.

6.4 Påföljder

Straffet för otillbörlig kurspåverkan av normalgraden är fängelse i högst två år. Om brottet är att bedöma som ringa är straffet böter eller fängelse i högst sex månader. Vid grovt brott skall dömas till fängelse i lägst sex månader och högst fyra år.¹⁶⁸ I motiven till insiderstrafflagen fastslås att otillbörlig kurspåverkan inte är mindre straffbart än insiderbrott och med bakgrund av uttalandet infördes samma straffskalor som vid motsvarande uppsåtliga brott mot handelsförbudet.¹⁶⁹

Vid bedömningen av om brottet är att anse som grovt skall hänsyn tas till omfattningen av den otillbörliga kurspåverkan. Om det kan konstateras att ett otillbörligt agerande leder till en väsentlig kurspåverkan talar detta för att brottet kan bedömas som grovt. Vad som närmare avses med begreppet väsentlig kurspåverkan klargörs inte i motiven. Enligt motiven skall dock vid bedömningen viss hänsyn kunna tas till motsvarande begrepp för insiderbrott.¹⁷⁰ Med bakgrund av att otillbörlig kurspåverkan även kan föreligga trots att någon faktisk kurspåverkan inte ägt rum kan inte alltid graden av kurspåverkan ligga till grund för bedömningen av om brottet skall betecknas som grovt. I dessa situationer får vägledning avseende brottets svårighetsgrad i stället dras från de övriga försvårande omständigheter som motiven ställer upp.¹⁷¹

Som ytterligare försvårande omständigheter kan nämnas att förfarandet varit noggrant planerat eller kännetecknas av en sällsynt stor förslagenhet. Det som åsyftas här är framförallt ageranden med liten upptäcksrisk och stora möjligheter att erhålla en väsentlig vinst.¹⁷² Även en situation där någon för vinning utnyttjar en ställning som innebär särskilt stark förtroende från andra personer talar för att brottet skall bedömas som grovt. Ett exempel på en sådan situation är när en anställd i ett mäklarföretag förmår andra att göra affärer så att kursen påverkas i sådan omfattning att han själv kan göra vinst.¹⁷³ I de två fall av otillbörlig kurspåverkan som varit uppe till prövning har det rört sig om brott av normalgraden och någon diskussion om huruvida brotten bör betecknas som grova har överhuvudtaget inte förts.

En skillnad gentemot handelsförbudet är att det inte är möjligt att förverka vinning av otillbörlig kurspåverkan. Orsaken är enligt motiven att otillbörlig

¹⁶⁸ 9 § insiderstrafflagen

¹⁶⁹ Prop. 1995/96:215 s. 73f.

¹⁷⁰ Som tidigare redogjorts för ovan i kapitel 5.2.2 anges det i motiven till insiderlagstiftningen att för att en kurspåverkan på aktiemarknaden skall anses som väsentlig bör den överstiga 5 procent men inte nödvändigtvis uppgå till 10 procent. En analog tillämpning av detta uttalande bör vara tillämplig inom området för otillbörlig kurspåverkan.

¹⁷¹ Prop. 1995/96:215 s. 73f.

¹⁷² Prop. 1995/96:215 s. 96f.

¹⁷³ Boman (1997): *Praktisk tillämpning av ny bestämmelse om otillbörlig kurspåverkan*. Ur FAR:s Regelsamling (2001) del II Börs & Värdepapper, s. 947.

kurspåverkan kan ha så många olika bakomliggande syften att vinsten många gånger kan vara svår att mäta.¹⁷⁴ För min egen del anser jag att en bestämmelse om förverkande även hade varit lämplig för otillbörlig kurspåverkan. Genom att en förverkanderegeln införs kommer lagöverträdarna att fråntas den otillbörliga vinningen i samband med kursmanipulationen och detta leder i sin förlängning till att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden stärks.

¹⁷⁴ Prop. 1999/2000:109 s. 85.

7 Den administrativa regleringen

7.1 Allmänt

Även om denna uppsats främst behandlar insiderstrafflagens bestämmelser om insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan har jag i detta kapitel valt att översiktligt redogöra för de administrativa bestämmelser som återfinns i lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument. En presentation av reglerna om anmälningsskyldighet och förbudet mot korttidshandel är nödvändig för att få en helhetsbild av insiderlagstiftningen. Reglerna är även mycket betydelsefulla för insiderlagstiftningens effektivitet och kapitlet fyller därför en betydelsefull bakgrund till den diskussion som kommer att föras i kapitel 8.

7.2 Anmälningsskyldighet

Anmälningsskyldigheten innebär att personer med insynsställning i ett aktiemarknadsbolag har en skyldighet att vid vissa innehav av finansiella instrument anmäla eget eller närståendes innehav av aktier i det aktuella bolaget till FI. Även vid förändring av innehavet föreligger en anmälningsskyldighet. Anmälan skall göras skriftligen och senast fem dagar efter det att insynsställning uppkom eller förändring av innehav skett.¹⁷⁵ Skyldigheten att göra anmälan föreligger dock inte alltid och i 4 § i lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument nämns en rad undantag. Det rör sig bland annat om mindre innehav eller om ökningen av aktieinnehavet föranletts av fondemission eller split. Anmälningsskyldighet föreligger enbart om innehavet eller förändringen av detta uppgår till minst 200 aktier eller, vad avser med aktier likställda värdepapper, motsvarar ett marknadsvärde som minst uppgår till 50 000 kronor.

Det övergripande syftet med anmälningsskyldigheten är att avhålla insiders från otillåten handel samt att underlätta kontrollen av lagens efterlevnad.¹⁷⁶ Genom att fortlöpande registrera de anmälningar som kommer in för FI ett offentligt *insiderregister*. Sammanställningen finns på inspektionens hemsida och skickas ut till större tidningar, nyhetsbyråer och andra prenumeranter.¹⁷⁷ Insiderregistret fyller i huvudsak tre olika syften. För det

¹⁷⁵ 3-6 §§ lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

¹⁷⁶ Prop. 1990/91:42 s. 53.

¹⁷⁷ www.fi.se, senast besökt 2002-03-20.

första motverkar det missbruk av förtroelig information och för det andra tjänar det som underlag för FI:s tillsynsverksamhet. Slutligen förser det massmedia och värdepappersmarknaden med information om olika personers värdepapperstransaktioner.¹⁷⁸ Med bakgrund av dessa tre funktioner är insiderregistret enligt min mening mycket betydelsefullt för att FI och Ekobrottsmyndigheten på ett effektivt sätt skall kunna utreda misstänkta fall av insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan.

I lagens 3 § räknas de personer som har insynsställning upp och omfattas av anmälningsskyldigheten. Det är här fråga om personer som har särskilt goda förutsättningar att få tillgång till insiderinformation.

- Ledamot eller suppleant i bolagets eller dess moderföretags styrelse
- VD eller vice VD i bolaget eller dess moderföretag
- Revisor eller revisorssuppleant i bolaget eller dess moderföretag
- Bolagsman i ett handelsbolag som är bolagets moderföretag
- Innehavare av annan ledande befattning i eller annat kvalificerat uppdrag för bolaget eller dess moderföretag
- Befattningshavare eller uppdragstagare enligt punkterna 1-3 eller annan ledande befattningshavare i ett dotterbolag
- Större aktieägare (minst 10 procent av aktiekapital eller röstetalet i bolaget)

Även aktiemarknadsbolagen har en anmälningsskyldighet till FI. För dessa gäller det att anmäla vilka personer som enligt 3 § första stycket 1-3, 5 och 6 p. har insynsställning i bolaget eller dessa dotterbolag. Tidsfristen inom vilken anmälningsskyldighet skall uppfyllas uppgår till 14 dagar.¹⁷⁹

Om någon underlåter att inom föreskriven tid uppfylla sin anmälningsskyldighet skall FI besluta om att en särskild avgift skall tas ut. Detsamma gäller om någon vid uppfyllande av anmälningsskyldigheten lämnar oriktiga eller vilseledande uppgifter. Avgiften uppgår till lägst 15 000 kronor och högst 350 000 kronor.¹⁸⁰

7.3 Förbud mot korttidshandel

Ett förbud mot korttidshandel infördes i svensk lagstiftning den 1 januari 1997. Bestämmelsen är närmast av ordningskaraktär och det främsta syftet med införandet var att minska incitamenten att begå insiderbrott. Förbudet innebär att personer med insynsställning som förvärvar aktier i ett aktiemarknadsbolag inte inom tre månader får överlåta aktier av samma slag

¹⁷⁸ Prop. 1995/96 s. 42.

¹⁷⁹ 7 § lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

¹⁸⁰ 21 § lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

upp till motsvarande antal.¹⁸¹ Både försäljning och byte omfattas av överlåtelseförbudet, men däremot inte överlåtelse genom gåva. Liksom för stadgandet om anmälningsskyldighet gäller att bestämmelsen endast är tillämplig på aktier eller med aktier likställda instrument.¹⁸²

Förbudet mot korttidshandel omfattar enbart ledamot eller suppleant i styrelse, VD, vice VD samt revisor och revisorssuppleant. Även motsvarande befattningshavare i ett aktiemarknadsbolags moderföretag omfattas av förbudet. Personkretsen motsvarar den som räknas upp i 3 § 1-3 punkten. Den krets som omfattas av förbudet är således mindre än den som anses ha insynsställning i aktiemarknadsbolag. Enligt motiven till lagstiftningen är skillnaden motiverad med hänsyn till att förbudet mot korttidshandel är mer ingripande än anmälningsskyldigheten till insiderregistret.¹⁸³

Viktigt att betona är att enbart de förvärv eller överlåtelser som utförs under anställnings- eller uppdragstiden som omfattas av förbudet. Samtliga aktier som innehas dessförinnan skall därmed anses innehavda i tre månader. Däremot skall förbudet enligt motiven vara tillämpligt när en överlåtelse sker efter det att anställningen upphört under förutsättning att aktierna förvärvats under anställningstiden.¹⁸⁴ Detta torde dock inte gälla när förvärvet har gjorts under anställningstiden men innan insynsställning uppkommit.

I lagen stadgas en del undantag från förbudet mot korttidshandel.¹⁸⁵ Aktier får alltid avyttras om marknadskursen har fallit under anskaffningskursen d.v.s. det är alltid tillåtet att sälja aktier med förlust. Vidare är det alltid tillåtet att acceptera ett offentligt erbjudande om aktieförvärv. Även när någon tilldelas emissionsrätter har det ansetts oskäligt att förbudet mot korttidshandel skall gälla. Anledningen till detta är att om förbudet gällde skulle personen vara tvungen att avstå från teckningsrättens värde om denne saknade ekonomiska resurser för att delta i nyemissionen.¹⁸⁶

Förbudet mot korttidshandel är liksom anmälningsskyldigheten avgiftssanktionerad. Avgiften skall motsvara 90 procent av vinsten, dock lägst 15 000 kronor och högst 350 000 kronor. Även de transaktionskostnader som är förenade med affären skall beaktas.¹⁸⁷ Om en värdepappersaffär även utgör ett insiderbrott skall någon avgift inte tas ut.

¹⁸¹ Prop. 1995/96:215 s. 68.

¹⁸² Enligt 2 § lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument likställes exempelvis teckningsrätt, konvertibelt skuldebrev, aktieoption samt aktietermin med aktier.

¹⁸³ Prop. 1995/96:215 s. 67f.

¹⁸⁴ Prop. 1995/96:215 s. 68.

¹⁸⁵ 16 § lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

¹⁸⁶ Prop. 1995/96:215 s. 69.

¹⁸⁷ 20 § lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

Anledningen är att vinning av insiderbrott enligt 11 § om det inte är oskäligt skall förklaras förverkad.¹⁸⁸

¹⁸⁸ Prop. 1995/96:215 s. 69.

8 Är lagstiftningen effektivt utformad?

8.1 Allmänt

En effektiv lagstiftning mot insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan är av stor betydelse för att värdepappersmarknaden skall fungera på ett tillfredsställande sätt. Genom att utforma lagstiftningen på ett effektivt sätt kan förtroendet för värdepappersmarknaden stärkas och riskkapitalförsörjningen till företagen säkras. En effektivt utformad lagstiftning kan dock enbart i viss utsträckning minska förekommandet av insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan. För oberoende av hur strikt reglering som införs kommer problemet alltid att kvarstå. Anledningen till detta är enligt min mening bland annat att upptäcktsrisken vid denna brottslighet är låg, eftersom brotten inte direkt riktas mot enskilda individer. Därmed finns det inte någon målsägande som kan anmäla brottet. I stället är det FI som har givits uppgiften att försöka upptäcka de ageranden som innefattar insiderbrott eller otillbörlig kurspåverkan. Vidare föreligger det stora bevissvårigheter som är kopplade till nyttjandet av insiderinformationen. Även röjandet av insiderinformation till en tipsmottagare är mycket svårt att härleda och bevisa.

De stora svårigheter som finns med att bekämpa insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan gör det än viktigare att utforma lagstiftningen på det effektivaste sättet. För att hålla jämna steg med utvecklingen på värdepappersmarknaden krävs det att regleringen kontinuerligt uppdateras och revideras.

8.2 Oklarheter i och svårigheter med vår nuvarande lagstiftning

8.2.1 Insiderbrotten

Under de drygt 30 år som insiderlagstiftning funnits i Sverige har den personkrets som omfattas av insiderbrotten kontinuerligt utvidgats samtidigt som gärningen blivit alltmer generell definierad. Förändringarna har således medfört att reglerna blivit mer allmängiltiga och därmed flexiblarare i förhållande till de förändringar som kontinuerligt sker på värdepappersmarknaden. Den ökade flexibiliteten har dock medfört en större komplexitet som lett till att lagstiftningen inte är entydig och klar. En oklar lagstiftning leder i sin tur till tillämpningsproblem och en sämre effektivitet.

För att komma tillrätta med ineffektiviteten vid bekämpningen av insiderbrottslighet har lagstiftaren vid flera tillfällen valt att skärpa straffen.¹⁸⁹ Att skärpa straffen har visserligen en allmänt preventiv verkan men jag tror att om man skall förbättra effektiviteten i insiderlagstiftningen är inte detta tillräckligt. Det krävs enligt min mening även att man ser över oklarheter i lagstiftningen och genomför förbättringar.

Kravet på att en kurspåverkande omständighet för att omfattas av handelsförbudet skall vara ”*ägnad att väsentligt påverka kursen*” är utan tvekan det rekvisit som vållat de största problemen vid rättstillämpningen. Av kravet följer att en omständighet som är ägnad att påverka kursen men inte väsentligt inte är förbudsgrundande. Att väsentlighetsrekvisitet vållat stora problem framgår av motiven till lagstiftningen.¹⁹⁰

Ett tydligt problem med lagstiftningen är att väsentlighetsrekvisitet i praktiken begränsar handelsförbudets tillämplighet till ett fåtal situationer. Av börsstatistiken följer att det enbart finns ett litet antal situationer där kursrörelsen regelbundet uppgår till 10 procent. Typfallet utgörs av offentliga erbjudanden om aktieförvärv men även kraftiga förändringar i rörelseresultatet kan medföra stora kursrörelser.

Med bakgrund av att domstolarna i alltför stor utsträckning anslutit sig till ”tioprocentsregeln” föreslog FI i proposition 1995/96:215 att handelsförbudet skall inträda vid kännedom om icke offentliggjorda omständigheter som är ägnade att *icke oväsentligt* påverka kursen på finansiella instrument.¹⁹¹ Regeringen var av motsatt uppfattning och menade att domstolarna inom den nuvarande lagstiftningen även kunde bedöma kursrörelser understigande 10 procent som väsentliga. Förslaget blev därmed inte verklighet. För min egen del stödjer jag FI:s linje och menar att en lagändring i enlighet med förslaget torde innebära att rättstillämpningen blir mindre stelbent. Genom förändringen skulle domstolarna i större utsträckning kunna ta hänsyn till andra faktorer än enbart den procentuella förändringen. Vidare torde det bli enklare att bevisa att en given omständighet är ägnad att ”*icke oväsentligt*” påverka kursen på ett värdepapper. Troligtvis skulle en lagändring medföra att förfaranden som liknar det ovan behandlade *Metallmålet* (se kapitel 5.2.2 ovan) skulle anses falla under handelsförbudet. En nackdel med en lagändring är dock att det straffbara området i högre grad tenderar att bli obestämt och därmed strida mot legalitetsprincipen.

Ett annat problem vid rättstillämpningen är att det föreligger svårigheter med att bevisa vid vilket tillfälle berörda parter erhållit information och hur pass konkret denna varit. Det kan röra sig om att skilja rykten från

¹⁸⁹ Se exempelvis prop. 1999/2000:109 s. 54.

¹⁹⁰ Prop. 1995/96:215 s. 35.

¹⁹¹ Prop. 1995/96:215 s. 34-36. Jmf. exempelvis det i kapitel 5.2.2 behandlade *Metallmålet*.

förbudsgrundande information. Exempel på en sådan situation är all den information som en aktiemäklare dagligen erhåller. Bevissvårigheter kan här finnas för att avgöra hur pass tillförlitlig den givna informationen är. Dessa problem måste minimeras och detta bör bl.a. ske genom att FI och Ekobrottsmyndigheten tillförs större resurser. Det är även viktigt att myndigheterna samarbetar för att därigenom förbättra effektiviteten i undersökningarna.

8.2.2 Otillbörlig kurspåverkan

Som nämnts tidigare i uppsatsen är den svenska lagstiftningen om otillbörlig kurspåverkan relativt ny och delvis på grund av detta har endast ett fåtal fall nått våra domstolar. Med bakgrund av att enbart fem år förflutit sedan lagstiftningen trädde i kraft är det förståeligt att mängden rättspraxis är liten.

Under de senaste åren har dock FI mottagit allt fler fall av misstänkta kursmanipulationer men trots detta faktum har mängden åtal inte ökat. Detta förhållande tillsammans med att endast två personer sedan 1997 fällts för otillbörlig kurspåverkan talar för att lagstiftningen inte är särskilt effektiv. Eventuellt kan orsaken vara att lagstiftningen är oklar och svårtolkad.

Otillbörlighetsrekvisitet är utan tvekan det rekvisit som medför de största tolknings- och tillämpningsproblemen. En stor anledning är att lagstiftaren inte klargjort vad som är att se som ett otillbörligt agerande och därför är det för marknadens aktörer svårt att förstå tillämpningsområdet. Att i insiderstrafflagen räkna upp alla situationer som är att se som otillbörliga skulle med bakgrund av legalitetsprincipen vara önskvärt men är i praktiken omöjligt. Anledningen är att lagstiftningen då snabbt skulle bli föråldrad och trögriktig.

Exempel på en situation där otillbörlighetsrekvisitet vållar tillämpningsproblem är handel i kursvårdande syfte. Ett förfarande som kan diskuteras är om en aktör skall tillåtas lägga hur stora order som helst på marknaden och om den som har stora kapitalresurser därmed skall tillåtas styra kursbildningen. Att i dessa situationer införa orderbegränsningar måste enligt min mening ses som en alltför långtgående åtgärd. Avgörande för bedömningen torde i stället vara om agerandet är att se som otillbörligt d.v.s. om gärningsmannen vid ett senare tillfälle till lägre kurs har för avsikt att köpa tillbaka aktierna är förfarandet med stor sannolikhet otillbörligt. I denna situation föreligger det förutom vid erkännanden stora bevissvårigheter.

Även i många andra situationer föreligger det problem att dra en tydlig gräns mellan normal handel och otillbörliga ageranden. Som exempel på en situation där gränsdragningsproblem kan uppkomma är när en aktör lägger en köp- eller säljorder och därefter ångrar sig och drar tillbaka denna. Vid

vilka tillfällen skall detta agerande ses som otillbörligt? Vidare kan man fråga sig om det är tillåtet att under en längre tidsperiod ha en stående köporder eller om en aktör skall få köpa optioner utställda på värdepapper som denna redan innehar? Slutsatsen av ovanstående resonemang blir att det näst intill är omöjligt att på ett enhetligt sätt tillämpa begreppet otillbörligt.

Frågan är om rekvisitet att agerandet skall vara otillbörligt behövs. I insiderstrafflagens 10 § finns ju ett undantag som medför att ageranden av Sveriges riksbank och Riksgäldkontoret aldrig kan ses som otillbörliga. Vid behov kan denna undantagsbestämmelse enligt min mening fyllas ut ytterligare. Vad gäller 9 § 1 st. insiderstrafflagen tror jag att det är fullt tillräckligt med rekvisiten ”i avsikt att (...) påverka priset vid allmän omsättning av finansiella instrument”. I stället skall skenavtal och hemliga avtal ses som otillbörliga i sig och åklagaren behöver därmed inte bevisa ett otillbörligt syfte. Även i 2 st. kan otillbörlighetsrekvisitet enligt min mening tas bort. Det otillbörliga ligger här i själva agerandet som är ägnat att vilseleda köpare och säljare av finansiella instrument. Ett argument för att otillbörlighetsrekvisitet skall vara kvar är dock att regleringens tillämpningsområde annars tenderar att bli för brett.

8.3 Alternativ till och förbättringar av vår nuvarande lagstiftning

Att en reglering av insiderhandel och andra otillbörliga förfaranden är nödvändig är de flesta ense om men diskussionen gäller i stället vilken bekämpningsmetod som är den mest optimala. Är lagstiftning lösningen eller är självreglering ett bättre alternativ?

I de utredningar som föregick lagstiftningens tillkomst har *självreglering* från marknadens aktörer framförts som ett alternativ till lagstiftning. Med självreglering avses i första hand normeringsåtgärder av olika privata organisationer på värdepappersmarknaden.¹⁹² I exempelvis Nobelrapporten¹⁹³ förespråkade utredningen framför lagstiftning en självreglering av marknadens aktörer. I stora drag innebar förslaget att marknadens större aktörer skulle gå samman och skapa en uppförandekod. Denna skulle innehålla en katalog över de förfaranden som var att se som otillåtna. Inom ramen för skyldigheten att se till att god affärssed tillämpas vid börshandel skulle därefter ledningen för Stockholms Fondbörs övervaka och ta kontakt med de som agerar i strid mot uppförandekoden. Som sanktioner och påtryckningsmedel skulle börserna ha möjlighet att anmäla en otillbörlig kurspåverkan till Finansinspektionen som i sin tur kunde utverka ett vitesföreläggande. Vidare skulle publicitet ges åt det otillbörliga agerandet, vilket även det kan ses som en form av sanktion. Vid tydliga fall av

¹⁹² SOU 1989:72 s. 149.

¹⁹³ SOU 1994:68 s. 68-73.

otillbörlig kurspåverkan förespråkade dock utredningen en straffreglering och motiveringen för detta var att det i dessa situationer inte förelåg lika stora bevisvärigheter. En intressant fråga i detta sammanhang är vad som avses med tydliga fall?

För min egen del anser jag att den största fördelen med självreglering är att en större flexibilitet kan uppnås medan däremot lagstiftning från statsmakternas sida på en föränderlig värdepappersmarknad kan uppfattas som trögrörlig. Självreglering från marknadens parter kan vid behov förändras på ett betydligt enklare sätt och handläggningen av de aktuella ärendena är smidigare än vid en domstolsprocess.¹⁹⁴

Ytterligare fördelar med självreglering är att resurser frigörs från åklagar- och rättsväsendet samt att lagsökningsprocessen förkortas. Självregleringen skulle vidare kunna utformas på sådant sätt att den som bryter mot de genom kontrakt skapade förbuden omedelbart skulle avstängas från att handla eller verka på värdepappersmarknaden. Genom att på ett snabbt sätt reagera mot insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan skulle förtroendet för värdepappersmarknaden kunna stärkas. Det är dock tveksamt om den positiva effekten av självreglering helt skulle uppväga det förtroende som en straffrättslig reglering skapar.

En klar nackdel med självreglering av marknadens aktörer är dock att det i praktiken enbart skulle vara möjligt att agera mot de otillbörliga förfaranden som utförs av börsens medlemmar och deras mäklare. Anledningen till detta är att det på grund av resurser och praktiska svårigheter inte är möjligt att kontrollera samtliga kunders ageranden.

Vid en avvägning av ovanstående argument finner jag att en kombination av självreglering och lagstiftning är både vad avser insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan den effektivaste lösningen. Genom att utforma regleringen på detta sätt tror jag att de största fördelarna uppnås. Det skulle vara önskvärt att värdepappersmarknadens aktörer gick samman och kom överens om att exempelvis ett företag som inte kan hantera sin informationsgivning på ett korrekt sätt skall avnoteras från Stockholms Fondbörs aktielistor. Bestämmelsen skulle kunna införas i det inregistreringskontrakt som noterade bolag tecknar med Stockholmsbörsen.

I det förslag till nytt direktiv mot marknadsmissbruk som EU-kommissionen lagt fram fastslås att en enda myndighet skall bära huvudansvaret för bekämpning av och tillsyn över marknadsmissbruk. Denna enda behöriga myndighet måste enligt förslaget vara offentlig för att dess oberoende av marknaden skall kunna garanteras och intressekonflikter undvikas. Förslaget som just nu håller på att omarbetas medför om det träder i kraft att möjligheten till att enbart införa självreglering försvinner.¹⁹⁵

¹⁹⁴ Rundfeldt, R. (1989): *Insiders affärer*, 190.

¹⁹⁵ KOM(2001) 281 slutlig, s. 9.

Angående vår nuvarande lagstiftning mot det marknadsmissbruk som insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan utgör har tidigare konstaterats att regleringen innehåller en rad olika brister. Det rör sig bland annat om vissa oklara rekvisit som medför att lagstiftningen blir ineffektiv och obestämd. Stora svårigheter ligger även i att bevisa att marknadsmissbruk ägt rum. Vilka möjligheter finns då att effektivisera och förbättra vår nuvarande lagstiftning?

I förslaget till ett nytt direktiv om marknadsmissbruk föreslås att ett administrativt sanktionssystem skall bli obligatoriskt vid sidan av ett straffrättsligt. För Sveriges del har vi redan administrativa påföljder i form av de särskilda avgifter som FI får ta ut i samband med överträdelser av anmälningsskyldigheten och förbudet mot korttidshandel men en utvidgning av denna möjlighet tror jag skulle vara positivt.¹⁹⁶ Avsikten är att de administrativa sanktionsavgifterna skall tas ut vid överträdelser av ringa art. Ett exempel där en administrativ avgift enligt min mening skulle kunna föras in är i anslutning till 9 § 1 st. insiderstrafflagen. Det skulle kunna stå att ”det är förbjudet att handla med sig själv”. Förbudet skulle därmed gälla oavsett om handlandet varit otillbörligt. Det skulle vidare bli fråga om ett strikt ansvar och med bakgrund av detta är det viktigt att lagstiftaren noga tänker över vilka situationer som bör omfattas.

Om det administrativa sanktionssystemet utökas är det viktigt att avgifterna blir av sådan storleksordning att de verkar avskräckande på de som överväger att utnyttja insiderinformation eller påverka aktiekurser. Erfarenheterna av ekobrottsbekämpning visar nämligen att det är effekterna i plånboken som känns mest.¹⁹⁷

Ett införande av ytterligare administrativa sanktioner tror jag skulle förbättra lagstiftningens effektivitet och stärka allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden. Anledningen är att administrativa sanktioner innebär en snabbare lagföring samt att resurser frigörs från åklagar- och domstolsväsendet.

Införandet av förbudet mot korttidshandel skedde delvis mot bakgrund av att det visat sig svårt att lagföra brott mot handelsförbudet. Förbudet innebär fördelar i bevishänseende eftersom det är tillräckligt att visa att handel förekommit under tre månader. För att minska möjligheten till insiderhandel skulle förbudet mot korttidshandel kunna utsträckas till ca 6 månader. Anledningen till att jag väljer just 6 månader som gräns är att informationen efter denna tidsperiod tenderar att bli inaktuell. Den nya tidsgränsen skulle främja långsiktigt ägande och effektivisera lagstiftningen. En nackdel är dock att förlängningen påverkar likviditeten i handeln på Stockholmsbörsen.

¹⁹⁶ I propositionen till vår nuvarande insiderstrafflag ställde sig dock regeringen avvisande till ett införande av ett administrativt sanktionssystem (prop. 1999/2000:109 s.40f.).

¹⁹⁷ Dagens Nyheter (2001): *Insiderbrott skall svida i plånboken*. 2001-12-04. Debattinlägg av Rolf Holmquist och Claes Norgren.

Ytterligare en önskvärd förbättring är att FI tillförs större finansiella anslag. Vid en jämförelse med tillsynsmyndigheterna i USA och Storbritannien har FI mycket små resurser. Med större resurser kan övervakningen av värdepappersmarknaden förbättras och förhoppningsvis kan fler fall av marknadsmissbruk upptäckas. Enbart pengar löser dock inte problemen utan det är även viktigt att FI och Ekobrottsmyndigheten förbättrar sitt samarbete. Ett förbättrat samarbete kan förhoppningsvis leda till att en större andel av de fall av misstänkt marknadsmissbruk som FI anmäler till Ekobrottsmyndigheten leder till åtal. Ytterligare en positiv effekt som ett fördjupat samarbete kan leda till är att åklagaren tidigare skulle kunna säkra bevis genom att tillgripa tvångsmedel som exempelvis husrannsakan. Samarbetet får dock inte gå så långt att FI:s roll som tillsynsmyndighet i praktiken blir en brottsutredande.

Med bakgrund av värdepappersmarknadens internationella dimension är det även viktigt att tillsynsmyndigheterna i framförallt Europa ökar sitt samarbete. Ett ökat samarbete är särskilt angeläget eftersom en allt större andel av värdepappersaffärerna sker över landgränserna. En gränsöverskridande samordning av lagstiftning och tillsynsarbete leder till en ökad effektivitet vid bekämpningen av marknadsmissbruk. I förslaget till direktiv om marknadsmissbruk betonas att tillsynsmyndigheternas samarbete måste stärkas.¹⁹⁸

Slutligen anser jag att lagstiftaren för att förbättra lagstiftningens effektivitet bör överväga att införa några av de metoder som USA använder vid bekämpandet av insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan. Exempelvis gäller detta möjligheten att vid fällande dom ge belöning till den som tipsat om brottet. Vidare anser jag att en möjlighet att döma till livslångt yrkesförbud inom finansbranschen är en bra rättsverkan.¹⁹⁹ Slutligen skulle även införandet av en valmöjlighet för FI att driva ett insidermål civilrättsligt eller straffrättsligt kunna stärka allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden. Jag är dock medveten om att dessa förslag i viss mån är främmande för det svenska rättssystemet och därmed svåra att införa.

¹⁹⁸ KOM (2001) 281 slutlig, s. 11 och 19f.

¹⁹⁹ Enligt 5 § lag (1986:436) om näringsförbud finns dock en möjlighet att döma näringsidkare som begått en brottslig gärning till näringsförbud mellan 3 till 10 år.

9 Avslutande kommentar och slutsatser

Under den senaste trettioårsperioden har lagstiftningen mot förkastligt beteende på värdepappersmarknaden genomgått stora förändringar. Från att i början av 1970-talet enbart innefatta en förpliktelse för vissa uppräknade personkategorier att registrera sina aktieinnehav i noterade aktiebolag har lagstiftningen växt betydligt i omfång. Den senaste stora förändringen skedde under 1997 då otillbörlig kurspåverkan kriminaliserades.

Ett problem för lagstiftningen mot insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan är att det vid en jämförelse med annan ekonomisk brottslighet enbart är ett fåtal fall som leder till åtal och ännu färre till fällande domar. Fram till idag har vi enbart 11 domar som handlar om insiderbrott eller otillbörlig kurspåverkan.

Utmärkande för lagstiftningen är att den personkrets som omfattas av bestämmelserna kontinuerligt utvidgats samtidigt som gärningen blivit alltmer generellt definierad. Utveckling har enligt min mening medfört en ökad komplexitet och att lagstiftningen inte är entydig och klar. I sin tur har detta lett till tillämpningsproblem och en sämre effektivitet.

Beträffande handelsförbudet kan konstateras att domstolarna lämnats ett stort tolkningsutrymme, framför allt gäller detta avseende kurspåverkans väsentlighet. I rättspraxis har problemet lösts genom att domstolarna hållit hårt på den ”tioprocentsregel” som i motiven angivits som riktlinje för att en kurspåverkan på aktiemarknaden skall ses som väsentlig. För att förbättra effektiviteten och minska bevissvårigheterna anser jag att rekvisitet *väsentligt* borde bytas ut mot *icke oväsentligt*. Förändringen skulle göra lagstiftningen mindre stelbent och förbättra allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden.

Även avseende brottet otillbörlig kurspåverkan kan fastslås att rekvisiten i lagregleringen är svårtolkade och oklara och att en tydligare reglering efterfrågas. Att i så stor utsträckning lämna avgörandet till domstolarna är tvivelaktigt och för att förtydliga regleringen skulle möjligen fler detaljer kunna införas. Med bakgrund av att regleringen är så pass ny och att enbart två fall varit uppe till prövning kan det dock vara svårt att redan nu avgöra om lagstiftningen fyller sin funktion.

Otillbörlighetsrekvisitet är utan tvekan det rekvisit som orsakar störst oklarheter vid lagtolkningen. Ett förslag från min sida är att otillbörlighetsrekvisitet tas bort och att agerandena i sig ses som otillbörliga. Detta skulle effektivisera lagstiftningen och leda till färre tillämpningsproblem. Ett alternativ skulle kunna vara att vid vissa fall av

otillbörlig kurspåverkan införa administrativa sanktionsavgifter. En fara är dock att tillämpningsområdet blir för brett och står i strid med legalitetsprincipen.

Vid min genomgång av de rättsfall som varit uppe till prövning kan konstateras att många av de åtalade varit omedvetna om att deras handlande varit straffbart.²⁰⁰ Det är därför viktigt att Finansinspektionen i förebyggande syfte informerar de som verkar på värdepappersmarknaden om vilka ageranden som är otillåtna. Även marknadens aktörer som exempelvis Stockholms Fondbörs bör i informationshänseende spela en framträdande roll.

Vilken typ av reglering är då den mest optimala för att bekämpa insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan? Jag tror att den bästa lösningen är en kombination av lagstiftning och självreglering. Självregleringen skall främst baseras på avtal mellan Stockholms Fondbörs och noterade bolag. Om ett företag inte kan sköta sin informationsgivning på ett tillfredsställande sätt bör bolaget avnoteras från börsen. Lagstiftningen bör som idag utgöras av straffrättsliga regler men dessa skall i större utsträckning kombineras med administrativa sanktionsavgifter. Detta skulle förkorta lagföringsprocessen och frigöra resurser från åklagar- och rättsväsendet. I sin förlängning skulle det medföra en effektivare lagstiftning och stärka allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden.

Ytterligare förbättringar som bör genomföras är att tillföra FI och Ekobrottsmyndigheten större resurser för att de på ett bättre sätt skall kunna stävja marknadsmissbruket. En möjlighet är att marknadens aktörer som exempelvis Stockholms Fondbörs ekonomiskt bidrar till en bättre övervakning. Denna lösning är enligt min mening naturlig eftersom det främst är marknadens aktörer som tjänar på att förtroendet för värdepappersmarknaden förbättras. Ett närmare samarbete mellan FI och Ekobrottsmyndigheten är också önskvärt. Värdepappersmarknadens internationella dimension kräver även ett fördjupat samarbete på det internationella planet.

Slutligen tror jag att det vore bra att införa vissa bestämmelser efter amerikansk förebild. Exempelvis gäller detta möjligheten att driva ett insiderbrott som civilmål samt att ge en belöning till de personer vars tips leder till fällande domar. Även möjligheten att döma till livslångt yrkesförbud inom finansbranschen skulle förbättra allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden och därmed ge en effektivare lagstiftning.

²⁰⁰ Även Peter Billinger har kommit till samma slutsats (Telefonintervju 2002-03-20, Peter Billinger, jurist vid FI).

Käll- och litteraturförteckning

Litteratur

Afrell, L. m.fl. (1991): *Insiderlagen – en lagkommentar*. Upplaga 1:1, Allmänna förlaget, Stockholm.

Afrell, L. m.fl. (1998): *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*. Upplaga 2:1, Norstedts Juridik AB, Stockholm.

Bernard, B. (1990): *Information and securities trading – a legal and economic analysis of the foundations of the liability in the USA and European Community*, Graham & Trotman.

Bernitz, U. (1999): *Europarättens grunder*. Norstedts Juridik AB, Stockholm.

Boman (1997): *Praktisk tillämpning av ny bestämmelse om otillbörlig kurspåverkan*. Ur FAR:s Regelsamling (2001) del II Börs & Värdepapper.

Holmström, N. (1997): *Ekonomisk uppslagsbok*. Wahlström & Widstrand, Falun.

Jareborg, N (1994): *Straffrättens ansvarslära*. Iustus, Uppsala.

Kågerman, P. (2001): *Värdepappersmarknadens regelsystem*. Norstedts Juridik AB, Stockholm.

Löfmarck, M. (1988): *Insiderbrott och svindleri*. Stiftelsen Juristförlaget vid Stockholms universitet, Stockholm.

Manne, H. G. (1966): *Insider Trading and the Stock Market*.

Mattsson, Lars G. (1992): *Insiderbrott och andra informationsbrott*. Raben & Sjögren, Kristianstad.

Moberg K. & Samuelsson P. (1989): *Börsrätt*. Norstedts Förlag, Stockholm.

Nilsson, M. (1994): *Insiderlagen*. Juristförlaget, Stockholm.

Rundfeldt, R. (1989): *Insiders affärer*. SNS Förlag, Stockholm.

Saebo, R. (1995): *Innsidehandel med verdipapir*. Fagbokforlaget, Bergen.

Stockholms Fondbörs (1988): *Fermenta – fakta och erfarenheter*. Ljunglöfs Offset AB, Stockholm.

Stockholms Fondbörs (2002): *Inregistreringskontrakt*.

Wesser, E. (2001): "*Har du varit ute och shoppat, Jacob?*". Sociologiska institutionen, Lunds universitet.

Offentligt tryck m.m.

Ds 2000:4 *Ny insiderlagstiftning m.m.*

Europeiska kommissionen (2001): *Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisshandling), KOM(2001) 281 slutlig.*

Finansinspektionens föreskrift (FFFS 1998:17) om marknadsövervakning vid börser, auktoriserade marknadsplatser och värdepappersinstitut.

Finansinspektionen (2000): *Yttrande över promemorian (DS 2000:4) Ny insiderlagstiftning m.m.*

Justitiekontorets betänkande 2000/01:JuU4 *Ny insiderstrafflag.*

Näringsutskottets betänkande 1996/97:NU4 *Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor.*

Official Journal 95/C83/23

Prop. 1984/85:157 *Med förslag om lag till värdepappersmarknaden.*

Prop. 1986/87:141 Om ändringar i lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden.

Prop. 1987/88:66 Om Sverige och den västeuropeiska integrationen.

Prop. 1990/91:42 *Insiderhandel.*

Prop. 1995/96:215 *Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor.*

Prop. 2000/99:109 *Ny insiderlagstiftning, m.m.*

Rådets direktiv av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter avseende insiderhandel, 89/592/EEG (*insiderdirektivet*).

SOU 1989:72 *Värdepappersmarknaden i framtiden.*

SOU 1994:68 *Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor.*

Utrikesutskottets betänkande 1987/88:UU24 *Om Sverige och den västeuropeiska integrationen.*

Tidningsartiklar

Dagens Nyheter (2001): *Insiderbrott skall svida i plånboken.* 2001-12-04.
Debattinlägg av Rolf Holmquist och Claes Norgren.

SvJT 1998:10 s. 851.

Sydsvenskan (2002): *Bo Skarinder kräver insiderlag med tändar.* 2002-01-26.

Veckans Affärer (2001): *Riv upp insiderlagen.* Ledare nr 108 2001-02-18.

Rättsfall

Högsta domstolen

NJA 1994 s 404

Hovrätten

Göta hovrätt avd. 1 (1991-05-13)

RH 1990:102

Svea hovrätt, B 2118/94

Svea hovrätt B-2917/95 (1996-12-18)

Svea hovrätt B 1895-00 (2001-12-07)

Svea hovrätt B 6675-00 (2001-10-30)

Tingsrätten

Kalmar tingsrätt, B 312/89 (1990-03-09)

Kristianstad tingsrätt B 1059-00 (2000-11-07)

Stockholms tingsrätt B19/87 (1989-07-19)

Stockholms tingsrätt B-14-1793-94

Stockholms tingsrätt, B 14-1829-96 (1996-10-30)

Stockholms tingsrätt B 3142-97 (2000-02-22)

Stockholms tingsrätt DB 960 (1995-10-31)

Stockholms tingsrätt B 1432-99

Stockholms tingsrätt B 4573-99 (2000-09-07)

Aktiemarknadsnämnden

AMN 1989:2

Elektroniska källor

www.ekobrottsmyndigheten.se

www.europefesco.org

www.fi.se

www.iosco.org

www.sec.gov

Muntliga källor

Telefonintervju 2002-03-20, Alf Johansson, jurist vid Ekobrottsmyndigheten.

Telefonintervju 2002-03-20, Peter Billinger, jurist vid FI.