



JURIDISKA FAKULTETEN  
vid Lunds universitet

Caroline Treiman

## Insiderinformation

- en utredning av begreppets innebörd  
enligt svensk rätt samt dess förenlighet med  
EG-rätten

Examensarbete  
20 poäng

Lars Gorton

Kapitalmarknadsrätt/straffrätt.

HT 2005

# Innehåll

<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>4</b>
<b>FÖRKORTNINGAR</b>	<b>6</b>
<b>1 INLEDNING</b>	<b>7</b>
1.1 Introduktion	7
1.2 Syfte	9
1.3 Metod och avgränsningar	9
1.4 Några insiderrelaterade definitioner	10
1.5 Disposition	10
<b>2 ALLMÄN ÄMNESORIENTERING</b>	<b>12</b>
2.1 Vad är marknadsmissbruk?	12
2.2 Ekonomiska perspektiv	14
2.2.1 Värdepappersmarknaden	14
2.2.2 Teorin om effektiva marknader	15
2.2.3 Hur väl stämmer teorin med verkligheten?	15
2.3 Insiderlagstiftningens vara eller icke vara	16
2.3.1 Effektivitetsargumentet	17
2.3.2 Kompensations- och incitaments-argumenten	17
2.3.3 Rättviseargumentet	18
2.3.4 Förtroendeargumentet	18
2.3.5 Lagstiftarens ståndpunkt vid tillkomsten av MmL	19
2.4 Insiderlagstiftningens historiska utveckling	19
2.4.1 Den svenska insiderlagstiftningens utveckling	20
2.4.1.1 Lagen om registrering av aktieinnehav	20
2.4.1.2 Lagen om värdepappersmarknaden	20
2.4.1.3 Insiderlagen och lagen om handel med finansiella instrument	21
2.4.1.4 Insiderstrafflagen och lagen om anmälningsskyldighet	21
2.4.1.5 Marknadsmissbrukslagen	22
<b>3 INSIDERINFORMATION ENLIGT MMD</b>	<b>23</b>
3.1 Genomförandedirektiven	24
3.1.1 Första genomförandedirektivet	25

3.1.1.1	Kravet på information av specifik natur	25
3.1.1.2	Väsentlighetskravet	25
3.1.2	Tredje genomförandedirektivet	26
3.1.2.1	Insiderinformation beträffande råvaruderivat	26
<b>4</b>	<b>INSIDERINFORMATION ENLIGT 1 § 1 P. MML</b>	<b>27</b>
<b>4.1</b>	<b>Information</b>	<b>28</b>
<b>4.2</b>	<b>Icke offentliggjord eller inte allmänt känd</b>	<b>28</b>
4.2.1	Avgörande tidpunkt för begreppens tillämplighet	30
4.2.2	Information som förekommer på chat-sidor	31
<b>4.3</b>	<b>Omständighet</b>	<b>31</b>
<b>4.4</b>	<b>Ägnad</b>	<b>33</b>
<b>4.5</b>	<b>Väsentlighetskravet</b>	<b>36</b>
4.5.1	Bedömningsgrunder när det gäller kravet	37
4.5.2	Tingsrättens bedömning i Buremålet	39
4.5.3	Kravets förhållande till självreglering	40
4.5.4	Tidigare hjälpregler enligt insiderlagen	41
4.5.4.1	Offentliga erbjudanden	41
4.5.4.2	Omständighet som normalt upplyses om i årsredovisning med mera	42
4.5.4.3	Marknadsinformation	42
4.5.4.4	Allmänt kurspåverkande information	43
<b>4.6</b>	<b>Finansiella instrument</b>	<b>43</b>
4.6.1	Fondpapper	44
4.6.1.1	Delägarrätter och fordringsrätter	44
4.6.1.2	Mellanformer mellan delägarrätter och fordringsrätter	45
4.6.1.3	Utgivna för allmän omsättning	46
4.6.1.4	Fondandel och depåbevis	48
4.6.2	Annan rättighet eller förpliktelse	49
4.6.3	Avsedd för handel på värdepappersmarknaden	49
4.6.3.1	Börs och annan organiserad marknadsplats	50
4.6.3.2	Med eller genom någon som bedriver värdepappersrörelse	50
<b>5</b>	<b>INSIDERINFORMATION ENLIGT DE OLIKA BROTTPARAGRAFERNA I MML</b>	<b>52</b>
<b>5.1</b>	<b>Handels- och rådgivningsförbuden enligt 2, 3 och 4 §§ MmL</b>	<b>52</b>
<b>5.2</b>	<b>Röjandeförbudet enligt 7 § MmL</b>	<b>53</b>
<b>6</b>	<b>ANALYS AV BEGREPPET INSIDERINFORMATION</b>	<b>54</b>
<b>6.1</b>	<b>Villken är innebörden av begreppet insiderinformation enligt MmL?</b>	<b>54</b>
6.1.1	Information	54
6.1.2	Icke offentliggjord respektive inte allmänt känd	54
6.1.2.1	Innebörden förenlig med syftet?	55
6.1.2.2	Två skilda begrepp?	55

6.1.2.3	Information på chat-sidor	56
6.1.3	Omständighet	57
6.1.3.1	Omständighet som rimligtvis kan komma att föreligga	58
6.1.3.2	Information som gör det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas effekt	59
6.1.4	Ägnad	59
6.1.5	Väsentlighetskravet	61
6.1.5.1	Högt eller lågt värde på ett finansiellt instrument	62
6.1.5.1.1	Domstolens bedömning i Buremålet	62
6.1.5.2	Allmänna tendenser på marknaden	63
<b>6.2</b>	<b>Är innebörden av begreppet insiderinformation enligt MmL förenlig med innebörden av samma bergrepp enligt MmD?</b>	<b>65</b>
6.2.1	Omständigheter av specifik natur	65
6.2.2	Generellt om väsentlighetskravet	66
6.2.3	Väsentlighetskravet beträffande råvaruderivat	67
<b>7</b>	<b>SAMMANFATTANDE SLUTORD</b>	<b>69</b>
	<b>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</b>	<b>72</b>
	<b>RÄTTSFALLSFÖRTECKNING</b>	<b>75</b>

# Sammanfattning

Uppsatsen behandlar innebörden av begreppet insiderinformation, vilket enligt 1 § 1 p. lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (MmL) definieras såsom ”information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument”.

Då det endast är personer med insiderinformation som kan göra sig skyldiga till brott enligt såväl handels- och rådgivningsförbuden i 2, 3 och 4 §§ som röjandeförbudet enligt 7 § MmL, utgör begreppet ett av lagens allra mest centrala rekvisit. MmL trädde ikraft 1 juli 2005 och ersatte då den tidigare insiderstrafflagen (2000:1086). Lagen bygger på europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG om insiderhandel och otillbörlig markandspåverkan (MmD).

Innebörden av begreppet insiderinformation är idag, sedan den nya lagen trädde ikraft lika oklar som enligt tidigare lagstiftning. Anledningen härför är att den gamla definitionen av begreppet, vilken innehöll en rad vaga och svårtillämpade rekvisit, behölls oförändrad i den nya lagen. Samtidigt har prejudikaten på området, med ett enda undantag hittills uteblivit. Resterande befintlig praxis utgörs av ett tiotal tings- och hovrättsavgöranden.

Uppsatsen behandlar dels frågan om innebörden av begreppet insiderinformation såsom det kommer till uttryck enligt 1 § 1 p. MmL, och dels frågan om begreppets innebörd enligt de olika brottsparagrafer i lagen där begreppet återfinns. Vidare undersöks även frågan om hur väl begreppet insiderinformation enligt MmL överensstämmer med innebörden av samma begrepp enligt MmD.

Av den praxis som behandlas i uppsatsen har särskild uppmärksamhet valt att riktas mot Göteborgs tingsrätts dom 2005-07-08 i mål B 11337-03 (Buremålet). Den främsta anledningen härför är att fallet utgör det mest aktuella exemplet i skrivande stund på hur begreppet insiderinformation tolkas och tillämpas av de dömande instanserna. Buremålet utgör också det enda avgörandet som behandlar rekvisitet under år 2005. Fallet överklagades den 25 juli 2005 till Hovrätten för västra Sverige, vilket innebär att det i skrivande stund ännu inte är slutligt avgjort.

Sammanfattningsvis kan konstateras att innebörden av begreppet insiderinformation förändras till viss del beroende på i vilken brottsparagraf det återfinns. Insiderinformation enligt handels- och rådgivningsförbudet enligt 2 § MmL är således inte fullt ut att likställa med insiderinformation enligt röjandeförbudet enligt 7 § lagen.

Vidare kan framhållas att innebörden av några av rekvisiten i definitionen av insiderinformation enligt 1 § 1 p. MmL är av så pass vag och obestämd

natur att det får anses tämligen omöjligt att med säkerhet klargöra för var gränsen skall gå i varje enskilt fall mellan information som är att klassificera såsom insiderinformation och information som faller utanför denna definition. Klassificeringen av viss information får således ske med hänsyn till de specifika omständigheterna i varje enskilt fall.

Viss närmare klarhet beträffande den närmare innebörden av begreppet insiderinformation enligt MmL erhålls visserligen genom en tolkning av begreppet i enlighet med vad som stadgas i MmD och ett par av dess genomförandebestämmelser. Kritik kan dock riktas mot det sätt på vilket direktivet genomförts för svenskt vidkommande i detta hänseende. Större tydlighet torde krävas från lagstiftarens sida för att direktivets bestämmelser på ett bättre sätt skall kunna tillgodoses.

# Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
BrB	Brottsbalken
EG	Europeiska Gemenskaperna
HD	Högsta domstolen
IL	Insiderlagen (1990:1342)
ISL	Insiderstrafflagen (2000:1086)
LBC	Lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet
LHF	Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument
LVM	Lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden
LVR	Lagen (1991:981) om värdepappersrörelse
MmD	Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG om insiderhandel och otillbörlig markandspåverkan
MmL	Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument
NJA	Nytt juridiskt arkiv
Prop.	Proposition
SAX	Stockholm Automated Exchange (Stockholmsbörsens handelssystem)
SOU	Statens Offentliga Utredningar

# 1 Inledning

## 1.1 Introduktion

Den 8 juli 2005 friades den före detta verkställande direktören för investmentbolaget Bure Equity AB, Peter Sandberg, av Göteborgs tingsrätt, från misstankar om bland annat grovt insiderbrott.

Av målet framgår att Sandberg tillträdde som VD för Bure den 26 april 2001. Vid slutet av år 2002 stod det klart att Sandberg skulle avgå som VD för företaget. Han arbetade dock kvar tills dess att en ersättare hade utsetts, men med begränsade befogenheter, under tiden 1 december 2002 fram till den 13 mars 2003.

Enligt åklagaren fick Sandberg i sin befattning som VD tillgång till insiderinformation bestående främst i kunskap om företagets creditsituation och nedskrivningsbehov. Sammanfattningsvis bestod denna kunskap i information om att Bures ekonomiska ställning var avsevärt sämre än vad som var känt på marknaden. Med tillgång till denna av åklagaren påstådda insiderinformation var det sedan ostridigt att Sandberg den 4 december år 2002, sålde 50 000 aktier i Bure och genom en säljorder den 16 januari år 2003, sålde 150 000 aktier i Bure. Den 28 februari år 2003, det vill säga en dryg månad efter den senare försäljningen, offentliggjorde Bure sitt årsbokslut. Av den offentliggjorda kommunikén framgick att Bures resultat efter nedskrivningar och skatter uppgick till en förlust om 1 456 miljoner kronor. Resultatet är att jämföra med den förlust efter nedskrivningar och skatter om 474 miljoner som redovisades för de tre första kvartalen 2002 den 20 oktober 2002. Samma dag som offentliggörandet av årsbokslutet föll kursen på Bures aktier från 7 kronor och 95 öre till kursen 3 kronor och 60 öre, det vill säga med 55 procent.

I tingsrättens dom den 8 juli 2005 ogillades åtalet för grovt insiderbrott. Motiveringen härför var att tingsrätten inte ansåg det visat att Sandbergs kunskap om Bures creditsituation och Bures nedskrivningsbehov - ensamma eller i förening - skulle ha haft väsentlig kurspåverkande betydelse på Bures aktier. Istället ansågs det minst lika sannolikt att kursnedgången hade sin främsta grund i marknadens besvikelse över att någon lösning på Bures framtida kapitalbehov då inte förelåg och att det därmed stod klart för marknaden att Bures huvudägare inte var ense i denna för Bures framtid viktiga fråga.<sup>1</sup>

Målet överklagades den 25 juli till Hovrätten för västra Sverige, vilket innebär att sista ordet ännu inte är sagt. Oavsett hur utgången i slutändan blir så utgör målet ett aktuellt exempel på många av de svårigheter som är

---

<sup>1</sup>Göteborgs tingsrätts dom 2005-07-08 i mål B 11337-03.



förknippade med att fastställa om viss information är att klassificeras som insiderinformation – det begrepp denna uppsats huvudsakligen syftar till att behandla.

I 2 § insiderstrafflagen (2000:1086), den lag som var tillämplig vid tidpunkten för Sandbergs försäljningar, stadgades bland annat att den som får insiderinformation som rör ett aktiebolag i vilket han eller hon äger aktier och för egen räkning genom handel på värdepappersmarknaden avyttrar sådana finansiella instrument som informationen rör döms för insiderbrott till fängelse i högst två år. Enligt 5 § lagen dömdes personen, om brottet med hänsyn till affärens omfattning och övriga omständigheter är att anse som grovt, för grovt insiderbrott till fängelse lägst sex månader och högst fyra år.

Tingsrätten ansåg det alltså inte visat att den information som Peter Sandberg hade tillgång till vid försäljningstidpunkterna var av sådant slag att den utgjorde insiderinformation enligt 2 § insiderbrottslagen. Vad är det då för omständigheter som skall vara för handen för att viss information skall vara att klassificera som insiderinformation? Svaret på den frågan inrymmer idag, sedan den nya lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (MmL) trädde i kraft 1 juli 2005, fortfarande lika stor osäkerhet som tidigare. Detta bland annat på grund av att den gamla definitionen av begreppet insiderinformation har behållits i den nya lagen.

MmL bygger på europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG om insiderhandel och otillbörlig markandspåverkan (MmD). Lagen trädde ikraft 1 juli 2005 och ersätter insiderstrafflagen.

Då det endast är personer med insiderinformation som kan göra sig skyldiga till brott enligt såväl handels- och rådgivningsförbuden i 2, 3 och 4 §§ som röjandeförbudet enligt 7 § MmL, utgör begreppet ett av lagens allra mest centrala rekvisit. Definitionen av begreppet insiderinformation vilken återfinns i 1 § 1 p. MmL är dock både vag och svårtillämpad samtidigt som prejudikaten på området, med ett enda undantag, hittills uteblivit. Buremålet utgör det mest aktuella exemplet i skrivande stund på hur begreppet insiderinformation tolkas och tillämpas av de dömande instanserna, vilket är anledningen till att jag valt att inleda denna framställning med en kort redogörelse av detta mål. Jag kommer att återanknyta till och närmare redogöra för fallet längre fram i uppsatsen.

## 1.2 Syfte

Det huvudsakliga syftet med denna uppsats är att utreda den närmare innebörden av begreppet insiderinformation enligt MmL.

Till min hjälp att uppfylla detta syfte har jag tagit följande frågeställningar som utgångspunkt:

- Vad är innebörden av begreppet insiderinformation såsom det definieras enligt 1 § 1 p. MmL?
- Vad är innebörden av begreppet insiderinformation såsom det kommer till uttryck enligt 2, 3, 4 och 7 §§ MmL?

Som en konsekvens av att dagens svenska insiderlagstiftning till övervägande del är en produkt av EG-rätten, och då närmare bestämt av europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG om insiderhandel och otillbörlig markandspåverkan (MmD), har jag även funnit det av intresse att undersöka följande frågeställning:

- Hur väl överensstämmer innebörden av begreppet insiderinformation enligt MmL med innebörden av samma begrepp enligt MmD?

En grundläggande förutsättning för att på detta vis kunna analysera ett enskilt begrepp är emellertid att begreppet först sätts i ett större sammanhang. För att således kunna skapa större förståelse, syftar uppsatsen även till att dels ge en överblick över dagens insiderlagstiftning samt den kontext i vilken den återfinns, och dels till att redogöra för lagstiftningens existensberättigande och framväxt i svensk rätt.

## 1.3 Metod och avgränsningar

Jag har valt att använda mig av rättsdogmatisk metod, vilket innebär att jag vid besvarandet av ovanstående frågeställningar har hämtat ledning ur såväl rättsregler, lagförarbeten och rättsfall som doktrin. Då ämnesvalet har en stark ekonomisk koppling har det även varit en nödvändighet att ta in vissa ekonomiska perspektiv i uppsatsen.

Denna framställning kommer enbart att på ett mer djupgående plan behandla de brottparagrafer i MmL som innefattar begreppet insiderinformation. Dessa brott utgörs dels av de så kallade handels- och rådgivningsförbudet enligt 2, 3 och 4 §§ MmL och dels av det så kallade röjandeförbudet enligt 7 § MmL. Förbudet mot otillbörlig markandspåverkan enligt 8 § MmL faller däremot inte in under ramen för denna uppsats, och kommer därmed inte att behandlas i någon närmare utsträckning än under de mer allmänt orienterande kapitlen.

## 1.4 Några insiderrelaterade definitioner

Begreppet *insider* härstammar från amerikansk terminologi och förekommer ofta i en eller annan form i modernt börsrättsligt språkbruk.<sup>2</sup> Begreppet finns däremot inte definierat på ett klart och tydligt sätt i gällande lagstiftning, varför det kan användas i flera olika betydelser.<sup>3</sup> Med anledning härav har jag funnit det av vikt att på ett tidigt stadium klargöra för betydelsen av ordet och därmed relaterade begrepp i denna framställning.

Begreppet *insider* omfattar här alla som är i besittning av insiderinformation och som därmed är förbjudna att dels handla med de finansiella instrument som informationen rör eller föranleda någon annan till sådan handel, och dels att röja sådan information till någon annan. Frågan om vilka subjekt som omfattas av begreppet är således direkt beroende av frågan om innebörden av begreppet insiderinformation. I uppsatsen kommer jag även att använda mig av begreppen *insideraffärer* samt *insiderreglering*. Med *insideraffärer* menas, precis som det låter, handel med insiderinformation eller röjande av insiderinformation och med *insiderreglering* menas lagstiftning mot ett bruk av insiderinformation.

## 1.5 Disposition

Uppsatsen är indelad i sju kapitel, vilka disponeras enligt följande.

Kapitel två syftar främst till att ge en allmän överblick över det större sammanhang i vilket begreppet insiderinformation återfinns. Kapitlet innefattar således en översiktlig redogörelse för dagens insiderlagstiftning samt den kontext i vilken regelverket återfinns. Vidare följer även en redogörelse för lagstiftningens existensberättigande och framväxt i svensk rätt.

I det tredje kapitlet redogörs för innebörden av begreppet insiderinformation enligt MmD samt två av dess genomförandedirektiv.

I uppsatsens fjärde och femte kapitel redogörs för innebörden av begreppet insiderinformation enligt dels legaldefinitionen i 1 § 1 p. MmL, och dels de brottsparagrafer där begreppet återfinns i MmL.

I därpå följande kapitel, kapitel sex, analyseras dels innebörden av begreppet insiderinformation enligt MmL, och dels frågan om hur väl innebörden av begreppet insiderinformation enligt MmL överensstämmer med innebörden av samma begrepp enligt MmD.

---

<sup>2</sup> Sandeberg, Marknadsmissbruk – insiderbrott och kursmanipulation, 2002, s. 21.

<sup>3</sup> [www.rahoitustarkastus.fi/Swe/Tillsynsobjekt/Insiderregler/Vem\\_ar\\_insider/Etusivu.htm](http://www.rahoitustarkastus.fi/Swe/Tillsynsobjekt/Insiderregler/Vem_ar_insider/Etusivu.htm).

Uppsatsens avrundas slutligen med kapitel sju, vilket innehåller sammanfattande slutord.

# 2 Allmän ämnesorientering

## 2.1 Vad är marknadsmissbruk?

Den sammanfattande beteckningen för MmL:s tre olika brottskategorier: insiderhandel, obehörigt röjande av insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan, är marknadsmissbruk.<sup>4</sup>

Den sistnämnda brottskategorin, vilken utgörs av otillbörlig marknadspåverkan enligt 8 § MmL, kommer, som inledningsvis påtalades inte närmare att behandlas i denna uppsats. Nämnas kan dock att detta straffbud tar sikte på situationen då en person bland annat genom transaktioner, handelsorders eller informationsspridning ger falska eller vilseledande signaler till värdepappersmarknaden ifråga om tillgång, efterfrågan eller pris på finansiella instrument.<sup>5</sup>

De två förstnämnda kategorierna vilka utgörs av insiderhandel enligt 2, 3 och 4 §§ MmL samt obehörigt röjande av insiderinformation enligt 7 § MmL, tar sikte på situationen då en person är i besittning av information som inte är offentliggjord eller allmänt känd, och som vid ett offentliggörande erfarenhetsmässigt får kursdrivande effekter av väsentligt slag, så kallad insiderinformation. För paragrafernas tillämpning krävs sedan att personen som är i besittning av insiderinformationen själv handlar med de finansiella instrument som informationen rör, föranleder annan att handla med de aktuella instrumenten eller vidareförmedlar denna information till annan.

I de fall då någon gör sig skyldig till antingen insiderhandel eller obehörigt röjande av insiderinformation, kan den insiderinformation som personen ifråga har tillgång till antingen vara av positivt eller negativt slag. I de fall då informationen är av positivt slag kommer kursen på finansiella instrument sannolikt att gå upp vid det tillfälle då informationen sedan blir offentliggjord eller allmänt känd. Personen med tillgång till insiderinformationen kan då innan offentliggörandet själv köpa eller föranleda annan att köpa finansiella instrument till förmånliga priser. Han kommer då att göra sig skyldig till insiderhandel enligt 2, 3 eller 4 §§ MmL. Vilken paragraf som blir aktuell beror på brottets svårighetsgrad samt om uppsåt eller oaktsamhet anses ligga den skyldige till last. Om personen istället röjer insiderinformationen till någon annan, som då har möjlighet att göra en gynnsam affär, gör han sig skyldig till obehörigt röjande av insiderinformation enligt 7 § MmL. På motsvarande vis kan insiderinformationen vara av negativt slag. Personer med tillgång till insiderinformationen kan då med fördel sälja finansiella instrument innan

---

<sup>4</sup> Prop. 2004/05:142, s. 1.

<sup>5</sup> A.a., s. 36.

den negativa informationen blir offentliggjord eller allmänt känd, och på så vis undvika en förlust till följd av en trolig kursnedgång.<sup>6</sup>

De ovan nämnda paragraferna är konstruerade på så vis att alla som anses vara i besittning av insiderinformation är förbjudna att röja sådan information respektive handla med de finansiella instrument som informationen rör tills dess informationen blivit offentliggjord eller allmänt känd. Förbuden gäller oavsett om informationen ifråga verkligen utnyttjas för att göra en affär eller inte. Det faktum att personen ifråga förfogar över insiderinformation innebär således i sig att han eller hon är förbjuden att handla även när skälet till affären är annat än insiderinformationen. Förbudet enligt 7 § kompletteras sedan med ett undantag vilket återfinns direkt i paragrafen. Enligt undantaget får röjande av insiderinformation ske i de fall då röjandet sker som ett normalt led i fullgörande av tjänst, verksamhet eller åliggande. Vad gäller förbuden i 2, 3 och 4 §§ så kompletteras de med undantagsbestämmelser i 5 § MmL vilka, precis som undantaget enligt 7 § utgörs av situationer vilka typiskt sett inte innebär att insiderinformation utnyttjas.<sup>7</sup> Dessa undantag påverkar dock inte själva innebörden av begreppet insiderinformation, varför de inte närmare kommer att behandlas i uppsatsen. För överblickbarhetens skull nämns i det följande ändå huvuddragen av dessa.

Exempel på situationer som omfattas av 5 § är situationen då en befattningshavare hos ett värdepappersinstitut<sup>8</sup> använder insiderinformation som ett led i att fullgöra sitt uppdrag, vilket till exempel innebär att denne förvärvar eller avyttrar finansiella instrument efter order från en uppdragsgivare (p.1), då en affär förväntas leda till förlust (p.2), då ett agerande sker på grundval av vad som föreskrivits i lag eller annan författning (p.3), då någon förvärvar aktier i ett bolag med insiderinformation bestående i vetskap om sitt egna syfte att lämna ett offentligt erbjudande till en vidare krets om förvärv av aktier i det bolaget (p.4)<sup>9</sup>, då innehavaren av en option<sup>10</sup> vid löptidens slut avyttrar optionen eller utnyttjar den enligt dess villkor (p.5), då utfärdaren av en option i samband med inlösen av optionen avyttrar eller förvärvar den underliggande tillgången som optionen avser (p.6), då ingångna terminskontrakt<sup>11</sup> fullgöres på slutdagen (p.7), då innehavaren av en tilldelad emissionsrätt eller inlösenrätt avyttrar eller utnyttjar rätten enligt dess villkor (p.8) samt då

---

<sup>6</sup> Moberg och Samuelsson, Börsrätt, 1989, s. 95.

<sup>7</sup> Prop. 2004/05:142, s. 58-59.

<sup>8</sup> Med värdepappersinstitut menas här företag som bedriver värdepappersrörelse med stöd av 1 kap. 3, 3 c eller d § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse.

<sup>9</sup> Den situation som denna undantagsbestämmelse avser att täcka faller egentligen utanför det straffbara området redan genom handelsförbudets formulering i 2 § MmL, enligt vilket transaktioner som bygger på egna affärsplaner inte omfattas. I förarbetena till MmL ansågs det dock meningsfullt att låta detta undantag finnas kvar i lagtexten för att undvika gränsdragningsproblem. Se prop. 2004/05:142 s. 164 och under kapitel 5.1.

<sup>10</sup> Begreppet option redogörs närmare för i kapitel 4.6.1.

<sup>11</sup> Begreppet termin redogörs för närmare i kapitel 4.6.1.

andra finansiella instrument än aktier förvärvas eller avyttras om förvärvet eller avyttringen sker utan att insiderinformation används (p. 9).<sup>12</sup>

## 2.2 Ekonomiska perspektiv

Klassificeringen av viss information som insiderinformation förutsätter bland annat att informationen erfarenhetsmässigt får väsentligt kursdrivande effekter på finansiella instrument. Begreppet insiderinformation har härigenom en stark koppling till värdepappersmarkanden och den prisbildning som sker där. Med anledning härav har jag ansett det av vikt att lämna en översiktlig redogörelse härom.

### 2.2.1 Värdepappersmarknaden

På värdepappersmarknaden möts utbud och efterfrågan av kapital. Detta sker genom att bolag med flera som efterfrågar kapital kan ge ut överlåtbara värdepapper här. Placerare som är beredda att mot ersättning erbjuda sitt kapital kan sedan investera i dessa värdepapper.<sup>13</sup> Då värdepapperen på detta vis säljs för första gången kan det sägas ske på en så kallad primärmarknad.<sup>14</sup>

Värdepappersmarknaden kan delas in i tre olika delmarknader: aktiemarknaden, penning- och obligationsmarknaden och derivatmarknaden.<sup>15</sup> På aktiemarknaden kan företag erhålla riskkapital genom att ge ut aktier medan de på penningmarknaden kan erhålla långfristiga krediter, vilket sker genom emissioner av skuldebrev avsedda för allmän omsättning.<sup>16</sup> På derivatmarknaden slutligen kan risker omfördelas genom utfärdandet av derivatinstrument såsom optioner och terminer.<sup>17</sup>

När placerarna sedan säljer sina värdepapper vidare sker det på en så kallad andrahandsmarknad eller sekundärmarknad.<sup>18</sup> Placerarna kan här vid behov förändra sina innehav av värdepapper eller omvandla dem till likvida medel på ett enkelt sätt och utan att utgivaren av värdepapperen berörs. Sekundärmarknaden kan därför sägas erbjuda placerarna likviditet. Ju fler som är beredda att handla med värdepapper, ju lättare kan placerarna

---

<sup>12</sup> Motiveringen bakom detta undantag är att även den som fått kännedom om en kurspåverkande omständighet som inte är allmänt spridd måste kunna betala sina skulder, överenskomma med leverantörer, göra investeringar osv. Enligt detta undantag är således samtliga affärer med andra finansiella instrument än aktier som skulle ha gjorts även utan tillgång till insiderinformation tillåtna. Se prop. 1995/96:215, s. 31-32.

<sup>13</sup> Prop. 1990/91:142, s. 74.

<sup>14</sup> Vinell och De Ridder, Aktiers avkastning och risk. Teori och praktik, 1995, s. 13.

<sup>15</sup> Prop. 1990/91:142, s. 54.

<sup>16</sup> Aspling, Den svenska värdepappersmarknaden, 1993, s. 19.

<sup>17</sup> Afrell, Klahr och Samuelsson, Lärobok i kapitalmarknadsrätt, 1998, s. 28-29.

<sup>18</sup> Prop. 1984/85:157, s. 20.

omfördela sina kapitalplaceringar, och desto bättre kan därmed också likviditeten sägas vara på marknaden.

Förutom likviditet kan värdepappersmarknaden också sägas erbjuda information därigenom att priserna, under förutsättning att marknaden fungerar på ett enligt teorin optimalt sätt<sup>19</sup>, kommer att spegla all relevant information om tillgångarna.<sup>20</sup> Ju mer information som utan dröjsmål lämnas av utgivaren av värdepapperet om sin egna verksamhet och ekonomiska ställning, desto säkrare kan marknaden bedöma hur effektivt ett bolag är och utifrån detta sätta ett marknadsvärde.<sup>21</sup> Ett mått på hur effektiv en marknad är kan därför bland annat sägas bero på hur genomlyst den är, det vill säga hur snabbt informationen om värdepapperena återspeglas i kurserna.<sup>22</sup>

## 2.2.2 Teorin om effektiva marknader

En effektiv marknad är, enligt vad som redogjorts för ovan, en genomlyst och likvid marknad. Inom teorin har frågan om hur en sådan marknad närmare bör se ut behandlats genom teorin om effektiva marknader. Enligt denna teori bör en marknad för att vara effektiv, uppfylla vissa grundläggande villkor. Ett villkor är att det finns tillräckligt många aktörer på marknaden så att ingen enskild köpare eller säljare kan påverka prisnivån. Ett annat är att alla investerare har tillgång till all relevant information. Ytterligare ett villkor utgörs av kravet på att investerare är rationella och vinstmaximerande och därför endast värderar priset på värdepapper på basis av fundamentala faktorer såsom förväntad avkastning, utan att ta hänsyn till andra faktorer.<sup>23</sup> På en sådan perfekt marknad kan aktiekursen sägas utgöra den bästa vid varje tidpunkt tillgängliga uppskattningen av en akties värde.<sup>24</sup>

## 2.2.3 Hur väl stämmer teorin med verkligheten?

Enligt teorin om effektiva marknader sker således prissättningen på marknaden på grundval av endast fundamentala faktorer såsom vinster eller utdelningar. Mycket talar dock för att vi idag inte har vad teorin kallar en effektiv marknad. Senare års studier har visat att avsevärda avvikelser i prissättningen från mer fundamentala värden mycket väl kan förekomma under en period. Under 1980-talet kom exempelvis studier som visade att

---

<sup>19</sup> Se nedan under kapitel 2.2.2.

<sup>20</sup> Moberg och Samuelsson, Börsrätt, 1989, s. 99. Eftersom företaget inte kan offentliggöra all information som inte är känd och på grund av att marknaden inte kan värdera information som inte är känd kommer aktiekurserna dock alltid att avvika från den kurs som i teorin vore den mest riktiga. Se Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom, Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar, 2005, s. 144.

<sup>21</sup> Prop. 1990/91:142, s. 74.

<sup>22</sup> Moberg och Samuelsson, Börsrätt, 1989, s. 99.

<sup>23</sup> Vinell och De Ridder, Aktiers avkastning och risk. Teori och praktik, 1995, s. 82.

<sup>24</sup> Isaksson, Insiderspekulation på Stockholms Fondbörs, 1992, s. 34.



aktier som börjat stiga tenderar att fortsätta gå upp, och att aktier som börjat att falla i pris har en benägenhet att fortsätta falla på kort sikt. Förklaringen till dessa resultat tros vara att aktiemarknaden ofta överreagerar - både åt det ena och det andra hållet. En del av anledningen till sådana reaktioner kan spåras i den experimentella psykologin. Där talas det om att människan inte sällan tror sig se ett vidare mönster på basis av enbart några få observationer trots att de enbart är slumpmässiga. I aktiesammanhang kan detta tolkas som att när den ena goda nyheten efter den andra presenteras om vinstutvecklingen i ett bolag kan investerare börja extrapolera denna trend långt in i framtiden och på så vis driva fram en överreaktion i kursutvecklingen.

Vad som ytterligare tycks förstärka dessa reaktioner är en annan mänsklig faktor bestående av det så kallade grupptänkandet. Detta gör att det är svårt att ensam ha en annan uppfattning än den som huvuddelen av en grupp uppfattas ha, inte minst på grund av att det är svårt att tänka sig att alla andra i gruppen kan ha fel. På detta vis kan således människans inneboende sätt att fungera skapa kursförändringar som är betydligt större än vad som kan motiveras utifrån fundamentala grunder.<sup>25</sup>

Genom vad som ovan redogjorts för kan hävdas att teorin inte till fullo lyckas förhålla sig till hur marknaden i realiteten fungerar.

## 2.3 Insiderlagstiftningens vara eller icke vara

Historiskt sett har insideraffärer inte alltid varit förbjudna. Tvärtom ansågs det före första världskriget som en naturlig del av marknaden att en del av dess aktörer hade bättre information än andra.<sup>26</sup> Att vissa aktörer har bättre information än andra torde även utgöra en naturlig del av de flesta affärsverksamheter idag. Vad som emellertid gör värdepappersmarknaden speciell jämfört med andra marknader är dess centrala roll för samhället i stort. Aktörerna på värdepappersmarknaden måste kunna lite på att den information de erhåller är korrekt för att prissättningen effektivt skall kunna återspegla ett finansiellt instruments verkliga värde. Om så inte är fallet blir deras placeringar mindre riskvilliga, vilket i sin tur leder till att sekundärmarknaden får färre aktörer och därmed sämre likviditet. Som en ytterligare konsekvens härav ökar kapitalkostnaderna för företagen och därmed kostnaderna för hela samhället.<sup>27</sup>

Även om insideraffärer idag är förbjudna i de flesta av världens industrialiserade länder, finns dock fortfarande en del förespråkare för att avstå från lagstiftning på området. Den allra första kritiken emot en

---

<sup>25</sup> Bäckström, Hushållen, aktiemarknaden och det finansiella systemet, se [www.riksbank.se/templates/speech.aspx?id=6133](http://www.riksbank.se/templates/speech.aspx?id=6133).

<sup>26</sup> SOU (2004:69), s. 59-60.

<sup>27</sup> Sandeberg, Marknadsmisbruk – insiderbrott och kursmanipulation, 2002, s. 27.

insiderreglering framfördes på 1960-talet av den amerikanske professorn Henry G. Manne i boken *Insider Trading and the Stock Market*, publicerad år 1966. Boken följdes av en livlig debatt i USA. I Europa kulminerade debatten för och emot en reglering först i mitten på 1980-talet.<sup>28</sup>

Även om debatten för och emot en reglering av insideraffärer alltså avtagit i styrka de senaste åren, har jag ändå funnit det av vikt att lämna en kortfattad redogörelse för dels några av de centrala argument som förekommit och dels några av de argument som fortfarande framhålls i denna debatt.

### **2.3.1 Effektivitetsargumentet**

Ett av de argument som ofta framfördes av den allra första kritikern mot en insiderreglering, Henry G. Manne, var att insiderhandel leder till effektiva och informativa priser på marknaden.<sup>29</sup> Enligt detta argument kommer, om insiderhandel tillåts, den som får tillgång till insiderinformation att kunna handla utan fördröjning, det vill säga utan att invänta att informationen först blir offentliggjord eller allmänt känd. Som en konsekvens härav kommer kursen på de finansiella instrument som informationen rör att snabbare än annars drivas upp eller ner, beroende av informationens karaktär. Om istället personer med insiderinformation är tvungna att vänta med att handla till dess att informationen blir offentliggjord, kommer kursförändringen inte att ske förrän först efter offentliggörandet. En fördröjning av informationen kring de finansiella instrumentens verkliga värde blir då konsekvensen.<sup>30</sup>

Mot detta argument kan anföras att, för att insiderhandel skall ha den effekt som ovan hävdas, krävs att marknadsaktörerna kan observera beteendet hos samtliga personer med insiderinformation. Vidare krävs att de sedan följer den handelstrend dessa insiders skapar. Eftersom marknaden består av en mängd anonyma transaktioner är det emellertid inte säkert att samtliga insiders handelsbeteende alltid påverkar kursen på det ovan angivna sättet.<sup>31</sup>

### **2.3.2 Kompensations- och incitamentsargumenten**

Ett annat argument emot insiderreglering är att möjligheten till att göra insideraffärer skall ses som en form av belöning och ett incitament till företagsledningen. Enligt detta argument är, utan ett sådant incitament,

---

<sup>28</sup> Sandeberg, *Marknadsmissbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, 2002, s. 37.

<sup>29</sup> Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom, *Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar*, 2005, s. 143.

<sup>30</sup> Vad gäller situationen då någon försöker manipulera marknaden däremot drivs normalt priserna bort från det rättvisande värdet. Marknadsmanipulation är därför att anse som entydigt negativt ur detta perspektiv, medan insiderhandel enligt regleringsmotståndarna är positivt för marknads effektivitet. Se SOU (2004:69), s. 58-59.

<sup>31</sup> Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom, *Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar*, 2005, s. 143-144.

riskerna stor att företagsledningen inte alltid har tillräckliga skäl att agera i företagets och aktieägarnas intresse. Anledningen härtill är att ledningen normalt inte är aktieägare i företaget. Privata önskemål såsom tillväxt för företaget och ökad status för egen del är exempel på faktorer som då kan komma att väga tyngre än att exempelvis långsiktigt försöka maximera vinsten. Ett sätt att motverka intressekonflikter av detta slag är att skapa ett starkare samband mellan ledningens personliga förmögenhet och företagets förmögenhet.<sup>32</sup> Genom att tillåta insiderhandel ges större kompensation till en ledning som investerar i ett företag. Detta i sin tur leder till starkare incitament än annars för ledningen att agera i bolagets intresse.<sup>33</sup>

Mot detta argument kan ställas ett argument vilket, liksom kompensationsargumentet, utgår från antagandet om att insiders får del av priskänslig information som en följd av deras position i ett bolags organisation. Enligt detta så kallade äganderättsargument tillhör insiderinformationen det bolag vilket informationen rör. Lojaliteten mot uppdragsgivarna bör därför avhålla insiders från att privat utnyttja information som tillhör bolaget.<sup>34</sup>

### 2.3.3 Rättviseargumentet

Rättviseargumentet för ett förbud mot insiderhandel bygger på principen att alla som är involverade i värdepappershandel skall ha tillgång till all information samtidigt och att ingen skall särbehandlas. Förespråkarna för detta argument menar att alla som önskar delta i handeln med finansiella instrument också skall ha möjlighet till det och att deras deltagande inte skall förhindras eller försvåras av att olika grupper särbehandlas till exempel i informationshänseende.

Kritikerna av detta argument menar att ett sådant ideal är en praktisk omöjlighet att uppnå, och pekar på att aktörerna på värdepappersmarknaden aldrig kan göras helt jämspelta även om all information skulle distribueras på exakt lika villkor. Detta på grund av att informationen skulle tolkas olika trots dessa idealiska förutsättningar. Orsakerna härför är exempelvis att en del har mer kapital än andra och kan göra bättre analyser.<sup>35</sup>

### 2.3.4 Förtroendeargumentet

Förtroendet för handel med värdepapper är det argument som lagstiftaren genom åren har ansett som det mest övertygande argumentet för ett förbud

---

<sup>32</sup> Det är den så kallade pilotskolans synsätt som kommer till uttryck i denna form av argumentation. Begreppet pilot betecknas i detta sammanhang som en person som själv satsar pengar i sina egna företag. Se Nilsson, Insiderlagen, 1994, s. 14.

<sup>33</sup> Nilsson, Insiderlagen, 1994, s. 14.

<sup>34</sup> Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom, Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar, 2005, s. 146.

<sup>35</sup> Moberg och Samuelsson, Börsrätt, 1989, s. 101-103.

mot insideraffärer. Enligt detta argument skadas allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden om det blir en allmän uppfattning att endast de som har specialkunskaper kan göra förtjänster där. En brist på rättvisa spelregler på marknaden får enligt denna argumentation antas medföra att investerare tappar förtroendet och söker sig till andra marknadsplatser där konkurrensen sker på lika villkor för alla aktörer. En sådan utveckling leder till minskad likviditet med efterföljande ineffektivitet. Med tanke på den viktiga roll sekundärmarknaden har för näringslivets möjligheter att utnyttja värdepappersmarknaden som finansieringskälla måste en sådan utveckling förhindras, menar lagstiftaren.<sup>36</sup>

Kritikerna av detta argument invänder att förtroende är ett vagt begrepp som är svårt att mäta, vilket resulterar i att denna sortens resonemang i grunden endast är känslomässigt understötta.<sup>37</sup>

### **2.3.5 Lagstiftarens ståndpunkt vid tillkomsten av MmL**

I förarbetena till MmL påpekas att det finns ekonomiska argument som talar såväl för som emot en reglering av insideraffärer. Effektivitetsfördelarna med att inte ha en reglering, vilka består av mer rättvisande prissättningar på marknaden, ställs mot förtroendeskälen som då anses tala för en reglering. Hänvisning görs sedan till MmD<sup>38</sup> där förtroendeargumentet är det som tveklöst fått väga allra tyngst. Därefter sägs att: ”Mot denna bakgrund bör Sverige vid genomförandet eftersträva en ändamålsenlig avvägning av de ovan nämnda argumenten utan att för den skull avvika från syftena med direktivet.”<sup>39</sup> Enligt min uppfattning får lagstiftaren härmed anses utgå från såväl ett effektivitets- som ett rättviseperspektiv, men precis som vid tidigare lagstiftning mot insideraffärer är det förtroendeargumentet som väger allra tyngst.

## **2.4 Insiderlagstiftningens historiska utveckling**

USA var det allra första land som lagstiftade mot insideraffärer. Det var med anledning av den stora börskraschen 1929, vars utveckling delvis hade underblåst av förekomsten av insideraffärer, som lagstiftning infördes under 1930-talet för att förhindra en sådan utveckling i framtiden. Det dröjde sedan ända till år 1970 innan Europa följde efter, genom Frankrikes

---

<sup>36</sup>Se prop. 1984/85:157, s. 21-22, prop. 1990/91:42, s. 38 och prop. 1999/2000:109, s. 42.

<sup>37</sup> Löfmarck, Insiderbrott och svindleri, 1988, s. 31-33.

<sup>38</sup> Se rådets direktiv 2003/6/EG om insiderhandel och otillbörlig markandspåverkan, ingressen, styckena 2, 12 och 15.

<sup>39</sup> Prop. 2004/05:142, s. 40-41.

kriminalisering av insideraffärer. Idag är, som ovan påtalats, insideraffärer kriminaliserade i de allra flesta av världens industrialiserade länder.<sup>40</sup>

## **2.4.1 Den svenska insiderlagstiftningens utveckling**

Nedan kommer den svenska lagstiftningens historiska utveckling att översiktligt redogöras för. Som kommer att framgå i det följande har denna varit föremål för en betydande utveckling genom åren, och då särskilt vad gäller den utvidgning som successivt skett genom att fler situationer och handlingsformer kommit att omfattas av insiderregleringen.

### **2.4.1.1 Lagen om registrering av aktieinnehav**

År 1972 kom den första svenska lagen som direkt syftade till att hindra insideraffärer genom lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav.<sup>41</sup> Lagen innebar i huvudsak en skyldighet för vissa personkategorier, i eller med nära anknytning till börsnoterade aktiebolags ledningar, samt även vissa juridiska personer, att registrera sina aktieinnehav i de noterade bolagen. Registreringsplikten var straffsanktionerad. Något direkt handelsförbud innehöll lagen däremot inte.<sup>42</sup>

### **2.4.1.2 Lagen om värdepappersmarknaden**

Först 1985 infördes ett direkt förbud mot insiderhandel genom lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden (LVM). Liksom lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav, riktade sig även denna lag enbart till en begränsad personkrets med nära anknytning till noterade aktiebolag, även om kretsen vidgades jämfört med den tidigare lagen. Denna nya lags handelsförbud innebar ett förbud för vissa personer med särskild anknytning till ett noterat bolag att handla med dess aktier eller föranleda någon annan till handel, med utnyttjande av information om bolaget som inte var allmänt tillgänglig.<sup>43</sup> Härigenom var handelsförbudet begränsat inte bara vad gäller personkretsen utan även på så vis att det endast gällde information rörande ett enskilt företag. Undantag härför gällde dock för situationen då ett företag planerade att lämna ett offentligt erbjudande om förvärv av aktierna i ett annat företag. I en sådan situation utvidgades personkretsen till att omfatta såväl personer från det erbjudande företaget som personer från det företag vilket var föremål för erbjudandet.<sup>44</sup> Genom tillkomsten av LVM upphävdes

---

<sup>40</sup> Nilsson, Insiderlagen, 1994, s. 20.

<sup>41</sup> Dessförinnan kunde affärer som ansågs ohederliga eller brottsliga i viss mån beivras genom antingen civilrättsliga regler eller genom allmän strafflagstiftning. Se prop. 1990/91:42, s. 30.

<sup>42</sup> Prop. 1990/91:42, s. 30-31.

<sup>43</sup> Prop. 1984/85: 157, s. 22.

<sup>44</sup> A.a., s. 27-29.

den äldre lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav. Den tidigare registreringsplikten övertogs dock i den nya lagen i stort sett oförändrad.<sup>45</sup>

### **2.4.1.3 Insiderlagen och lagen om handel med finansiella instrument**

År 1991 infördes insiderlagen (1990:1342). Denna nya reglering innebar en anpassning till kraven i rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter om insiderhandel (insiderdirektivet).<sup>46</sup> Genom IL utvidgades personkretsen som omfattades av handelsförbudet till att omfatta var och en som genom anställning, uppdrag eller annan befattning fått kännedom om en inte offentliggjord kurspåverkande omständighet samt den som på annat sätt fått reda på sådan omständighet, om omständigheten obehörigen röjts. Vidare utvidgades lagen beträffande de värdepapper som omfattades av förbudet. Från att endast ha omfattat aktier omfattade lagen nu samtliga fondpapper och vissa därmed jämställda instrument, såsom exempelvis optioner och terminer.<sup>47</sup>

Handelsförbudet i IL ändrades år 1997 till att omfatta samtliga förekommande finansiella instrument avsedda för handel på värdepappersmarkanden, samt även sådana instrument som kunde komma att utvecklas i framtiden.<sup>48</sup> Vid samma tidpunkt infördes även ett förbud för vissa ledande befattningshavare och uppdragstagare i aktiemarknadsbolag att göra korttidsaffärer<sup>49</sup> med aktier i bolaget och även ett förbud mot otillbörlig kurspåverkan<sup>50</sup> i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF). Samtidigt avkriminaliserades registreringsplikten och ersattes istället med särskilda avgifter som påföljd.<sup>51</sup>

### **2.4.1.4 Insiderstrafflagen och lagen om anmälningsskyldighet**

Insiderstrafflagen (2000:1086) och lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa personer i insynsställning m.m. trädde ikraft år 2001. Dessa lagar ersatte IL samt bestämmelserna om otillbörlig kurspåverkan i LHF. Genom de nya lagarna delades IL upp i två lagar, en straffrättslig lag, insiderstrafflagen (ISL), vilken reglerade förbudet mot

---

<sup>45</sup> A.a., s. 22.

<sup>46</sup> Prop. 1990/91:42, s. 22.

<sup>47</sup> Prop. 1990/91:42, s. 3. Begreppen optioner och terminer redogörs närmare för under kapitel 4.6.1.

<sup>48</sup> Prop. 1995/96: 215, s. 83.

<sup>49</sup> Regleringen innebar att då den nämnda personkretsen med viss anknytning till ett aktiemarknadsbolag förvärvat aktier i bolaget, motsvarande antal aktier av samma slag kunde överlåtas mot vederlag tidigast tre månader efter förvärvet. Se prop. 1995/96: 215 s. 64.

<sup>50</sup> Brottet otillbörlig kurspåverkan är numera ersatt med otillbörlig marknadspåverkan enligt 8 § MmL, vilket kortfattat förklaras ovan under kapitel 2.1. Främsta skillnaden mellan begreppen består i att det nya brottet har en mer generell och vidare gärningsbeskrivning än vad det äldre hade.

<sup>51</sup> Prop. 1999/2000:109, s. 39.

insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan, och en administrativ lag, lagen om anmälningsskyldighet för vissa personer i insynsställning m.m. I den senare lagen placerades de tidigare bestämmelserna om anmälningsskyldighet för vissa personer med insynsställning m.m. samt förbudet mot korttidshandel.

Ett nytt brott infördes också genom ISL, nämligen otillbörligt röjande av insiderinformation. Den som hade anställning, uppdrag eller annan befattning, som normalt innebar att han fick kännedom om omständigheter som var av betydelse för kursen på finansiella instrument, och som på grund härav fått insiderinformation och obehörigen röjde denna gjorde sig härigenom skyldig till brott.<sup>52</sup>

#### **2.4.1.5 Marknadsmisbrukslagen**

Den 1 juli 2005 trädde dagens lagstiftning på området i kraft genom MmL, som således ersatte ISL. Som inledningsvis påtalades är tillkomsten av MmL föranledd av att ett nytt direktiv, MmD, tillkommit på området.<sup>53</sup> Orsaken till det nya direktivets tillkomst är att stora förändringar har skett på finansmarknaden och i gemenskapens lagstiftning sedan insiderdirektivets tillkomst, varför de rättsliga kraven skiljer sig mycket åt medlemsstaterna emellan. Syftet med MmD är således att genom nya rambestämmelser samordna gemenskapens lagstiftning på området.<sup>54</sup>

---

<sup>52</sup> SOU (2004:69), s. 46.

<sup>53</sup> Prop. 2004/05:142, s. 1.

<sup>54</sup> Se rådets direktiv 2003/6/EG om insiderhandel och otillbörlig markandspåverkan, ingressen, styckena 11, 12 och 13.

### 3 Insiderinformation enligt MmD

Begreppet insiderinformation definieras i art. 1.1 första stycket MmD såsom: ”icke offentliggjord information av specifik natur, som direkt eller indirekt hänför sig till en eller flera emittenter av finansiella instrument eller till ett eller flera finansiella instrument och som, om den offentliggjordes, skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på finansiella instrument eller på priset på relaterade derivatinstrument”.

I art 1.1 andra stycket återfinns sedan en särskild definition av insiderinformation beträffande råvaruderivat<sup>55</sup>, vilken lyder enligt följande. ”När det gäller råvaruderivat avses med *insiderinformation* icke offentliggjord information av specifik natur som direkt eller indirekt hänför sig till ett eller flera sådana derivat, och som användare av råvaruderivatmarknader förväntar sig att få i enlighet med godtagen marknadspraxis på dessa marknader.”

Vidare finns i artikelns tredje stycke även en särskild definition beträffande personer vilka har som uppgift att genomföra order avseende finansiella instrument. Däri stadgas att: ”För personer som har som uppgift att genomföra order avseende finansiella instrument skall med *insiderinformation* även avses information som lämnats av en uppdragsgivare och hänför sig till dennes ännu ej genomförda order, som är av specifik natur, som direkt eller indirekt hänför sig till en eller flera emittenter av finansiella instrument eller till ett eller flera finansiella instrument och som, om informationen offentliggjordes, skulle kunna ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade derivatinstrument.”

Direktivet kan, enligt vad som ovan redogjorts för, sägas utgå från tre olika kategorier vid definieringen av insiderinformation. Dessa består av finansiella instrument, råvaruderivat och personer som genomför order. De två senare definitionerna vilka alltså återfinns i artiklarna 2 och 3, utgör nyheter i förhållande till den tidigare definitionen av insiderinformation

---

<sup>55</sup> Derivat är kontrakt, vars värde bestäms med utgångspunkt från värdet på en underliggande vara. Exempel på derivatinstrument är optioner och terminer. Se [www.nordea.fi/sitemod/default/index.aspx?pid=731254](http://www.nordea.fi/sitemod/default/index.aspx?pid=731254). Det som skiljer exempelvis en terminsaffär från en vanlig aktieaffär är att betalning och leverans sker först på bestämd framtida leveransdag, terminens lösendag. Eftersom betalning inte sker på en gång vid en terminsaffär kan affären därför ses som ett slags lån. Liksom vid banklån betalas ränta till motparten, dvs. den som säljer på termin. Se [www.stockholmsborsen.se/akps/OM/Derivat/Varianter2.htm](http://www.stockholmsborsen.se/akps/OM/Derivat/Varianter2.htm). Genom att ett derivatet utgör ett avtal om en framtida förpliktelse ger dessa instrument en möjlighet till högre avkastning på insatt kapital än om den underliggande tillgången först hade behövt införskaffas. Denna omständighet leder i sin tur till att dessa instrument tenderar att fluktureras kraftigt i jämförelse med övriga finansiella instrument. Se [www.fsb.se/sst/inf/out/infOutWww/0,,2964,00.html](http://www.fsb.se/sst/inf/out/infOutWww/0,,2964,00.html).



enligt art. 1.1 i det äldre insiderdirektivet. I förarbetena till MmL gör regeringen emellertid bedömningen att den information som avses i artikelns andra och tredje stycken redan omfattas av huvuddefinitionen i första stycket art. 1.1, varför några ändringar i den svenska definitionen av insiderinformation inte ansågs erforderliga. Det påpekas dock att det i definitionen av insiderinformation beträffande råvaruderivat inte nämns att den icke offentliggjorda informationen skulle kunna förväntas ha någon inverkan på priset, men att det får antas att det rekvisitet "följer med" från första stycket.

Vidare utgör begreppet finansiella instrument en nyhet i MmD, vilket är att jämföra med det tidigare begreppet överlåtbara värdepapper enligt insiderdirektivet. Då denna term redan återfanns i insiderstrafflagen ansågs inte heller denna förändring medföra något behov av lagändring för svenskt vidkommande.<sup>56</sup>

### 3.1 Genomförandedirektiven

MmD var det första direktiv som tillkom genom den så kallade Lamfalussymodellen, vilken utgör en ny lagstiftningsprocess med syfte att möjliggöra ett snabbare lagstiftningsförfarande och en mer flexibel lagstiftning.<sup>57</sup> Modellen delar in regelgivning och uppföljning i fyra olika nivåer.<sup>58</sup> Som en konsekvens av denna nya lagstiftningsprocess har kommissionen, efter antagandet av MmD, även antagit fyra rättsakter med kompletterande och preciserande bestämmelser till direktivet. De fyra rättsakterna utgörs av tre direktiv och en förordning, varav de följande två direktiven är av intresse för denna uppsats:

- kommissionens direktiv 2003/124/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller definition och offentliggörande av insiderinformation och definition av otillbörlig marknadspåverkan (första genomförandedirektivet) och
- kommissionens direktiv 2004/72/EG av den 29 april 2004 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller godtagen marknadspraxis, definition av insiderinformation rörande råvaruderivat, upprättande av förteckningar över personer som har tillgång till insiderinformation, anmälan av transaktioner som utförs av personer i ledande ställning och rapportering av misstänkta transaktioner (tredje genomförandedirektivet).

---

<sup>56</sup> Prop. 2004/05:142, s. 55.

<sup>57</sup> Det var mot bakgrund av bland annat de korta tidsfristerna för att genomföra handlingsplaner för finansiella tjänster som den så kallade visemannakommittén lade fram denna nya lagstiftningsmodell. Lamfalussymodellen antogs av rådet den 1 mars 2001 och har därefter även antagits av Europaparlamentet.  
Prop. 2004/05:142, s. 213 och 37.

<sup>58</sup> För en utförligare redogörelse av denna lagstiftningsprocess, se prop. 2004/05:142, s. 36-37.

## **3.1.1 Första genomförandedirektivet**

### **3.1.1.1 Kravet på information av specifik natur**

Det första genomförandedirektivet innehåller i art. 1 ett förtydligande om hur rekvisitet information av specifik natur i definitionen av insiderinformation skall förstås. I art. 1.1 anges att: "information anses vara av specifik natur om den anger omständigheter som föreligger eller rimligtvis kan komma att föreligga eller en händelse som har inträffat eller rimligtvis kan förväntas inträffa och om denna information är tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på priserna på finansiella instrument eller relaterade derivatinstrument."

Trots klargörandet ovan beträffande den närmare innebörden av rekvisitet omständighet har någon ändring av själva definitionen av insiderinformation i svensk rätt inte ansetts erforderlig. Anledningen härtill är att begreppet omständighet redan anses innefatta ett krav på specifik natur. Ett förtydligande härom i motiven ansågs därmed som en tillräcklig åtgärd.<sup>59</sup>

### **3.1.1.2 Väsentlighetskravet**

Vidare ges i art. 1.2 riktlinjer för bedömningen av det så kallade väsentlighetskravet enligt definitionen av insiderinformation enligt art. 1.1 MmD. Häri stadgas att "vid tillämpning av artikel 1.1 i direktiv 2003/6/EG skall 'information som, om den offentliggjordes, skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade derivatinstrument' innebära information som en förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut."

Utöver detta stadgande framgår även följande av första stycket i ingressen till direktivet:

"Förnuftiga investerare grundar sina investeringsbeslut på information som finns tillgänglig för dem vid beslutet. Därför måste frågan om huruvida en förnuftig investerare kan förväntas beakta en viss informationsuppgift vid sitt investeringsbeslut bedömas på grundval av den information som var tillgänglig för denne vid beslutet. En sådan bedömning måste beakta informationens förväntade effekter mot bakgrund av den berörda emittentens totala verksamhet, informationskällans tillförlitlighet och alla andra marknadsvariabler som kan förväntas påverka de finansiella instrumenten eller de relaterade derivatinstrumenten under de givna omständigheterna."

---

<sup>59</sup> Prop. 2004/05:142, s. 55-56 och SOU (2004:69), s. 76.

Vidare uttalas i ingressens andra stycke att: "Information som blivit tillgänglig först efter beslutet kan utnyttjas för att kontrollera antagandet om att den information som var tillgänglig vid beslutet var priskänslig, men bör inte utnyttjas för att vidta åtgärder gentemot någon som har dragit rimliga slutsatser av den information som var tillgänglig för personen ifråga vid beslutet."

### **3.1.2 Tredje genomförandedirektivet**

#### **3.1.2.1 Insiderinformation beträffande råvaruderivat**

I det tredje genomförandedirektivet återfinns i art. 4 ett förtydligande vad gäller den information som användare av råvaruderivatmarknader enligt art. 1.1 andra stycket MmD skall anses kunna förvänta sig att få information om. Här anges att användare av råvaruderivatmarknader anses kunna förvänta sig att få information som direkt eller indirekt hänför sig till ett eller flera sådana derivat som antingen "rutinmässigt görs tillgänglig för användarna på dessa marknader, eller skall offentliggöras enligt lagar och andra föreskrifter, marknadsregler, avtal eller sedvänjor på den relevanta underliggande råvarumarknaden eller råvaruderivatmarknaden".

## 4 Insiderinformation enligt 1 § 1 p. MmL

Som inledningsvis påtalades gjordes ingen förändring av definitionen av insiderinformation i och med tillkomsten av MmL. Anledningen till att ISL:s definition av begreppet behölls var att denna ansågs täcka MmD:s beskrivning av samma begrepp.

Begreppet insiderinformation infördes för första gången som legaldefinition i 1 § 1 p. ISL. Samma rekvisit fanns visserligen intagna i 4 § om handelsförbudet i ISL:s föregångare, IL, men en klagörande definition infördes alltså först genom ISL. Denna förnyelse utgjorde ett led dels i att förenkla lagtexten och dels i att uppnå större överensstämmelse med insiderdirektivet, där en definition av begreppet insiderinformation hade införts. Någon skillnad jämfört med tidigare innebörd enligt IL var därför inte avsedd.<sup>60</sup> Med anledning av att definitionen alltså inte har förändrats i materiell betydelse genom de två senaste lagändringarna kan innebörden av dagens definition av begreppet insiderinformation enligt 1 § 1 p. MmL sökas inte bara ur förarbetena till MmL, utan även ur motiven till såväl ISL som IL.

Med insiderinformation avses enligt 1 § 1 p. MmL: *”information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument.”*

I ISL:s legaldefinition i 1 § 1 p. definierades insiderinformation som: *”information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument”*.

I 4 § IL definierades insiderinformation såsom: *”information eller kunskap om en icke offentliggjord omständighet som är ägnad att väsentligt påverka kursen på fondpapper”*.

Nedan kommer innebörden av de olika kriterierna i begreppet insiderinformation enligt 1 § 1 p. MmL att närmare behandlas utifrån såväl förarbeten och doktrin som praxis. Då det hittills endast finns ett avgörande från Högsta Domstolen på området kommer resterande fall att utgöras av tingsrätts- och Hovrättsdomar. Trots att dessa avgöranden inte är av prejudicerande karaktär, har jag ändå funnit dem relevanta, inte minst ur diskussionssynpunkt angående gällande rätt.

Legaldefinitionen av insiderinformation enligt 1 § 1 p. MmL återfinns även som bekant i fyra brottsparagrafer i lagen. Efter redogörelsen för innebörden av legaldefinitionen kommer därför även begreppets innebörd enligt dessa olika straffbud att översiktligt redogöras för. Vad som härmed kommer att

---

<sup>60</sup> Prop. 1999/2000:109, s. 52-53.

undersökas är om – och i förekommande fall - i vilken utsträckning definitionen av insiderinformation enligt 1 § 1 p. MmL får en annan innebörd då den tillämpas i dessa brottsparagrafer. Slutligen följer en analys vilken syftar till att utreda dels frågan om den närmare innebörden av begreppet insiderinformation enligt MmL, och dels frågan om hur väl innebörden av begreppet insiderinformation enligt MmL överensstämmer med innebörden av samma begrepp enligt MmD.

## 4.1 Information

Det första kriteriet i definitionen av insiderinformation utgörs av begreppet information. Enligt uttalanden i förarbetena till IL och ISL avses med information, precis som enligt allmänt språkbruk, varje typ av information såsom uppgifter, kunskaper och vetande av vilket slag som helst.<sup>61</sup> Exempel som nämns i dessa motiv beträffande vad som kan utgöra information är det allmänna ränteläget, nya skatteregler, kunskap om en stor aktieägars förväntade affärer eller kunskap bland anställda hos en portföljförvaltare om vad en kund har för avsikt med sina affärer.<sup>62</sup>

Då kriteriet rymmer alla typer av uppgifter oberoende av deras karaktär får gränserna för vad som utgör insiderinformation sättas av de övriga kriterierna i definitionen.<sup>63</sup>

## 4.2 Icke offentliggjord eller inte allmänt känd

Av uttalanden i motiven till ISL framgår att, för att en uppgift, kunskap eller annan information skall anses utgöra insiderinformation krävs att den varken blivit offentliggjord eller allmänt känd.<sup>64</sup> Härav kan slutsatsen dras att viss information förlorar sin karaktär av insiderinformation då den offentliggörs *eller* blir allmänt känd. Frågan om under vilka omständigheter insiderinformation kan anses bli offentliggjord respektive allmänt känd är följaktligen av stor betydelse för att kunna avgöra viss informations karaktär.

Information om en omständighet skall, enligt motiven till IL, anses som allmänt känd om den till exempel har publicerats på en marknadsplats eller

---

<sup>61</sup> Se prop. 1999/2000:109, s. 81 och prop. 1990/91:42, s. 82. Jämför även 4 § IL där det istället för "information" talas om "information eller kunskap".

<sup>62</sup> Prop. 1999/2000:109, s. 81 och prop. 1990/91:42, s. 51-52.

<sup>63</sup> Se prop. 1999/2000:109, s. 81 och prop. 1990/91:42, s. 82.

<sup>64</sup> Prop. 1999/2000:109, s. 81. Denna omständighet tåls att understrykas, då det med tanke på lydelsen av definitionen av insiderinformation annars torde ligga nära till hands att tolka innebörden av de båda kriterierna i motsatt riktning, dvs. att det räcker att ett av dem är för handen för att det skall vara fråga om insiderinformation.

har varit omnämnd i massmedia. I de fall en uppgift görs allmänt känd via massmedia sägs att det bör få anses tillräckligt att informationen publicerats av till exempel en lokal tidning. Vidare uttalas att information mycket väl kan göras tillgänglig för var och en på andra sätt än de ovan nämnda, men att spridning av information inom en begränsad sluten krets, till exempel en privat aktiesparklubb eller liknande, inte bör anses vara tillräcklig för att informationen skall anses vara offentliggjord. Däremot anförs att uppgifterna i till exempel en analys som färdigställts av en fondkommissionärsfirma och som når målgruppen det vill säga kundkretsen och de egna börsombuden är att anses som offentliggjorda. Anledningen härtill är att mottagarkretsen förutsätts vara större i detta sammanhang jämfört med fallet i den privata aktiesparklubben. För att information skall anses allmänt känd krävs således att den skall vara tillgänglig för envar som vill söka efter den i massmedia, bland uttalanden från bolaget i fråga, offentliga föredrag eller liknande.<sup>65</sup> På motsvarande vis gäller enligt uttalanden från förarbetena till insiderstrafflagen att en uppgift skall anses vara offentlig om den är tillgänglig för var och en som vill söka efter den i massmedia, bland uttalanden från bolaget, offentliga föredrag eller liknande.<sup>66</sup>

Genom de två senare uttalandena tillsammans med domstolens uttalande i Pinkerton/Securitas-målet, vars närmare omständigheter redogörs för nedan,<sup>67</sup> kan enligt min uppfattning ifrågasättas vari den egentliga skillnaden består dessa båda begrepp emellan. Tingsrätten uttalar i samband med en genomgång av de nödvändiga rekvisiten i förbudsregeln i 4 § IL att ”Den kunskap som man sedan skall ha fått [...] skall först och främst inte tidigare ha varit offentliggjord, dvs. inte tidigare ha varit allmänt känd”.<sup>68</sup> Enligt Samuelsson med flera torde begreppet offentliggjord ta sikte på själva handlingen att offentliggöra, medan begreppet allmänt känd tar fasta på att en uppgift faktiskt har nått sådan spridning att den skall anses vara allmänt känd.<sup>69</sup>

Oavsett hur de båda begreppen förhåller sig till varandra kan sammanfattningsvis sägas att det genom förarbetsuttalandena görs en skiljelinje mellan information som är tillgänglig för envar och information som spridits inom en begränsad sluten krets.<sup>70</sup> Som påpekas av Klahr, kan de krav som uppställs för att information skall anses vara offentliggjord respektive allmänt känd sägas vara relativt lågt ställda, varför inte alltid enligt lagen offentliggjord information i realiteten blir uppmärksam av marknadens aktörer.<sup>71</sup>

---

<sup>65</sup> Prop. 1990/91:42, s. 83.

<sup>66</sup> Prop. 1999/2000:109, s. 81.

<sup>67</sup> Se närmare under kapitel 4.3.

<sup>68</sup> Stockholms tingsrätts dom 2001-01-25 i mål B 1432-99, s. 89.

<sup>69</sup> Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom, Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar, 2005, s. 187.

<sup>70</sup> Prop. 2004/05:142, s. 66.

<sup>71</sup> Klahr, Karnov lagkommentarer, SFS 2005:377, se [www.westlaw.se/pls/onl\\_se/lilseintk.request?funktion=lg&produkt=&normid=&prodid=614](http://www.westlaw.se/pls/onl_se/lilseintk.request?funktion=lg&produkt=&normid=&prodid=614).

Att kraven för att information skall anses ha blivit allmänt känd skall ställas relativt lågt talar även Svea Hovrätts dom 1996-12-18 i mål B 2917-95 (VBG Produkter AB) för.

**VBG Produkter AB (Svea Hovrätt B 2917/95, 1996-12-18).** I målet gjorde de tilltalade gällande att kurspåverkande omständigheter om ett bolags försäljnings- och vinstökning skulle anses ha blivit allmänt kända genom ett offentliggörande av en bokslutskommuniké. Åklagaren hävdade å sin sida att informationen blivit allmänt känd först genom ett senare offentliggörande av en kvartalsrapport. Bokslutskommunikén till skillnad från kvartalsrapporten angav inte bolagets förväntade resultatförbättringar i siffror, utan endast i termer såsom att årets resultat beräknades bli ”väsentligt bättre” än föregående år. Hovrätten ansåg emellertid att de kurspåverkande omständigheter om bolagets försäljnings- och vinstökning skulle anses ha blivit allmänt kända redan genom offentliggörandet av bokslutskommunikén.

Vad gäller upplysningar som lämnas vid en bolagsstämma torde sådan information enligt Afrell med flera anses vara allmänt känd. Av avgörande betydelse för denna ståndpunkt är den tillgänglighet som kännetecknar bolagsstämman. Enligt 7 kap. 3 och 5 § aktiebolagslagen (2005:551) har visserligen endast aktieägare samt ombud och biträden till dessa rätt att delta, varför det kan hävdas att stämman inte är tillgänglig för envar. Mot detta kan dock ställas att varje aktieägare har en ovillkorlig rätt att delta, även om viss formalia måste iakttas, det vill säga att aktieägare måste vara införda i aktieboken senast tio dagar före bolagsstämman enligt 7 kap 2 § ABL.<sup>72</sup>

## 4.2.1 Avgörande tidpunkt för begreppens tillämplighet

Beträffande den avgörande tidpunkten för när en uppgift skall anses ha blivit allmänt känd sägs i motiven till ISL att utslagsgivande härför bör vara då en nyhet kommer upp på förekommande bildskärmar, till exempel Reuters eller när tidningarna lämnar tryckeriet.<sup>73</sup> Härigenom skall ett offentliggörande inte anses ha skett redan då informationen delgetts en nyhetsbyrå, utan först då informationen skickats ut. På motsvarande vis gäller att så länge tidningarna finns kvar i tryckeriet har informationen där inte blivit allmänt känd. Först när tidningarna lämnar tryckeriet kan informationen i dessa spridas till envar, varför den då blir allmänt känd.<sup>74</sup> Dessa riktlinjer är att jämföra med de regler som gäller för börsnoterade bolag enligt Stockholmsbörsens noteringsavtal. Ett offentliggörande anses enligt dessa regler ha skett redan då informationen lämnats för spridning till minst två etablerade nyhetsbyråer och tre rikstäckande dagstidningar, samtidigt som informationen lämnats till börser och även snarast möjligt finns tillgänglig på bolagets hemsida.<sup>75</sup>

---

<sup>72</sup> Afrell, Haag, Klahr och Walldén, Insiderlagen. En lagkommentar, 1991, s. 61.

<sup>73</sup> Prop. 1990/91:42, s. 83.

<sup>74</sup> Afrell, Haag, Klahr och Walldén, Insiderlagen. En lagkommentar, 1991, s. 59-60.

<sup>75</sup> Noteringsavtal 1 jan. 2006, bilaga 1 p. 4. hämtat från: [www.omxgroup.com/stockholms](http://www.omxgroup.com/stockholms)

## 4.2.2 Information som förekommer på chat-sidor

I de senaste förarbetsuttalandena diskuteras även frågan om ett inlägg på en så kallad chat-sida skulle kunna medföra att informationen blivit allmänt känd. Enligt regeringens bedömning bör frågan avgöras med i första hand utgångspunkt i vilken chat-sida det är fråga om. Uttrycket ”allmänt känd” måste läsas i ljuset av syftet med bestämmelsen, nämligen att undanta från det straffbara området bara sådana situationer där informationen blir så väl känd att varken den som röjer informationen eller andra har möjlighet att utnyttja informationen för att göra fördelaktiga affärer. Att en uppgift kommenteras på en välkänd och välbesökt ”aktiechat-sida” kan vara att likställa med en publicering i en tidning.<sup>76</sup>

## 4.3 Omständighet

För att det skall vara fråga om insiderinformation krävs enligt motiven till MmL att det rör sig om icke offentliggjord eller inte allmänt känd information om *omständigheter av specifik natur*. För den närmare innebörden av kravet på specifik natur hänvisas i dessa motiv till artikel 1.1 i genomförandedirektivet.<sup>77</sup> Däri anges, vilket redogjorts för ovan<sup>78</sup>, att det för att vara fråga om insiderinformation enligt artikel 1.1 MmD skall röra sig om en omständighet som föreligger eller rimligtvis kan komma att föreligga, eller en händelse som har inträffat eller rimligtvis kan förväntas inträffa, och informationen är tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsernas potentiella effekt på priserna på finansiella instrument.<sup>79</sup>

Kravet på specifik natur fanns visserligen redan intaget i insiderdirektivets definition av insiderinformation<sup>80</sup>, men något förtydligande i förarbetena i enlighet härmed gjordes emellertid inte i samband med att definitionen av insiderinformation infördes i ISL.<sup>81</sup>

Trots det förtydligande som nu görs, uppkommer gränsdragningsproblem, inte minst beträffande frågan om när information om en omständighet kan sägas vara tillräckligt sannolik vad gäller dess eventuella framtida förekomst. I förarbetena till IL uttalas att rena rykten inte kan anses utgöra

---

borsen /se/index.aspx?lank =84.

<sup>76</sup> Prop. 2004/05:142, s. 66.

<sup>77</sup> Prop. 2004/05:142, s. 55-56.

<sup>78</sup> Se under kapitel 3.4.1.

<sup>79</sup> Prop. 2004/05:142, s. 56.

<sup>80</sup> Se rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter om insiderhandel, art 1.1.

<sup>81</sup> Någon ändring av själva definitionen av insiderinformation i svensk rätt har däremot inte ansetts erforderlig då begreppet omständighet redan anses innefatta ett krav på specifik natur. Ett förtydligande i motiven ansågs som en tillräcklig åtgärd. Prop. 2004/05:142, s. 55-56 och SOU (2004:69), s. 76.



omständigheter i här angiven bemärkelse.<sup>82</sup> Mycket talar således för att den definitiva gränsen för när en omständighet skall anses vara av tillräckligt preciserad natur går just vid rena rykten.<sup>83</sup> Sådana skall alltså inte anses vara av tillräckligt preciserad natur för att utgöra insiderinformation.

Vad gäller information som utgör marknadsinformation, det vill säga information som exempelvis rör orderläget på marknaden, investeringsbeslut eller liknande information, sägs vidare i motiven till IL, att det för att utgöra en omständighet – till skillnad från ett rent rykte – skall röra sig om information som kommer från exempelvis en kundkontakt eller fondenheten på en kapitalplacerande institution.<sup>84</sup> Som påpekas av Sandeberg torde gränsen för vad som endast utgör rena rykten således gå vid rykten som kommer från informationskanaler som vanligen har tillgång till insiderinformation.<sup>85</sup> Av samma åsikt torde Afrell med flera vara, då de i detta sammanhang uppmärksammar om skillnaden mellan information som härrör från mindre initierat håll och som härmed torde vara mer ryktesbetonat, och information som kommer från mer välunderrättade personer.<sup>86</sup> Enligt Bengtsson bör försiktighet inte bara iaktas då det rör sig om rykten som kommer från informationskanaler som vanligen har tillgång till insiderinformation, utan även då det rör sig om rykten som sprids via chat-sidor eller liknande på Internet och som endast når en begränsad krets av personer.<sup>87</sup> Sandeberg däremot är av uppfattningen att sådana rykten inte torde utgöra insiderinformation.<sup>88</sup> Någon närmare motivering för respektive antagen ståndpunkt lämnas emellertid inte av de båda författarna. Frågan tycks inte heller vara föremål för diskussion i övrig doktrin på området.

Vad gäller det ovan nämnda kravet på att information om viss omständighet skall vara tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsernas potentiella effekt på priserna på finansiella instrument, ges ingen närmare vägledning i varken äldre eller yngre motivuttalanden. I Stockholms tingsrätts dom 2001-01-25 i mål B 1432-99 (Pinkerton/Securitas) hade domstolen dock bland annat att ta ställning till denna fråga. Domskälen talar för att det måste rör sig om klara och otvetydiga uppgifter för att det skall vara fråga om insiderinformation.

**Pinkerton/Securitas (Stockholms tingsrätt B 1432-99, 2001-01-25).** I målet påstod åklagaren att bland annat tre mäklare haft information om att säkerhetsbolaget Securitas skulle köpa upp det amerikanska säkerhetsbolaget Pinkerton - en omständighet som var ägnad att väsentligt påverka priset på bland annat Pinkertonaktien. Två av de tilltalade påstods ha fått tillgång till denna insiderinformation via samtal med en tredje mäklare som innehade den ifrågasvarande information. Med den av åklagaren påstådda insiderinformationen var det sedan ostridigt att de tilltalade förvärvade aktier i Pinkerton innan Securitas uppköpserbjudande offentliggjordes. De tilltalade hävdade å sin sida att

---

<sup>82</sup> Se prop. 1990/91:42, s. 87.

<sup>83</sup> Se även Sandeberg som är av denna uppfattning. Sandeberg, *Marknadsmissbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, 2002, s. 84.

<sup>84</sup> Se prop. 1990/91:42, s. 87.

<sup>85</sup> Sandeberg, *Marknadsmissbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, 2002, s. 84.

<sup>86</sup> Afrell, Haag, Klahr och Walldén, *Insiderlagen*, 1991, s. 52.

<sup>87</sup> Bengtsson, *Insiderhandboken*, 2001, s. 14.

<sup>88</sup> Sandeberg, *Marknadsmissbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, 2002, s. 84.

något samtal med den ifrågavarande mäklaren inte ägt rum. Istället hade de på grundval av egna analyser beslutat att företa aktieköpen i Pinkerton. Bland annat via massmedia hade de båda före sina förvärv fått tillgång till information om Securitas och bolagets intresse för den amerikanska marknaden. De hade sedan på sin arbetsplats kunnat observera en ökad handel och ett ökat intresse för Pinkertonaktien, bland annat genom iakttagelser som exempelvis utgjordes av att bolaget slagits efter på Reuter-skärmen. Detta ökade intresse för Pinkertonaktien bedömdes som anmärkningsvärt bland annat av det skälet att det var ovanligt att handla med bolagets aktier, varför de drog slutsatsen att Securitas ämnade lägga ett bud på aktierna i Pinkerton. Då det enligt tingsrätten inte var visat att de av åklagaren påstådda samtalen hade ägt rum ansågs de två tilltalade inte ha fått tillgång till insiderinformation, varför åtalet ogillades. Den tredje av de tilltalade var mäklare med så kallad sax-behörighet.<sup>89</sup> Även han hade uppmärksammat ett ökat intresse för Pinkertonaktien. Det ansågs klarlagt i målet att han måste ha insett att någonting var på gång, inte mint genom antydningar från de privatmäklare som vände sig till honom för att köpa aktier i företaget. Då den tilltalade inte ansågs ha fått tillgång till konkret information ogillades dock åtalet även mot honom.

## 4.4 Ägnad

Kriteriet att en omständighet skall vara *ägnad* att väsentligt påverka priset på finansiella instrument enligt 1 § 1 p. MmL innebär enligt motiven till IL att det, för att vara fråga om insiderinformation skall röra sig om en omständighet som *erfarenhetsmässigt* påverkar kursen då den offentliggörs. Genom användandet av kriteriet ägnad vill lagstiftaren således tydliggöra att det inte är den faktiska kurspåverkan till följd av ett offentliggörande som är av betydelse i sammanhanget, utan att avgörande istället är om det framstår som mycket sannolikt att ett tillkännagivande av omständigheten kommer att driva kursen uppåt eller nedåt. Aktierna skall med andra ord, med beaktande av den icke offentliggjorda omständigheten, framstå som under eller övervärderade, och det skall kunna förutsättas att ett offentliggörande av omständigheten medför kursstegring eller kursfall.

Avsikten med kriteriet är således inte, vilket påpekas av Afrell med flera, att en person innan denne företar en transaktion skall försöka förutsäga om en händelse kommer att påverka priset eller inte. Den aktuella händelsen skall istället bedömas med utgångspunkt i om den är ägnad, det vill säga typiskt sett påverkar kursen.<sup>90</sup>

Det krav som härmed uppställs på att bedömningen skall ske vid tidpunkten för placeringen och inte i efterhand, är som anmärks av Samuelsson med flera, ett krav som i det konkreta utredningsarbetet torde förefalla svårt att

---

<sup>89</sup> Denna behörighet innebar bland annat att mäklaren svarade för utlandshandeln av aktier. Den privatmäklare som ville köpa aktier i Pinkerton vände sig således till honom. Se Stockholms tingsrätt dom 2001-01-25 i mål B 1432-99, s. 70.

<sup>90</sup> Afrell, Klahr och Samuelsson, Lärobok i kapitalmarknadsrätt, 1998, s. 286-287. Frågan om hur väl en sådan avsikt överensstämmer med direktivets innebörd av begreppet insiderinformation, vilken snarare tycks ta sikte på frågan om hur viss information faktiskt kommer att påverka kursen i ett enskilt fall, diskuteras närmare längre fram i uppsatsen under kapitel 6.2.2.

vidmakthålla, då handlingar tämligen spontant brukar tolkas i enlighet med efterföljande händelser.<sup>91</sup>

Enligt motivuttalandena till IL innebär kriteriet att en person som med kunskap om en omständighet vilken normalt inte framkallar någon kursförändring, handlar med finansiella instrument innan omständigheten blivit offentliggjord eller allmänt känd, inte kan sägas ha handlat på grundval av insiderinformation även om kunskapen sedan framkallar en oväntad kursförändring då den offentliggörs. Om däremot en kursrörelse uteblir fastän en sådan framstår som mycket naturlig då affären företogs är situationen den omvända. Vid den sistnämnda situationen kan dock förutsättas att brottet i allmänhet inte beivras.<sup>92</sup>

Uttalandet enligt ovan är vidare att jämföra med ett annat uttalande i samma motiv där det sägs att det inte är problematiskt att avgöra vilken omständighet som omfattas av handelsförbudet enligt 4 § insiderlagen, men att det däremot kan uppstå svårigheter att avgöra om det var just den omständigheten som påverkade kursen.<sup>93</sup> Genom dessa senare uttalanden skapas enligt min mening viss förvirring om hur kriteriet ägnad egentligen skall tillämpas. Skall även ett krav på en faktisk kurspåverkan härigenom anses uppställas? En diskussion härom följer längre fram i uppsatsen.<sup>94</sup>

Frågan om hur kriteriet ägnad att väsentligt påverka priset skall tolkas har varit föremål för tillämpning i ett flertal tingsrätts- och Hovrättsavgöranden, varav Svea hovrätts dom 2001-12-07 i mål B 1895-00 (Föreningsbanken) och Göta hovrätts dom 1991-05-03 i mål B 320/90 (Export AB Norden) utgör två av dessa.

**Föreningsbanken (Svea hovrätt B 1895-00, 2001-12-07).** I målet påstod åklagaren bland annat att Metallindustriarbetarförbundets (Metalls) ekonomichef, som även var styrelseledamot i Sparbanken, med vetskap om Sparbankens planer att förvärva aktier i Föreningsbanken, föranlett Metall att förvärva aktier i Föreningsbanken. Den första fråga tingsrätten hade att ta ställning till var om den av åklagaren påstådda informationen som ekonomichefen i Metall haft tillgång till var att anse som insiderinformation. Tingsrätten kom fram till att de av Sparbanken planerade aktieköpen i Föreningsbanken inte varit av sådan omfattning att de erfarenhetsmässigt kunde antas ha en väsentlig kursdrivande effekt om de blev kända. Detta trots att aktierna i Föreningsbanken stigit högst väsentligt under tiden från det att Metalls ekonomichef ansågs ha fått kännedom om Sparbankens planer till dess att ett offentliggörande av Sparbankens förvärv skedde. För att komma fram till denna slutsats tog tingsrätten hänsyn till börsstatistik över börsutvecklingen efter köp av den omfattning det nu var fråga, vilken talade emot åklagarens påstående om att Sparbankens köp skulle vara ägnat att medföra väsentliga kursförändringar. Vidare undersökte tingsrätten även den faktiska kursutvecklingen på Föreningsbankens aktier dagen för offentliggörande av Sparbankens affärer, varpå det konstaterades att kursuppgången den aktuella dagen varit alltför liten för att berättiga slutsatsen att de tidigare inte kända

---

<sup>91</sup> Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom, Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar, 2005, s. 199-200.

<sup>92</sup> Prop. 1990/91:42, s. 51-53, där hänvisning görs till uttalanden i prop. 1984/85:157, s. 89.

<sup>93</sup> Prop. 1990/91:42, s. 82.

<sup>94</sup> Se under kapitel 6.1.4.

omständigheterna var ägnade att medföra en väsentlig förändring av kursen.<sup>95</sup> Hovrätten fastställde tingsrättens dom med anförande av samma skäl som anförts av tingsrätten.

**Export AB Norden (Göta hovrätt B 320-90, 1991-05-03).** I målet påstod åklagaren att styrelseordföranden i aktiemarknadsbolaget Export AB Norden med kännedom om att Export AB Norden hade ekonomiska problem som var mer omfattande än vad som var allmänt känt, försålt aktier i företaget innan informationen blev offentliggjord. Vid bedömningen av om den av åklagaren påstådda kunskapen var att anses som ägnad att väsentligt påverka kursen på Export AB Norden-aktierna, konstaterade tingsrätten att den faktiska kursnedgång som inträffade på Export AB Norden-aktierna omedelbart efter offentliggörandet av företagets stora ekonomiska problem, inte motsvarades av en nedgång i generalindex på Stockholmsbörsen. Med hänsyn härtill ansågs informationen vara ägnad att väsentligt påverka kursen på Export AB Norden-aktierna.<sup>96</sup> I Hovrätten blev endast frågan om förverkande föremål för bedömning varför dessa domskäl här utelämnas.

Som framgår av domstolarnas bedömning i de två mål som ovan redogjorts för, tycks den faktiska kursutvecklingen efter offentliggörandet av inte allmänt känd information vara om än inte utslagsgivande, så åtminstone av stor betydelse för domstolarnas klassificering av den ifrågakvarande informationen. Dessa mål är att jämföra med Kristianstads tingsrätts dom 00-11-07 i mål B 1059-00 (Åhusglass) och Stockholms tingsrätts dom 96-10-30 i mål B 14-1829-96 (Clock). I målen kunde visserligen en faktisk väsentlig kurspåverkan i efterhand konstateras, men avgörande för domstolarnas klassificering av viss information var dock om informationen vid en bedömning på förhand generellt sett kunnat anses vara av väsentligt kurspåverkande karaktär.

**Åhusglass (Kristianstads tingsrätt B 1059-00, 2000-11-07).** I målet hade styrelseordföranden i Åhus Glass AB sålt aktier i företaget ett par veckor innan ett offentliggörande om att företaget inte skulle nå förväntat resultatet för året utan istället räknade med en förlust på omkring fyra miljoner kronor. Dagen för offentliggörandet av den förväntade förlusten låg aktiekursen på 24 kronor. Nästa handelsdag föll kursen till 19 kronor. Åklagaren väckte talan mot styrelseordföranden och påstod att den aktuella försäljningen av aktier i företaget skett med kunskap om att företagets ekonomi var betydligt sämre än som vid denna tidpunkt var offentliggjort, varför försäljningen skett med tillgång till insiderinformation. Tingsrätten gjorde bedömningen att den icke offentliggjorda informationen, som det ansågs klarlagt att styrelseordföranden måste haft tillgång till vid de aktuella försäljningarna, visade på mycket stora avvikelser från vad som tidigare hade prognostiserats. Med anledning härav ansåg tingsrätten att de omständigheter som den tilltalade känt till var av sådant slag att de var ägnade att väsentligt påverka kursen om de offentliggjordes.

**Clock (Stockholms tingsrätt B 14-1829-96, 1996-10-30).** I målet hade den verkställande direktören i Clock AB, strax innan företaget utfärdade ett pressmeddelande enligt vilket bolagets resultat för året förväntades bli sämre än vad som prognostiserats i en tidigare bokslutskommuniké, försålt aktier i företaget. Pressmeddelandet medförde att aktiekursen sjönk från 19 kronor till 15 kronor på företagets aktier. Åklagaren väckte talan mot den verkställande direktören och påstod att den aktuella försäljningen av aktier i företaget skett med kunskap om innehållet i det vid den aktuella tidpunkten ännu inte offentliggjorda pressmeddelandet, varför försäljningen fick anses ha skett med tillgång till insiderinformation. Tingsrätten gjorde bedömningen att den icke offentliggjorda prognosen som det ansågs klarlagt att den tilltalade haft tillgång till avvek i sådan grad från den prognos marknaden vid denna tidpunkt haft tillgång till att information om denna utlöste handelsförbudet enligt 4 § insiderlagen.

<sup>95</sup> Stockholms tingsrätts dom 2000-02-22 i mål B 3142-97.

<sup>96</sup> Kalmar tingsrätts dom 1990-03-09 i mål B 312-89.

Det kan i detta sammanhang nämnas att Bankinspektionen<sup>97</sup> i sitt remissvar i motiven till IL pekade på att den vid flera tillfällen iakttagit att kursutvecklingen strax före ett offentliggörande av viss omständighet påverkats väsentligt, och att någon kursförändring sedan inte inträffat efter offentliggörandet av den ifrågakvarande informationen. Den troliga orsaken härför antogs vara att flera investerare känt till omständigheten innan offentliggörandet. Dessa antogs sedan ha handlat aktier i sådan omfattning att kursen redan nått den nivå den annars skulle ha fått efter offentliggörandet. Enligt lagstiftaren skall information om omständigheterna anses vara väsentligt kursspåverkande även i dessa fall.<sup>98</sup> Omständigheterna i Svea Hovrätts dom 95-06-02 i mål B 2118-94 (Atle) torde ha varit av detta slag.

**Atle (Svea Hovrätt B 2118-94, 1995-06-02).** I målet påstod åklagaren att styrelseordföranden i det statligt ägda portföljförvaltningsbolaget Atle, haft vetskap om att det börsnoterade bolaget Proventus AB skulle lägga ett bud på 51 procent av aktierna i de tre riskkapitalbolagen KapN AB, Partnerinvesteringar i Göteborg AB och AB Produra Venture Capital. Med den av åklagaren påstådda vetskapen om Proventus AB:s planerade uppköp av de tre investmentbolagen, var det sedan ostridigt att styrelseordföranden i Atle för Atles räkning förvärvat aktier i dessa riskkapitalbolag. En av de frågor tingsrätten härmed hade att ta ställning till var huruvida den information styrelseordföranden i Atle erhållit angående Proventus AB:s planerade uppköp var att anse som insiderinformation. I domen konstaterade tingsrätten att kursen stigit väsentligt från den tidpunkt Atle började köpa aktier i de tre riskkapitalbolagen till dess att Proventus AB:s uppköpserbjudande offentliggjordes, varför informationen som styrelseordföranden i Atle fått tillgång till ansågs ha utgjort insiderinformation. Då det inte ansågs styrkt att styrelseordföranden i Atle faktiskt fått kännedom om insiderinformationen ogillades emellertid åtalet.<sup>99</sup> Till skillnad från tingsrätten ansåg Hovrätten det styrkt att styrelseordföranden i Atle fått kännedom om de i målet aktuella uppköpsplanerna. Då även de objektiva rekvisiten för brottet ansågs uppfylla dömdes Atles styrelseordförande för insiderbrott.

## 4.5 Väsentlighetskravet

Enligt 1 § 1 p. MmL skall viss kunskap, för att klassificeras som insiderinformation, utgöra information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att *väsentligt påverka priset* på finansiella instrument. Kravet på att det skall röra sig om en väsentlig påverkan på priset<sup>100</sup> kallas väsentlighetskravet, och innebörden härav

---

<sup>97</sup> Bankinspektionen ersattes år 1991 av Finansinspektionen. Se [www.fi.se/Templates/Page\\_\\_\\_2314.aspx](http://www.fi.se/Templates/Page___2314.aspx).

<sup>98</sup> Prop. 1990/91:42, s. 83.

<sup>99</sup> Att notera är dock att klassificeringen av informationen ifråga såsom insiderinformation skedde genom att den faktiska prisutvecklingen på aktierna studerades. Se Stockholms tingsrätts dom 1994-06-29 i mål B 14-1793-94, s. 9.

<sup>100</sup> En språklig ändring har gjorts från ”väsentligt påverka kursen” enligt 1 § 1 p. ISL till ”väsentligt påverka priset” enligt 1 § 1 p. MmL. Denna ändring kommenteras inte i motiven till MmL, men får enligt Samuelsson med flera antas ha att göra med att lagstiftaren velat använda sig av samma term som återfinns i MmD:s definition av insiderinformation enligt art 1.1. MmD. Enligt min uppfattning saknas anledning att ifrågasätta detta antagande, då någon materiell skillnad jämfört med den tidigare definitionen enligt IL inte är avsedd. Se Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom, Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar, 2005, s. 183.

behandlas närmare i artikel 1.2 i det första genomförandedirektivet, vilket ovan redogjorts för. Häri stadgas som bekant att ”vid tillämpning av artikel 1.1 i direktiv 2003/6/EG skall ’information som, om den offentliggjordes, skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade derivatinstrument’ innebära information som en förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut.”

Väsentlighetskravet har även varit föremål för en hel del diskussioner i såväl förarbetena till MmL som i tidigare förarbeten. I det följande skall redogöras härför.

#### 4.5.1 Bedömningsgrunder när det gäller kravet

I motiven till IL framhölls svårigheten i att ange en procentuell gräns för vad som skall anses vara en väsentlig påverkan, inte minst på grund av att innebörden härav varierar mellan olika marknader. Som exempel anfördes att även mycket små kursförändringar på marknaden för räntebärande instrument kan anses vara väsentliga, medan en tioprocentig kursförändring på optionsmarknaden ofta är att betrakta som fullt normal.<sup>101</sup> Till ledning för en bedömning av om väsentlighetskravet skulle anses vara uppfyllt på aktiemarknaden hänvisades dock till uttalanden från förarbetena till LVM, där det sades att en ändring bör vara större än fem procent, bland annat därför att det stämmer bättre överens med ordet väsentlig, samt att en tioprocentig ändring av kursen i allmänhet skall anses vara att betrakta som väsentlig. Anledningen till att man valde denna procentsats var att Allmänna pensionsfondens fjärde fondstyrelse i sitt remissyttrande till LVM påpekade att den normala slumpmässiga kursfluktuationen under en månad har en standardavvikelse på sju procent.<sup>102</sup>

I efterföljande motiv underströks att utrymme fanns att bedöma huruvida väsentlighetskravet skulle anses uppfyllt eller inte med stöd av inte endast en utan *flera olika parametrar*. Ett sätt kunde vara att utgå från den procentuella kursavvikelsen och ett annat att utgå från kursförändringar i form av standardavvikelse individuellt för till exempel varje aktie.<sup>103</sup> Genom att ett tydligt utrymme således gavs för att beakta kursförändringen i relation till standardavvikelsen för ett enskilt finansiellt instrument, fanns nu otvivelaktigt stora möjligheter att ta hänsyn till ett instruments speciella egenskaper. De skillnader som påtalats i tidigare motivuttalanden om att en väsentlig kurspåverkan torde vara för handen redan vid mindre kursförändringar för räntebärande instrument och vid betydligt större kursförändringar för derivatinstrument, då derivatinstrument tenderar att fluktuera mycket, kunde genom denna parameter tas med i bedömningen, på samma sätt som att skillnader mellan olika aktieslag kunde beaktas.

---

<sup>101</sup> Prop. 1990/91:42, s. 82-83.

<sup>102</sup> Prop. 1990/91:42, s. 83, där hänvisning görs till prop. 1984/85:157, s. 40.

<sup>103</sup> Prop. 1999/2000:109, s. 53.

Trots dessa uttalanden har dock domstolarna i deras praktiska rättstillämpning tenderat att lägga alltför stor vikt vid en tioprocentig kursförändring, varför ytterligare en markering i denna riktning nu görs i förarbetena till MmL.<sup>104</sup>

I motiven till MmL framhålls och förtydligas således vad som angetts i tidigare förarbeten om att vad som utgör en väsentlig påverkan av priset varierar mellan olika marknader. Frågan om väsentlighetskravet är uppfyllt i det enskilda fallet skall således inte avgöras med hjälp av någon fast procentsats, utan istället skall hänsyn tas till flera olika parametrar. Allmänna tendenser på marknaden och det finansiella instrumentets speciella egenskaper, såsom till exempel om en akties värde är högt eller lågt eller normalt föremål för stora fluktuationer utgör exempel på sådana parametrar.<sup>105</sup> Av dessa motiv framgår även att det allt sedan väsentlighetskravets tillkomst har förts diskussioner i lagmotiven angående en ändring av den språkliga formuleringen av kriteriet, för att på så vis bättre klargöra dess innebörd. Någon lämpligare formulering än den nuvarande har regeringen dock inte funnit. Det senaste språkliga övervägandet gjordes av Marknadsmisbruksutredningen, vilken diskuterade en ändring från nuvarande begreppet ”väsentlig” till ”icke oväsentlig” i syfte att markera ändring från tidigare förarbetsuttalanden. I slutändan fann dock utredningen en sådan korrigering onödig.<sup>106</sup>

I det allra första målet där väsentlighetskravet var föremål för bedömning, det så kallade Fermentamålet, RH 1990:102 (1990-03-01), var omständigheterna i detta hänseende tämligen uppenbara, varför frågan om viss information var att anse som väsentligt kurspåverkande inte närmare kommenterades i domskälen.

**Fermenta (RH 1990:102, 1990-03-01).** I målet påstod åklagaren att den tilltalade, som var majoritetsägare, styrelseledamot och verkställande direktör i det börsnoterade bolaget Fermenta AB, vid ett flertal tillfällen hade ingått skenavtal och utfärdat falska fakturor som saknade grund i verkliga affärshändelser. Vidare påstod åklagaren att den tilltalade, innan dessa omständigheter blev allmänt kända, hade sålt 414 800 aktier i bolaget för det närstående bolaget Micro-Chem Development Laboratory AB:s räkning. Vetskapen om sin egna brottliga verksamhet var enligt åklagaren uppenbart ägnad att väsentligt påverka kursen på Fermentas aktier när den blev allmänt känd. Tingsrätten fann åtalet styrkt av de skäl som åklagaren i sin gärningsbeskrivning hade redogjort för. Hovrätten fastställde tingsrättens dom i detta hänseende, med anförande av samma skäl som anförts av tingsrätten.

I Buremålet, vilket inledningsvis redogjordes för, var klassificeringen av viss information emellertid inte lika självklar. I det följande skall omständigheterna i målet vidare utvecklas samt tingsrättens domskäl närmare redogöras för.

---

<sup>104</sup> Prop. 2004/05:142, s. 56.

<sup>105</sup> Prop. 2004/05:142, s. 56. Se även prop. 1990/91: 42, s. 82-83, prop. 1995/96:215, s. 35 och prop. 1999/2000:109, s. 53.

<sup>106</sup> Prop. 2004/05:142, s. 56 samt SOU (2004:69), s. 77. För språkliga överväganden i tidigare lagmotiv, se prop. 1995/96:215, s. 34-36 samt prop. 1999/2000:109, s. 53.

## 4.5.2 Tingsrättens bedömning i Buremålet

I tingsrättens dom den 8 juli 2005 ogillades som bekant åtalet för grovt insiderbrott. Motiveringen härför var att tingsrätten inte ansåg det visat att Sandbergs kunskap om Bures ekonomiska situation skulle ha haft väsentlig kurspåverkande betydelse på Bures aktier. Istället fann tingsrätten det minst lika sannolikt att den faktiska kursnedgången hade sin främsta grund i marknadens besvikelse över att någon lösning på Bures framtida kapitalbehov då inte förelåg och att det därmed stod klart för marknaden att Bures huvudägare inte var ense i denna för Bures framtid viktiga fråga.<sup>107</sup>

I gärningsbeskrivningen angavs tre olika kunskaper vilka enligt åklagaren utgjorde insiderinformation och som Sandberg måste anses ha haft tillgång till vid de aktuella försäljningarna av Bureaktien. Dessa bestod i information om Bures creditsituation, kunskap om Bures nedskrivningsbehov samt information om Bures ansträngda ekonomiska läge.

Kunskapen om Bures creditsituation bestod i information om resultaten av de omförhandlingar som pågått med anledning av Bures krediter. Tingsrätten ansåg det visserligen klarlagt att Sandberg haft tillgång till denna information, men bedömde det däremot inte visat att informationen skulle vara att klassificera som insiderinformation. Domstolen hänvisade i detta sammanhang till vad Peter Sandberg anfört om att Bures creditsituation länge varit mycket osäker, men att omförhandlingarna resulterat i att situationen för företaget hade stabiliserats. Då resultaten av omförhandlingarna härigenom innebar att Bures situation förbättrats visade enligt tingsrätten inte utredningen i målet att detta skulle ha väsentligt påverkat kursen på Bureaktien nedåt. Jag drar härmed slutsatsen att då denna information var att betrakta såsom positiv kunskap, förelåg enligt undantagsbestämmelsen i 8 § 2 p. ISL (nuvarande 5 § 2 p. MmL)<sup>108</sup> inget hinder att *sälja* de finansiella instrument vilka informationen grundade sig på.

Beträffande kunskapen om Bures ansträngda ekonomiska läge hade åklagaren inte pekat på några särskilda förhållanden som skulle utgöra insiderinformation, varför denna åtalspunkt inte närmare beaktades av tingsrätten.<sup>109</sup>

Den tredje av dessa kunskaper utgjordes av Sandbergs information om Bures nedskrivningsbehov beträffande bolagets aktieinnehav. I tingsrättens domskäl uttalades att det visserligen fick anses klarlagt att Sandberg haft tillgång till den av åklagaren angivna informationen, men att denna information däremot inte var att anse som insiderinformation. Följande bedömning gjordes härvidlag:

---

<sup>107</sup> Göteborgs tingsrätts dom 2005-07-08 i mål B 11337-03, s. 7.

<sup>108</sup> Att med tillgång till insiderinformation företa handel vilken leder till förlust är inget brott enligt undantagsbestämmelsen i 5 § 2 p. MmL. Se under kapitel 2.1.

<sup>109</sup> Göteborgs tingsrätts dom 2005-07-08 i mål B 11337-03, s. 4-6.



Den omständighet att Bures substansrabatt<sup>110</sup> under år 2000 ökade på så vis att den vid utgången av det tredje kvartalet uppgick till hela 55 procent, återspeglade enligt Sandberg att marknaden "tagit höjd" inför väntade nedskrivningar på Bures innehav. Eftersom det var lätt för marknaden att värdera Bures innehav av noterade aktier kunde information om ett nedskrivningsbehov beträffande dessa inte utgöra insiderinformation. Däremot kunde information om ett nedskrivningsbehov beträffande Bures onoterade innehav utgöra insiderinformation. Det bedömdes dock inte som osannolikt att den ökade substansrabatten på Bureaktien helt eller delvis kunde förklaras med just den omständighet att marknaden garderat sig mot nedskrivningar i Bures onoterade innehav. Vid detta förhållande var det enligt tingsrätten inte visat i målet att det aktuella nedskrivningsbehovet på Bures onoterade aktieinnehav skulle ha orsakat en väsentlig påverkan på Bureaktien om detta varit känt på marknaden.<sup>111</sup>

Enligt vad som framgår ovan motiverades således den omständighet att Sandbergs kunskap om Bures nedskrivningsbehov på onoterade innehav inte ansågs utgöra insiderinformation, av att det inte var osannolikt att *marknaden redan tagit höjd härför*.<sup>112</sup>

### 4.5.3 Kravets förhållande till självreglering

I tidigare förarbeten har som en riktlinje betonats att väsentlighetskravet bör ställas högre än det krav på att lämna information som gäller enligt noteringsavtalen med Stockholmsbörsen. Anledningen härtill är att det vid strafflagstiftning generellt sett bör ställas högre krav på händelsens karaktär än annars.<sup>113</sup> I Stockholmsbörsens noteringsavtal bilaga 1 p. 1 talas om information som *i inte oväsentlig grad* är ägnad att påverka bilden av företaget.<sup>114</sup> Av det ovan sagda torde följa att en uppgift som inte kräver offentliggörande enligt börsreglerna inte heller kan anses utgöra insiderinformation.<sup>115</sup> Någon garanti för att efterlevnad av börsens regler i detta avseende alltid medför att ett agerande är förenligt med MmL kan dock inte ges. Ett exempel härför utgörs av Stockholms tingsrätts dom 1999-12-09 i mål B 2705-99 (Elekta).

---

<sup>110</sup> Ett bolags substansvärde utgör summan av dess redovisade egna kapital och dolda reserver minus latent skatteskulder. En akties substansvärde erhålls genom att det totala substansvärdet divideras med antalet aktier i företaget. Se [www.svena.com/ekolex/](http://www.svena.com/ekolex/). Ett bolags substansrabatt kan härmed enkelt uttryckt sägas utgöra skillnaden mellan värdet på tillgångarna och börsvärdet. En hög substansrabatt på en aktie innebär således att marknaden värderar aktien lägre än dess substansvärde.

<sup>111</sup> Göteborgs tingsrätts dom 2005-07-08 i mål B 11337-03, s. 6-7.

<sup>112</sup> Tingsrättens motivering beträffande denna åtalpunkt kommer närmare att diskuteras i analysen nedan under kapitel 6.5.

<sup>113</sup> Prop. 1999/2000:109, s. 53, prop. 1995/96:215, s. 36, 1990/91:42, s.52 och 1984/85:157, s.40.

<sup>114</sup> <http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/se/index.aspx?lank=84>. Senast besökt

<sup>115</sup> Bengtsson Jan, Insiderhandboken, 2001, s. 17 och Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom, Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar, 2005, s. 192.

**Elekta (Stockholms tingsrätt B 2705-99, 1999-12-09).** I målet påstod åklagaren att en person från koncernledningen i Elekta, med vetskap om att Elektas resultat var betydligt sämre än vad som var allmänt känt, hade försålt aktier i företaget innan informationen offentliggjordes. En av de invändningar som framfördes av den tilltalade var att Stockholms Fondbörs inte hade anmärkt mot bolagets rapportering, varför informationen inte skulle anses ha varit av väsentligt kurspåverkande karaktär. Enligt tingsrätten saknades emellertid grund för att av frånvaron av ett beslut av börsen dra någon slutsats av betydelse i målet. Då den tilltalades kunskap beträffande Elektas försämrade resultat ansågs vara av väsentligt kurspåverkande karaktär dömdes denne till ansvar för insiderbrott.

#### **4.5.4 Tidigare hjälpregler enligt insiderlagen**

IL innehöll vissa exempel på omständigheter som kunde vara ägnade att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument. Avsikten med dessa var inte att de skulle täcka samtliga situationer som kunde bli aktuella, utan endast att ange vissa konkreta fall och att samtidigt ge vägledning vid bedömning av frågan om vilka andra förhållanden som borde omfattas av handelsförbudet vilket återfanns i lagens 4 §. Exemplet togs emellertid bort genom tillkomsten av ISL då det bland annat ansågs finnas en risk för att de skulle uppfattas som uttömmande. I motiven till ISL framhölls dock att exemplen – i likhet med tidigare förarbeten - även i fortsättningen kan ge viss vägledning vid tolkningen av ansvarsbestämmelserna om insiderbrottslighet.<sup>116</sup> Även om dessa hjälpregler således inte har samma rättsliga ställning som tidigare, så kan de enligt vad som sägs i dessa motiv tjäna som vägledning beträffande situationer som erfarenhetsmässigt är väsentligt kurspåverkande. Nedan skall med anledning härav kortfattat redogöras för huvuddragen av dessa tidigare hjälpregler.

##### **4.5.4.1 Offentliga erbjudanden**

Den första hjälpregeln utgjordes av situationen då ett offentligt erbjudande om förvärv av aktier i ett aktiebolag aktualiseras.<sup>117</sup> Med offentligt erbjudande om förvärv av aktier förstås den situationen att en juridiska person vänder sig till den aktieägande allmänheten och erbjuder denna att till anbudsgivaren överlåta sina aktier i ett visst eller flera bolag, så kallade målbolag, på vissa villkor. Syftet med ett erbjudande av detta slag är inte sällan att förvärva samtliga aktier i målbolaget och därigenom möjliggöra en fusion, men även andra syften förekommer. För att få ett så bra gensvar som möjligt på budet brukar det ligga högre än den noterade aktiekursen. Redan denna omständighet innebär således ofta att en väsentlig kurspåverkan kan förväntas uppkomma.

Vidare specificerades regeln genom att det angavs tre typiska situationer vid vilka ett uppköpserbjudande alltid skulle anses vara väsentligt kurspåverkande. Den första situationen omfattade situationen då frågan om ett offentligt erbjudande väckts i den juridiska personens styrelse eller annat beslutande organ. Något formellt beslut krävdes inte, utan tillräckligt var att

<sup>116</sup> Prop. 1999/2000:109, s. 58.

<sup>117</sup> Se 5 § 1 p. IL samt prop. 1990/91:42, s. 86.

frågan tagits upp till diskussion. Den andra situationen ansågs vara för handen då initiativ tagits till ett offentligt erbjudande. Här var det frågan om att en företrädare för en juridisk person kommit överens med företrädare för ett aktiebolag om att inleda överläggningar syftande till ett offentligt erbjudande. Den tredje situationen slutligen omfattade situationen då en juridisk person låtit påbörja en utredning om de affärsmässiga förutsättningarna för ett offentligt erbjudande eller en plan för erbjudandets genomförande. Situationen tog sikte på fall då ett offentligt erbjudande lämnas utan föregående överläggningar med aktiebolagets företrädare. I motiven angavs att löst skissande på kalkyler inte kunde anses vara en kurspåverkande omständighet, medan ett målinriktat utarbetande av exempelvis en promemoria fick anses vara en tillräcklig åtgärd för att klassificera omständigheten såsom väsentligt kurspåverkande.<sup>118</sup>

#### **4.5.4.2 Omständighet som normalt upplyses om i årsredovisning med mera**

Den andra hjälpregeln omfattade omständigheter relaterade till ett aktiebolags interna förhållanden vilka det normalt lämnas upplysning om i årsredovisningar, delårsrapporter, årsbokslut eller pressmeddelanden. Någon uppräknig gjordes dock inte beträffande vad för sorts omständigheter det kan röra sig om, men i motiven nämndes exempelvis tekniska nyheter och affärsidéer som omständigheter som omfattades.<sup>119</sup> Afrell med flera nämner ytterligare exemplifierande omständigheter såsom resultatförändringar i förhållande till gjorda prognoser, erhållna order eller upptäckter av fyndigheter, vilka torde omfattas av bestämmelsen.<sup>120</sup>

#### **4.5.4.3 Marknadsinformation**

Den tredje hjälpregeln omfattade information om beslut av en fondpappersförvaltare, det vill säga någon som förvaltar annans kapital, eller en kapitalplacerande institution, det vill säga institution som placerar eget kapital, om köp eller försäljning av fondpapper eller liknande marknadsinformation. Bestämmelsen tog härmed sikte på kunskaper om exempelvis orderläget på markanden eller investeringsbeslut, som när de verkställs kan komma att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument. En personalchef på ett investmentbolag eller en telefonist på en fondkommissionsfirma angavs i motiven som exempel på personer som antas kunna få sådan kännedom genom sitt arbete. Det underströks dock att informationen måste avse en omständighet, varför rena rykten inte omfattades av bestämmelsen. Istället skulle det vara fråga om information via till exempel en kundkontakt eller fondenheten på en kapitalplacerande institution.<sup>121</sup>

---

<sup>118</sup> Prop. 1990/91:42, s. 88-89.

<sup>119</sup> Prop. 1990/91:42, s. 86.

<sup>120</sup> Afrell, Haag, Klahr och Walldén, Insiderlagen. En lagkommentar, 1991, s. 75.

<sup>121</sup> Prop. 1990/91:42, s. 86-87.

#### 4.5.4.4 Allmänt kurspåverkande information

Den fjärde hjälpregeln omfattade allmänt kurspåverkande information som exempelvis ränteändringar, valutakursändringar, författningsändringar eller liknande händelser av allmänpolitisk eller ekonomisk natur, och tog således främst sikte på personer som normalt får tillgång till information av detta slag. Sådana personer utgörs främst av offentliga funktionärer, men även konsulter med uppdrag för ett departement eller liknande kan tänkas få sådan information. Bestämmelsen tog även sikte på anställda inom ett tryckeri och journalister som erhållit information av detta slag före det att den blivit allmänt känd. Även om det, när det gäller allmänt kurspåverkande information, i första hand torde vara marknaden i sin helhet som berörs, framhölls att det även kunde tänkas att bestämmelsen blev tillämplig på bara en del av marknaden. Informationen skulle således kunna avse en viss bransch, till exempel nya miljöbestämmelser som innebär helt förändrade förutsättningar för en av de lönsammaste tillverkningsprocesserna inom branschen. Vidare angavs att i de fall en allmän bevakning av en fråga i massmedia förekommer innan ett kurspåverkande beslut fattas medför detta sannolikt att informationen inte längre skall anses kurspåverkande.<sup>122</sup>

## 4.6 Finansiella instrument

Det sista kriteriet i definitionen av insiderinformation enligt 1 § 1 p. MmL utgörs av begreppet finansiella instrument, vilket även återfinns som en självständig definition i lagen enligt 1 § 3 p. MmL. Begreppet förklaras där som ”fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden”.

Definitionen av finansiella instrument enligt 1 § 3 p. MmL återfinns även som legaldefinition i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF) och lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument. Då innebörden av begreppet i dessa lagar är den samma som innebörden enligt MmL, kan ledning beträffande tolkning och tillämpning hämtats även ur förarbetena till dessa lagar.

En självständig definition av finansiella instrument togs för första gången in direkt i insiderlagstiftningen genom ISL. Denna åtgärd syftade främst till att bättre tydliggöra det straffbara området och underlätta tillämpningen av lagen. Dessförinnan hade, genom en lagändring 1997, en hänvisning gjorts i IL till LHF.<sup>123</sup>

Ur förarbetena till 1997 års lagändring av IL framgår att i begreppet finansiella instrument inbegrips inte bara för tillfället existerande finansiella instrument, vilka bland annat utgörs av optioner och terminer<sup>124</sup> vilka har

<sup>122</sup> Prop. 1990/91:42, s. 87.

<sup>123</sup> Prop. 1999/2000:109, s. 59-61.

<sup>124</sup> En option innebär enkelt uttryckt en rätt för innehavaren att i framtiden få köpa eller sälja tillgångar. För optionsutfärdaren innebär den en förpliktelse att på anfordran köpa eller

valuta eller råvara som underliggande tillgång, utan även sådana instrument som kan komma att skapas i framtiden.<sup>125</sup> Begreppet omfattar dessutom även utländska motsvarigheter. En grundläggande förutsättning för att det skall vara fråga om finansiella instrument är dock som även framgår av 1 § 3 p. MmL, att de är avsedda för handel på värdepappersmarknaden.<sup>126</sup>

## 4.6.1 Fondpapper

Enligt definitionen av finansiella instrument i 1 § 3 p. MmL innefattar begreppet, vilket framgår av det ovan sagda, bland annat fondpapper.

I motiven till LHF påpekas att det inte skulle vara meningsfullt att i lagmotiven räkna upp samtliga förekommande finansiella instrument som är att anse som fondpapper då nya instrument ständigt introduceras och en sådan uppräkningslista snabbt skulle bli föråldrad. Kännetecknande för ett fondpapper är emellertid att det ges ut av ett bolag eller annan emittent för kapitalanskaffning och att det kan bli föremål för exempelvis en inregistrering eller notering vid en börs. Emittenten av ett fondpapper åläggs vanligtvis av statsmakterna enligt lag eller börsen enligt avtal att iaktta vissa skyldigheter. Både i Sverige och utomlands ställs krav på emittenten av ett fondpapper som är eller skall bli börsregistrerat.<sup>127</sup> Vidare klargörs att begreppet fondpapper inte bara omfattar utländska motsvarigheter utan även såväl dokumentbaserade som ”papperslösa” dokument.<sup>128</sup>

En närmare förklaring av begreppet fondpapper återfinns i 1 § 4 p. MmL där det definieras såsom ”aktie och obligation samt sådana andra delägarätter eller fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning, fondandel och aktieägares rätt gentemot den som för hans eller hennes räkning förvarar aktiebrev i ett utländskt bolag (depåbevis)”.

### 4.6.1.1 Delägarätter och fordringsrätter

Av fondpappersdefinitionen i 1 § 4 p. MmL samt av uttalanden ur motiven till LHF framgår att det i fondpappersbegreppet ingår två olika typer av rättigheter. Dessa utgörs av dels delägarätter och dels fordringsrätter. Medan delägarätter beskrivs såsom instrument som ges ut i bestämt antal anges att fordringsrätter avser ett bestämt totalbelopp.<sup>129</sup> Rättigheterna

---

sälja den tillgång optionen avser eller erlägga betalning. En termin däremot innebär i princip en skyldighet för både köpare och säljare att fullgöra sina åtaganden enligt avtalet vid en överenskommen framtida tidpunkt. En ytterligare skillnad är att en termin vanligtvis inte ger upphov till någon penningtransaktion mellan parterna när avtalet ingås medan den som förvärvar en option i de flesta fall måste erlägga en premie. Se prop. 1990/91:142, s. 88.

<sup>125</sup> Prop. 1995/96:215, s. 30-31 och s. 83.

<sup>126</sup> Prop. 1990/91:142, s. 143.

<sup>127</sup> A.a., s. 87.

<sup>128</sup> A.a., s. 143.

<sup>129</sup> A.a., s. 87.

beskrivs i dessa förarbeten därefter mer ingående utifrån ett aktiebolags perspektiv.

Härigenom anges att delägarrätter, vilka bland annat utgörs av aktier, innefattar dels ekonomiska och dels förvaltande rättigheter. De ekonomiska rättigheterna innebär rätt till andel i det bolags vinst vilket givits ut aktierna och rätt till utdelning ur bolagets behållna tillgångar när bolaget upplöses genom likvidation. Vidare innebär de förvaltande rättigheterna exempelvis en rätt att rösta vid bolagsstämman. Andra instrument som omfattas av begreppet delägarrätter är enligt dessa motiv olika förstadium till den delägarrätt en aktie representerar. Härmed avses främst teckningsrättsbevis och delbevis som utfärdas av ett aktiebolag vid nyemission respektive fondemission.<sup>130</sup>

Vad sedan gäller fordringsrättigheter, så består de dels av obligationer och dels av andra fordringsrätter som inte är obligationer. En obligation utgör ett löpande skuldebrev ställt till innehavaren eller till viss man eller order, som utfärdas för en del av ett skuldebörs belopp och ges ut i ett stort antal.<sup>131</sup> Gemensamt för såväl obligationer som övriga fordringsrätter är främst att de innebär en rättighet att få tillbaka utlånat kapital. En fordringsrätt är även vanligen förenad med en rätt till ränta på utlånat belopp vilken normalt utbetalas oberoende av ett bolags resultat. Övriga instrument som omfattas av begreppet fordringsrätter förutom obligationer utgörs bland annat av statsskuldväxlar. Dessa utgör löpande skuldebrev emitterade genom Riksgäldskontoret. Vidare kan nämnas certifikat vilka utgör löpande skuldebrev med en löptid på mindre än ett år. Dessa är att jämföra med obligationslån vilka har en löptid på mer än ett år.<sup>132</sup>

Ovan har olika kännetecken för delägarrätter respektive fordringsrätter redogjorts för. Något som ytterligare skiljer delägarrätter från fordringsrätter är att aktieägarens rätt till utdelning är efterställd fordringsrättsinnehavarens rätt till ränta. Samma sak gäller vid bolagets likvidation, där fordringsrättsinnehavarens rätt till betalning går före aktieägarens.<sup>133</sup>

#### **4.6.1.2 Mellanformer mellan delägarrätter och fordringsrätter**

I motiven till LHF anges att såsom fondpapper räknas även bland annat konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning samt vinstandelsbevis. Gemensamt för dessa instrument är att de alla kan sägas utgöra mellanformer mellan delägarrätter och fordringsrätter. Detta på grund av att de, beroende på hur de utnyttjas antingen är att betrakta som delägarrätter eller fordringsrätter utgivna av en emittent. Det anses dock inte finnas skäl att i definitionen av fondpapper särskilt ange alla mellanformer

---

<sup>130</sup> A.a., s. 142.

<sup>131</sup> Afrell, Klahr och Samuelsson, Lärobok i kapitalmarknadsrätt, 1998, s. 24.

<sup>132</sup> Prop. 1990/91:142, s. 142 och Afrell, Klahr och Samuelsson, Lärobok i kapitalmarknadsrätt, 1998, s. 26.

<sup>133</sup> Prop. 1990/91:142, s. 142.

som omfattas, varför de ovan uppräknade instrumenten endast utgör exempel härav.<sup>134</sup>

Utmärkande för ett konvertibelt skuldebrev är att det till skuldebrevet knyts en möjlighet för borgenären att helt eller delvis byta ut sin fordran mot aktier i det bolag som emitterat lånet.<sup>135</sup> Som påpekas av Samuelsson med flera får, i de fall konverteringsrätten utnyttjas, instrumenten karaktären av delägarrätter medan om de inte utnyttjas de är att betrakta som vanliga skuldebrev, det vill säga fordringsrätter.<sup>136</sup> Vad gäller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning så innebär de enligt Afrell med flera i regel att ett lån ges ut tillsammans med teckningsoptioner som ger innehavaren rätt att teckna nya aktier i ett aktiebolag på vissa villkor och under viss tid.<sup>137</sup> Härav kan slutsatsen dras att innehavaren av lånet kan bli ägare av inte bara den fordringsrätt som lånet utgör utan även ett visst antal delägarrätter, för det fall optionsrätten utnyttjas. Vidare kan vinstandelsbevis kortfattat förklaras såsom en mellanform mellan en delägarrätt och en fordringsrätt genom att det utgörs av ett lån vars ränta helt eller delvis görs beroende av bolagets vinst.<sup>138</sup>

#### 4.6.1.3 Utgivna för allmän omsättning

Ett annat kännetecken för ett fondpapper är att instrumentet är utgivet för allmän omsättning. Vad som härmed avses är enligt motiven till LHF att fondpappret är konstruerat på ett sådant sätt att det enkelt och smidigt kan överlåtas på värdepappersmarknaden. Instrumentet bör således för varje behörig innehavare medföra en självständig, av föregående innehavares förhållande oberoende rätt att göra handlingen gällande. Ett exempel på ett sådant instrument är ett löpande skuldebrev.<sup>139</sup> Vidare är aktier i väsentliga stycken att jämföras med löpande skuldebrev.<sup>140</sup> Enligt Afrell är kravet på ett fondpapper således att det skall vara konstruerat på ett sådant sätt att det passar för handel på en börs eller annan marknadsplats. Delägarrätter och fordringsrätter av typen enkla skuldebrev är däremot inte avsedda för allmän omsättning, varför sådana rättigheter inte omfattas av fondpappersbegreppet.<sup>141</sup>

I motiven till MmL anføres i författningskommentarerna att det i litteraturen har ifrågasatts huruvida fondpappersbegreppet inte enbart skall omfatta aktier i publika aktiebolag utan även aktier i privata aktiebolag. Frågan

---

<sup>134</sup> Prop. 1990/91:142, s. 142.

<sup>135</sup> Prop. 1990/91:142, s. 142.

<sup>136</sup> Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom, Lagen om markandsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar, 2005, s. 209.

<sup>137</sup> Afrell, Klahr och Samuelsson, Lärobok i kapitalmarknadsrätt, 1998, s. 91. Se även aktiebolagslagen (2005:551) 11 kap 4 §.

<sup>138</sup> Rodhe, Aktiebolagsrätt, 19:e uppl., 2000, s. 71.

<sup>139</sup> Prop. 1990/91:142, s. 87. Se även Rydén och Rydin, Regelverket på värdepappersmarknaden – kunskap för finansiell rådgivning, 2001, s. 32.

<sup>140</sup> Se 4 kap 7 § ABL och prop. 1990/91:142, s. 87.

<sup>141</sup> Afrell Lars, Klahr Håkan och Samuelsson Per, Lärobok i kapitalmarknadsrätt, 1998, s. 57.

diskuteras emellertid inte närmare i dessa motiv.<sup>142</sup> I den litteratur som hänvisas till i dessa författningskommentarer redogörs för två tänkbara tolkningsalternativ beträffande fondpappersdefinitionen. Den av Beckman med flera framförda tolkningen är att, med anledning av kravet att instrumenten måste vara utgivna för allmän omsättning för att utgöra fondpapper, aktier i privata aktiebolag inte kan anses omfattas av definitionen då de inte kan anses vara utgivna för allmän omsättning.<sup>143</sup> Som anförs av Samuelsson med flera får förmodas att författarna härmed syftar på bestämmelsen i 1 kap. 7 § ABL enligt vilken privata aktiebolag är förbjudna att vända sig till allmänheten för kapitalanskaffning. Av stadgandet följer således att aktier i privata aktiebolag inte kan vara utgivna för allmän omsättning.<sup>144</sup>

Av Munck framhålls emellertid ytterligare en tolkningsväg beträffande fondpappersdefinitionen. Såsom lagtexten är utformad, genom att den beskriver fondpapper som aktier, obligationer samt andra sådana delägarätter och fordringsrätter utgivna för allmän omsättning, innehåller den en uppräkningslista av olika objekt avslutat med ett abstrakt begrepp med särskild bestämning. Denna bestämning behöver dock inte fullt ut täcka alla de uppräknade begreppen. Av resonemanget följer att aktier och obligationer inte nödvändigtvis behöver vara utgivna för allmän omsättning för att utgöra ett fondpapper. Detta krav kan tänkas gälla endast beträffande delägarätter och fordringsrätter som inte utgör aktier eller obligationer. Enligt Munck återkommer samma problematik vid tolkningen av begreppet finansiella instrument. Det innebär att fondpapper, för att kunna klassificeras som finansiella instrument inte nödvändigtvis måste vara avsedda för handel på värdepappersmarknaden.<sup>145</sup> Som påpekas av Samuelsson med flera innebär resonemanget enligt ovan att aktier och obligationer inte nödvändigtvis behöver vara varken utgivna för allmän omsättning eller avsedda för handel på värdepappersmarknaden för att vara anse som fondpapper och finansiella instrument. Konsekvensen härav blir att, för det fall lagstiftaren väljer Muncks tolkningsalternativ, kommer andra delägar- och fordringsrätter än aktier och obligationer som emitteras av privata aktiebolag, visserligen inte behöva omfattas av kravet på att vara avsedda för handel på värdepappersmarknaden, men likväl av kravet på att vara utgivna för allmän omsättning för att kunna klassificeras som fondpapper. Däremot behöver inte aktier eller obligationer omfattas av varken kravet på att vara utgivna för allmän omsättning eller vara avsedd för handel på värdepappersmarknaden för att anses som fondpapper och därmed finansiella instrument.

---

<sup>142</sup> Prop. 2004/05:142, s. 162. Det ansågs mer lämpligt att denna fråga istället behandlas i samband med genomförandet av Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument. Frågan har överlämnats till en av regeringen utsedd särskild utredare, vilket framgår av Kommittédirektiv 2004:90 Värdepappersmarknadsfrågor, s. 9.

<sup>143</sup> Beckman, Jansson, Wallin, Norman, Wendleby, Lagarna på värdepappersområdet. En kommentar till insiderstrafflagen m.fl. lagar, 2002, s. 101.

<sup>144</sup> Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom, Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar, 2005, s. 210.

<sup>145</sup> Munck, Juridisk tidskrift, 2003-04 s. 174-177.



Vilket av dessa tolkningsalternativ som lagstiftaren väljer att anta för fondpappersdefinitionen återstår att se. Som kommer att framgå nedan syftar emellertid lagstiftningen till att omfatta endast affärer där en part saknar anledning att ta reda på vem som är motpart. Anledningen härför är att affärer som sker mellan parter som är kända för varandra, vid oredliga förfaranden istället kan angripas genom brottsbalkens bedrägeriregler.<sup>146</sup> Härigenom talar det mesta emot ett resonemang i den riktning som anförs av Munck enligt ovan. Tilläggas kan också att det i praktiken torde vara svårt att bevisa att viss information är ägnad att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument om dessa instrument inte faktiskt är föremål för kursättning.<sup>147</sup>

#### 4.6.1.4 Fondandel och depåbevis

Av definitionen av fondpappersbegreppet ovan enligt 1 § 4 p. MmL framgår att det utöver delägarätter och fordringsrätter även innehåller andel i värdepappersfond och depåbevis.

Begreppet fondandel finns ingen närmare förklaring till i motiven till de tre lagarna vilka innehåller en legaldefinition av begreppet finansiella instrument. Innebörden av begreppet klargörs emellertid för i motiven till lagen (2004:46) om investeringsfonder. Häri sägs att som fondpapper enligt 1 § ISL – den vid motivens tillkoms gällande lagen – räknas fondandelar i både fonder som definieras som värdepappersfonder och specialfonder eller fondföretag enligt lagen om investeringsfonder och andelar i fonder som har liknande egenskaper men som av någon anledning inte ryms inom denna lags definition.<sup>148</sup> Investeringsfonder utgörs av dels värdepappersfonder och dels specialfonder, och beskrivs enligt definitionen i 1 § lagen såsom fonder vars andelar kan lösas in på begäran av andelsägare och som består av finansiella tillgångar, om den bildats genom kapitaltillskott från allmänheten eller från en särskilt angiven och avgränsad krets investerare och ägs av dem som skjutit till kapital. Vidare kan fondföretag kortfattat förklaras såsom utländska företag av samma slag som de två ovan nämnda.

Depåbevis beskrivs såsom representerande den rätt som en aktieägare har gentemot den bank (depåbank) som för hans räkning förvarar aktier i ett utländskt bolag. Depåbevisen innefattar således äganderätten till vissa fondpapper men av praktiska och lagtekniska skäl riktar sig depåbevisen mot annan än den ursprunglige utgivaren. Handel med depåbevis förekommer på likartat sätt som aktier och innehavare av depåbevis kan göra gällande sina rättigheter som delägare i bolaget. För att klargöra att depåbevisen räknas till fondpapper har de medtagits i fondpappersdefinitionen.<sup>149</sup>

---

<sup>146</sup> Prop. 1990/91:42 s. 50. Se även under kapitel 4.6.3.

<sup>147</sup> Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom, Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar, 2005, s. 212.

<sup>148</sup> Prop. 2002/03:150, s. 332.

<sup>149</sup> Prop. 1990/91:142, s. 141.

## 4.6.2 Annan rättighet eller förpliktelse

Som redogjorts för ovan riktar sig den rättighet som fondpapperen representerar mot instrumentets ursprunglige emittent. Undantag gäller dock för depåbevis, men lagstiftaren har ändå, genom att uttryckligen i lagtexten angiva så, ansett dessa omfattas av fondpappersbegreppet. Vad gäller de finansiella instrument som inte utgör fondpapper däremot, beskrivs de kännetecknande dragen för dessa i förarbetena till LHF, där det anges att dessa rättigheten eller förpliktelsen riktar sig mot någon annan än den som traditionellt är att anse som emittent av fondpapper på värdepappersmarknaden. Ett exempel på en annan rättighet eller förpliktelse utgörs av en köpoption avseende aktier. Den som förvärvat en sådan option har en rätt men inte en skyldighet att köpa de aktier optionen avser. För utfärdaren innebär optionen en förpliktelse att på anfordran sälja dessa aktier. Den rättighet innehavaren av en option innehar riktar sig inte mot den ursprunglige emittenten utan mot innehavaren av aktierna.<sup>150</sup> De finansiella instrument som inte är att klassificera som fondpapper utgörs således av rättigheter och förpliktelser vilka tillskapas av andra än de som traditionellt sett är att anse som emittenter på värdepappersmarknaden.<sup>151</sup>

## 4.6.3 Avsedd för handel på värdepappersmarknaden

Med handel på värdepappersmarknaden förstås enligt 1 § 2 p. MmL ”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 § 1 st. lagen (1991:981) om värdepappersrörelse”.

Genom att endast finansiella instrument som är avsedda för handel på värdepappersmarknaden omfattas av definitionen av finansiella instrument, faller alla affärer som sker direkt mellan parter som är kända för varandra, och som föregås av mer eller mindre omfattande förhandlingar och upprättande av skriftliga avtal, utanför lagens tillämpningsområde. Däremot omfattas alla affärer där en part saknar anledning att ta reda på vem som är motpart. Det samma gäller för alla affärer som avslutas på för marknaden ifråga sedvanligt sätt vad gäller bland annat likvid och leverans.<sup>152</sup> Lagstiftningen tar härigenom sikte på affärer där en part saknar anledning att ta reda på vem som är motpart. Anledningen härför är att affärer som sker mellan parter som är kända för varandra, vid oredliga förfaranden istället kan angripas genom brottsbalkens bedrägeriregler.<sup>153</sup>

---

<sup>150</sup> A.a., s. 86-87.

<sup>151</sup> A.a., s. 143.

<sup>152</sup> Prop. 1995/96:215, s. 31.

<sup>153</sup> Prop. 1990/91:42 s. 50.

#### 4.6.3.1 Börs och annan organiserad marknadsplats

Någon definition av begreppet börs respektive annan organiserad marknadsplats finns inte att hitta i motiven till MmL, dess föregångare eller i motiven till övriga lagar där en definition av finansiella instrument återfinns. I 1 kap. 4 § 1 st. 1 p. lagen (1992:543) om börs och clearingverksamhet däremot definieras en börs såsom en verksamhet som syftar till att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument mellan till verksamheten anslutna medlemmar. Enligt 1 kap. 4 § 1 st. 3 p. samma lag definieras en auktoriserad marknadsplats på samma vis som en börs, med det undantag att något medlemskriterium inte uppställs. Enligt Samuelsson med flera innebär användandet av begreppet organiserad marknadsplats istället för auktoriserad marknadsplats att varje marknad, oberoende om denna fått auktorisation eller inte, omfattas av definitionen av handel på värdepappersmarknaden. Var den bortre gränsen går för vad som skall anses vara en organiserad marknadsplats är dock oklart.<sup>154</sup> Den omständighet att lagstiftningen, enligt vad som redogjorts för ovan, främst tar sikte på situationer där parterna kan vara anonyma för varandra, torde dock tala för att definitionen är av relativt vidsträckt karaktär.<sup>155</sup>

#### 4.6.3.2 Med eller genom någon som bedriver värdepappersrörelse

I definitionen av handel på värdepappersmarknaden omfattas även handel med eller genom någon som yrkesmässigt bedriver sådan verksamhet som avses i 1 kap 3 § 1 st. lagen (1991:981) om värdepappersrörelse.

En värdepappersrörelse kan kortfattat beskrivas såsom en verksamhet som består i att yrkesmässigt tillhandahålla vissa typer av tjänster, till exempel handel med finansiella instrument för annans räkning i eget namn, förvaltning av någon annans finansiella instrument, förmedling av kontakt mellan köpare och säljare av finansiella instrument eller annan medverkan vid sådana transaktioner, handel med finansiella instrument för egen räkning med mera.<sup>156</sup>

Av definitionen av handel på värdepappersmarknaden framgår att såväl handel *med* som *genom* någon som bedriver värdepappersrörelse omfattas av definitionen.<sup>157</sup> Härigenom omfattas såväl den situation då ett värdepappersinstitut handlar i kommission som då detta handlar mot eget lager.<sup>158</sup>

---

<sup>154</sup> Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom, Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar, 2005, s. 202.

<sup>155</sup> A.a., s. 202.

<sup>156</sup> Se [www.nutek.se/sb/d/328/a/2113](http://www.nutek.se/sb/d/328/a/2113).

<sup>157</sup> Se även prop. 1999/2000:109, s. 81, där denna omständighet understryks.

<sup>158</sup> Prop. 1990/91:42, s. 50.

Frågan om förvärv av en aktiepost skulle anses ha skett på värdepappersmarknaden eller inte var i NJA 1994 s. 404 (Transatlantic) föremål för prövning.

**Transatlantic (NJA 1994 s. 404).** I målet ansågs den verkställande direktören för Transatlantic ha haft vetskap om ett troligt samgående mellan Transatlantic och Bilspedition genom att Bilspedition skulle köpa upp Transatlantic. Med denna vetskap hade han sedan för ett närstående bolags räkning köpt en aktiepost i Transatlantic. Vidare var omständigheterna sådana att han ursprungligen hade sålt den ifrågavarande aktieposten, men förbehållit sig dels rätten att utöva rösträtten för aktierna och dels förköpsrätt till aktieposten för det fall säljaren skulle överlåta denna. Försäljningen skedde trots dessa omständigheter via en mäklare, som inte hade kännedom om överenskommelsen om förköpsrätt. Den fråga HD hade att ta ställning till var huruvida affären skulle anses ha ägt rum på värdepappersmarknaden eller inte. HD kom fram till att då affären hade genomförts via medverkan av ett värdepappersinstitut och då det på avräkningsnotan angetts att affären skett i kommission, var affären att anse som utförd på värdepappersmarknaden.

Slutligen skall framhållas vad som anförs av Samuelsson med flera om att formuleringen utgivna för allmän omsättning har samma innebörd som formuleringen avsedda för handel på värdepappersmarknaden.<sup>159</sup> Att så är fallet torde framgå bland annat av uttalanden i motiven till LHF om att ett fondpapper skall anses utgivet för allmän omsättning om det är konstruerat på ett sådant sätt att det enkelt och smidigt kan överlåtas på värdepappersmarknaden.<sup>160</sup>

---

<sup>159</sup> Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom, Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar, 2005, s. 210.

<sup>160</sup> Prop. 1990/91:142, s. 87.

# 5 Insiderinformation enligt de olika brottsparagraferna i MmL

Som ovan nämnts återfinns begreppet insiderinformation i fyra olika brottsparagrafer i MmL. Nedan kommer begreppets innebörd enligt dessa paragrafer översiktligt att behandlas.

## 5.1 Handels- och rådgivningsförbuden enligt 2, 3 och 4 §§ MmL

Av stadgandet i 2 § MmL framgår att:

”Den som får insiderinformation och som för egen eller annans räkning, genom handel på värdepappersmarknaden, förvärvar eller avyttrar sådana finansiella instrument som informationen rör döms för *insiderbrott* i fängelse högst två år. Detsamma skall gälla den som får insiderinformation och som med råd eller på annat sådant sätt föranleder någon annan att förvärva eller avyttra sådana finansiella instrument som informationen rör genom handel på värdepappersmarknaden.

Är brott som avses i första stycket ringa, döms för *insiderförseelse* till böter eller fängelse i högst sex månader. Är brottet med hänsyn till affärens omfattning och övriga omständigheter grovt, döms för *grovt insiderbrott* till fängelse i lägst sex månader och högst fyra år.

Första och andra styckena tillämpas också på den som har insiderinformation som består i vetskap om egen brottslig verksamhet.”

Enligt 3 § MmL kan även den som av oaktsamhet begår en gärning som avses i 2 § lagen dömas för vårdslöst insiderförfarande. Undantagna från bestämmelsen är ringa fall av vårdslöst insiderförfarande. Vidare kriminaliseras även enligt 4 § lagen försök till insiderbrott och grovt insiderbrott.

Av 2 § MmL framgår att endast information som någon *får* omfattas av bestämmelsen. Däremot omfattas inte information som någon *har*.<sup>161</sup> Detta innebär att vetskap om egna avsikter att förvärva eller avyttra finansiella instrument såväl som transaktioner som utförs på grundval av analyser som grundas på allmänt tillgängliga uppgifter inte omfattas av handels- och

---

<sup>161</sup> Enligt Samuelsson med flera torde en distinktion av detta slag vara överflödigt. Detta på grund av att det kan ifrågasättas om vetskap om egna planer samt en analys av viss data rent språkligt täcks av begreppet information. Se Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom, Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar, 2005, s. 218.

rådgivningsförbudet. Sådan kunskap är alltså inte att betrakta som insiderinformation enligt denna bestämmelse.<sup>162</sup> I Pinkerton/Securitamålet vilket redogjordes för ovan<sup>163</sup>, ansågs således inte de analyser som två av de tilltalade mäklarna gjort på grundval av allmänt tillgänglig information såsom insiderinformation.

Formuleringen av handels- och rådgivningsförbudet enligt 2 § första stycket MmL får dock även till följd att den som har vetskap om egen brottslig verksamhet, vilken är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument om den offentliggjordes, och som förvärvar eller avyttrar sådana finansiella instrument inte omfattas av förbudet då denne inte anses ha insiderinformation. Däremot omfattas information som en person får om annans brottsliga verksamhet. Av artikel 2.1 MmD framgår dock att även vetskap om egen brottslig verksamhet bör omfattas av handelsförbudet. Med anledning härav har ett tillägg gjorts för denna situation i 2 § sista stycket MmL.

## 5.2 Röjandeförbudet enligt 7 § MmL

I 7 § MmL stadgas att:

”Den som uppsåtligen röjer information som han eller hon inser eller borde inse är insiderinformation döms, utom i de fall då röjandet sker som ett normalt led i fullgörande av tjänst, verksamhet eller åliggande, för *obehörigt röjande av insiderinformation* till böter eller fängelse i högst ett år. Om informationen blir allmänt känd samtidigt som den röjs, döms inte till ansvar.”

Enligt vad som kan utläsas av 7 § återfinns i detta stadgande varken någon begränsning eller utvidgning jämfört med innebörden av legaldefinitionen av insiderinformation enligt 1 § 1 p. MmL. Till skillnad från röjandeförbudet i 2 § MmL finns således ingen begränsning om att endast information som någon *får* tillgång till skall omfattas, utan även information som någon *har* tillgång till omfattas av förbudet. Detta innebär att såväl vetskap om egna planer om brottslig verksamhet som egna planer om förvärv av finansiella instrument omfattas av röjandeförbudet.

I paragrafens sista stycke anges att då informationen blir allmänt känd samtidigt som den röjs, skall inte dömas till ansvar. Detta stadgande torde helt överensstämma med legaldefinitionen i 1 § 1 p. MmL, där endast information som inte blivit allmänt känd anses utgöra insiderinformation.<sup>164</sup>

---

<sup>162</sup> Prop. 2004/05:142, s. 59. Se även MmD ingressen stycke 30 samt 31, där det anges att just vetskap om egna avsikter samt analyser och egna bedömningar som grundas på allmänt tillgängliga uppgifter inte bör anses vara insiderinformation.

<sup>163</sup> Se under kapitel 4.3.

<sup>164</sup> Innebörden av begreppet allmänt känd redogörs för under kapitel 4.2.

# 6 Analys av begreppet insiderinformation

Jag kommer i det följande att analysera frågan om vilken den närmare innebörden är av begreppet insiderinformation enligt MmL, för att därefter analysera frågan om begreppets innebörd enligt MmL är förenligt med innebörden av samma begrepp enligt MmD.

## 6.1 Villken är innebörden av begreppet insiderinformation enligt MmL?

### 6.1.1 Information

Begreppet information omfattar enligt legaldefinitionen i 1 § 1 p. MmL varje typ av information såsom uppgifter, kunskaper och vetande av vilket slag som helst. Exempel som nämns i äldre motivuttalanden på vad som kan utgöra information är bland annat det allmänna ränteläget, nya skatteregler, kunskap om en stor aktieägares förväntade affärer eller kunskap bland anställda hos en portföljförvaltare om vad en kund har för avsikt med sina affärer.<sup>165</sup>

Innebörden enligt ovan förändras inte genom att kriteriet infogas i 7 § om röjandeförbudet. Enligt detta stadgande döms, med vissa undantag, ”den som uppsåtligen röjer information som han eller hon inser eller borde inse är insiderinformation”. Något krav på hur personen skall ha fått tillgång till insiderinformationen uppställs härmed inte. Frågan om personen exempelvis själv analyserat fram kunskapen eller om denne fått tillgång till informationen genom annan är således betydelselös för förbudets tillämplighet. Vad däremot gäller handels- och rådgivningsförbuden enligt 2, 3 och 4 §§ MmL, döms endast den till ansvar som enligt 2 § lagen får insiderinformation. Därmed omfattas inte insiderinformation som någon *har* tillgång till av förbuden, med undantag från vad som uttryckligen anges om att information som en person har om egen brottslig verksamhet skall omfattas av förbudet.

### 6.1.2 Icke offentliggjord respektive inte allmänt känd

Den generella skiljelinjen mellan offentliggjord och allmänt känd information å ena sidan och insiderinformation å andra sidan tycks enligt

---

<sup>165</sup> Prop. 1999/2000:109, s. 81 och prop. 1990/91:42, s. 51-52.

förarbetsuttalandena dras mellan information som görs tillgänglig för envar och information som endast spridits inom en begränsad sluten krets.<sup>166</sup>

### 6.1.2.1 Innebörden förenlig med syftet?

Enligt Samuelsson med flera torde begreppet offentliggjord ta sikte på själva handlingen att offentliggöra, medan begreppet allmänt känd tar fasta på att en uppgift faktiskt har nått sådan spridning att den skall anses vara allmänt känd.<sup>167</sup> Av motiven till MmL framgår också att syftet bakom uttrycket ”allmänt känd” är att omfatta situationer där information blir så pass väl känd att varken den som röjer informationen eller andra har möjlighet att utnyttja informationen för att göra fördelaktiga affärer. Samtidigt anförs dock att, för att information skall anses som allmänt känd, det skall anses tillräckligt att den är tillgänglig för var och en som vill söka efter den i massmedia, bland uttalanden från bolaget, offentliga föredrag eller liknande.<sup>168</sup> Det karaktäristiska för att informationen skall anses allmänt känd torde således vara att informationen finns tillgänglig på ett sådant sätt att den kan bli allmänt känd enligt allmänt språkbruk, men inte att den faktiskt blivit det. Genom att en publicering av viss information i en lokaltidning i allmänhet bör anses tillräckligt för att informationen skall anses som allmänt känd kan avståndet mellan syftet bakom kravet och den faktiska innebörden av detta sägas vara mycket stort.<sup>169</sup>

### 6.1.2.2 Två skilda begrepp?

Enligt vad som redogjorts för ovan krävs således, för att information skall anses som allmänt känd att den är tillgänglig för envar som vill söka efter den i massmedia, bland uttalanden från bolaget i fråga, offentliga föredrag eller liknande.<sup>170</sup> På motsvarande vis gäller enligt uttalanden från förarbetena till ISL att en uppgift skall anses vara offentlig om den är tillgänglig för var och en som vill söka efter den i massmedia, bland uttalanden från bolaget, offentliga föredrag eller liknande.<sup>171</sup> Som tidigare påtalats, men som tåls att understrykas, ligger det härigenom nära till hands att anse de båda kriterierna såsom varande två begrepp med en och samma innebörd. Samtidigt tycks det högst osannolikt att lagstiftaren avsiktligt skulle valt att ta in två skilda begrepp i lagstiftningen om de endast utgör synonymer. Vidare kan ifrågasättas nödvändigheten av att klargöra för kravet på att en omständighet varken skall vara offentliggjord eller allmänt känd för att utgöra insiderinformation, för det fall de båda begreppen skulle utgöra synonymer.<sup>172</sup> En ytterligare omständighet som dock talar för att någon egentlig skillnad inte föreligger mellan innebörden av de båda

---

<sup>166</sup> Prop. 2004/05:142, s. 66.

<sup>167</sup> Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom, Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar, 2005, s. 187.

<sup>168</sup> Prop. 2004/05:142, s. 66.

<sup>169</sup> Se prop. 1999/2000:109, s. 81 samt under kapitel 4.2.

<sup>170</sup> Prop. 1990/91:42, s. 83.

<sup>171</sup> Prop. 1999/2000:109, s. 81.

<sup>172</sup> Se prop. 1999/2000:109, s. 81 samt under kapitel 4.2.



kriterierna är det uttalande som görs av tingsrätten i Pinkerton/Securitas-målet.<sup>173</sup> Tingsrätten uttalar där som bekant att ”Den kunskap som man sedan skall ha fått [...] skall först och främst inte tidigare ha varit offentliggjord, dvs. inte tidigare ha varit allmänt känd”.<sup>174</sup> Som framgår av redogörelsen ovan är det inte heller möjligt att finna någon åtskild förklaring av de båda begreppen i varken yngre eller äldre förarbetsuttalanden.

Oavsett hur de båda begreppen egentligen förhåller sig till varandra kan konstateras att sättet på vilket de kommenteras i motiven är upplagt för att skapa begreppsförvirring.

### 6.1.2.3 Information på chat-sidor

I de senaste förarbetsuttalandena diskuteras frågan om ett inlägg på en så kallad chat-sida skulle kunna medföra att information blivit allmänt känd. Enligt regeringens bedömning bör frågan avgöras med i första hand utgångspunkt i vilken chat-sida det är fråga om. Vidare sägs att uttrycket ”allmänt känd” måste läsas i enlighet med syftet med bestämmelsen, nämligen att undanta från det straffbara området bara sådana situationer där informationen blir så väl känd att varken den som röjer informationen eller andra har möjlighet att utnyttja informationen för att göra fördelaktiga affärer. Enligt regeringens bedömning kan en uppgift som kommenteras på en *välkänd och välbesökt* ”aktiechat-sida” vara att likställa med en publicering i en tidning.<sup>175</sup>

Genom uttalandet ovan torde det avgörande för om information som förekommer på chat-sidor är att klassificera som insiderinformation eller inte, vara hur pass *välkänd* och *välbesökt* chat-sidan ifråga är. Dessa krav är att jämföra med de krav som generellt uppställs för att viss information skall anses vara allmänt känd. De generella kraven tycks huvudsakligen ta sikte på *storleken på och öppenheten hos* den krets som informationen sprids till. Något krav på att det forum som informationen sprids till är särskilt välkänt torde härmed alltså inte uppställas. Som bekant bör det enligt motivuttalandena i allmänhet anses tillräckligt för att information skall anses allmänt känd, att en publicering av informationen skett via en lokaltidning.<sup>176</sup>

Det framgår emellertid inte vad för sorts tidning en välkänd och välbesökt aktiechat-sida kan vara att likställas med. För det fall en sådan chat-sida skulle vara att likställas med en publicering i en rikstäckande tidning kan möjligen tänkas att information som förekommer på en aktiechat-sida, vilken inte är lika känd och välbesökt kan vara att likställa med en publicering i en lokaltidning. Något som dock starkt talar emot ett resonemang i sådan riktning är dels vad som understryks om att

---

<sup>173</sup> Se under kapitel 4.2.

<sup>174</sup> Stockholms tingsrätts dom 2001-01-25 i mål B 1432-99, s. 89.

<sup>175</sup> Prop. 2004/05:142, s. 66.

<sup>176</sup> Se prop. 1999/2000:109, s. 81 samt under kapitel 4.2.

klassificeringen beror på hur pass välkänd chat-sidan är, och dels genom att det i sammanhanget understryks att syftet med begreppet allmänt känd är att endast omfatta sådan information som faktiskt blivit allmänt känd.

Vidare kan av motivuttalandena ovan utläsas att endast information som förekommer på en välkänd och välbesökt chat-sida som är en aktiechat-sida omnämns som sådan information som kan vara att anses som allmänt känd. Härmed är det osäkert huruvida information som förekommer på övriga chat-sidor som inte är aktiechat-sidor över huvud skall vara att anse anses som allmänt känd.

Frågan om hur övriga Internetsidor vilka inte är chat-sidor skall bedömas i sammanhanget berörs heller inte. Vad gäller Internetsidor som utgörs av olika bolags hemsidor, torde sådana vara att likställa med publicering i en dagstidning. Detta genom att börsnoterade bolag enligt Stockholmsbörsens noteringsavtal skall anses ha offentliggjort viss information bland annat genom att en sådan publicering skett. En sådan slutsats torde kunna dras genom att det borde ställas högre krav på händelsernas karaktär vid strafflagstiftning än annars.<sup>177</sup>

Slutligen kan uppmärksammas om att lagstiftaren i de exempel som anges ovan<sup>178</sup> beträffande vad som skall anses vara allmänt känd respektive offentliggjord information valt att använda sig av uttryck såsom ”bör vara att anse som” respektive ”kan vara att anse som allmänt känd information”. Härmed är det i det närmaste en omöjlighet att med säkerhet avgöra hur viss information kan komma att klassificeras i en enskild situation. De riktlinjer som lagstiftaren ställt upp, enligt vilka det generellt görs en skiljelinje mellan information som är tillgänglig för envar och information som spridits inom en begränsad slutet krets, ger dock vägledning i osäkra fall.

### 6.1.3 Omständighet

Genom kravet på att det skall röra sig om information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet *av specifik natur*, för att det skall vara fråga om insiderinformation, uppkommer, vilket påtalats ovan, gränsdragningsproblem beträffande frågan om när en omständighet skall anses vara tillräckligt specifik för att utgöra insiderinformation.

Enligt artikel 1.1 i genomförandedirektivet, vilken hänvisas till i motiven till MmL<sup>179</sup> anges att det för att vara fråga om insiderinformation enligt artikel 1.1 MmD skall röra sig om en omständighet som föreligger eller rimligtvis kan komma att föreligga, eller en händelse som har inträffat eller rimligtvis kan förväntas inträffa, och informationen är tillräckligt specifik för att göra

---

<sup>177</sup>Noteringsavtal 1 jan. 2006, bilaga 1 p. 4. hämtat från: [www.omxgroup.com/stockholmsborsen/se/index.aspx?lank=84](http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/se/index.aspx?lank=84). För ett stöd för resonemanget om att högre krav bör ställas vid strafflagstiftning än annars, se under kapitel 4.5.3.

<sup>178</sup> Se närmare under kapitel 4.2.

<sup>179</sup> Prop. 2004/05:142, s. 56.

det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsernas potentiella effekt på priserna på finansiella instrument.

Av artikeln ovan torde kunna utläsas två skilda krav, varav det ena berör frågan om hur säker en omständighet skall vara vad gäller dess eventuella framtida förekomst, medan det andra berör frågan om hur precis och konkret viss information skall vara för att vissa slutsatser skall kunna dras på basis av denna.

### **6.1.3.1 Omständighet som rimligtvis kan komma att föreligga**

Beträffande det första kravet torde den definitiva gränsen för vad som skall vara att anse som tillräckligt specifika omständigheter gå vid vad som endast utgör rena rykten. Beträffande frågan om vad som endast skall anses utgöra rena rykten och vad som skall anses utgöra tillräckligt konkret information talar mycket för att rykten som kommer från informationskanaler som vanligen har tillgång till insiderinformation inte skall anses utgöra endast rena rykten.<sup>180</sup> Sådana skall alltså anses vara tillräckligt sannolika beträffande sin eventuella framtida förekomst för att utgöra omständigheter i här angiven bemärkelse.

Enligt Bengtsson bör dock försiktighet iaktas inte bara då det rör sig om rykten som kommer från informationskanaler som vanligen har tillgång till insiderinformation, utan även då det rör sig om rykten som sprids via chat-sidor eller liknande på Internet och som endast når en begränsad krets av personer.<sup>181</sup> Av motsatt ståndpunkt tycks Sandeberg vara.<sup>182</sup> Frågan jag ställer mig är varför information som förekommer på dessa ställen skulle vara av mer specifik natur än information som förmedlas via andra forum? Även om sådan information enligt resonemanget ovan inte torde vara att klassificera som allmänt känd<sup>183</sup> så torde någon skillnad inte föreligga mellan rykten som förekommer på dessa sidor och rykten som sprids genom en vanlig konversation mellan ett begränsat antal individer. Det faktum att det vid chater ofta inte går att med säkerhet fastställa övriga personers identitet kan visserligen medföra svårigheter att avgöra ett visst ryktes dignitet, vilket i sin tur kan göra det svårt att avgöra huruvida ryktet endast sprids i vilseledande syfte. Inga av dessa omständigheter talar dock för att information som sprids genom detta forum skulle vara av mer kvalificerad art än information som förekommer annorstädes.

---

<sup>180</sup> Se prop. 1990/91:42, s. 87.

<sup>181</sup> Bengtsson, Insiderhandboken, 2001, s. 14.

<sup>182</sup> Sandeberg, Marknadsmissbruk – insiderbrott och kursmanipulation, 2002, s. 84.

<sup>183</sup> Se under kapitel 6.1.2.3.

### 6.1.3.2 Information som gör det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas effekt

Beträffande det andra kravet kan ur artikel 1.1 genomförandedirektivet utläsas att informationen skall vara tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsernas potentiella effekt på priserna på finansiella instrument. Frågan om hur pass specifik viss information måste vara för att det skall anses möjligt att dra slutsatser om dess potentiella effekt på finansiella instrument besvaras emellertid inte. Domstolens bedömning i Pinkerton/Securitas-målet<sup>184</sup> talar dock för att informationen härigenom skall vara otvetydig och klar – och det oberoende av om den kommer från informationskanaler som vanligen har tillgång till insiderinformation eller inte.

### 6.1.4 Ägnad

I motiven till IL klargörs, med hänvisning till motiven till LVH, för den närmare innebörden av kravet på att en omständighet skall vara *ägnad* att väsentligt påverka priset på finansiella instrument för att utgöra insiderinformation. Enligt dessa uttalanden skall det, för att vara fråga om insiderinformation, röra sig om en omständighet som *erfarenhetsmässigt* påverkar kursen då den offentliggörs. Det är således inte den faktiska kurspåverkan till följd av ett offentliggörande som är av betydelse i sammanhanget. I enlighet härmed uttalas vidare att kunskap om en omständighet vilken normalt inte framkallar någon kursförändring inte kan anses utgöra insiderinformation även om kunskapen sedan framkallar en oväntad kursförändring. I de fall någon kurspåverkan inte förekommer kan det dock förutsättas att brottet i allmänhet inte beivras, trots att insiderinformation använts.<sup>185</sup> Vidare kan nämnas ett annat uttalande enligt vilket svårigheten att avgöra om det var just den aktuella omständigheten som påverkade kursen framhålls.<sup>186</sup>

Av motivuttalandena ovan framgår klart att det inte är tillräckligt med ett konstaterande av en faktisk kurspåverkan för att insiderinformation skall anses föreligga. Informationen måste även ha varit av sådan karaktär att den *generellt sett* medför en kurspåverkan. Frågan är dock om det även skall anses som ett indirekt krav att en faktisk kurspåverkan inträffat. I uttalandet ovan sägs endast att det får förutsättas att brott i de fall då kurspåverkan uteblir i allmänhet inte beivras. Som påpekas i förarbetena finns det dock situationer då det är mycket svårt att bedöma om en faktisk kurspåverkan inträffat till följd av att viss information offentliggjorts, nämligen i de fall då en kurspåverkan visserligen inträffar, men det inte är säkert att det var just den av åklagaren påstådda omständigheten som påverkade kursen. Det kanske är minst lika sannolikt att det var en annan omständighet som utlöste

---

<sup>184</sup> Se under kapitel 4.3.

<sup>185</sup> Prop. 1990/91:42, s. 51-53, där hänvisning görs till uttalanden i prop. 1984/85:157, s 89. Se även under kapitel 4.4.

<sup>186</sup> Se prop. 1990/91:42, s. 82.

den ifrågavarande kurspåverkan. Att på detta vis försöka separera en specifik omständighet från andra omständigheter och försöka klarlägga just den specifika omständighetens faktiska effekter och inga andra torde i realiteten vara mycket svårt. I de fall då åtal väcks och det inte går att fastställa om det verkligen var just den av åklagaren påstådda omständigheten som påverkade kursen, skall i dessa fall ändå insiderinformation anses vara för handen? Något svar på den frågan fanns, innan tillkomsten av MmD inte att tillgå. Konstateras kunde endast att det av domstolarnas bedömningar i de tings- och Hovrättsdomar som ovan redogjorts för<sup>187</sup> kunde skönjas viss obenägenhet att döma till ansvar i de fall då en kurspåverkan faktiskt inte inträffat samt i fall då det inte funnits styrkt att det varit den aktuella informationen som påverkat kursen. Målen är visserligen inte av prejudicerande karaktär, men kan ändå enligt min uppfattning tjäna som vägledning beträffande gällande rätt.

I Föreningsbanksmålet tog domstolen visserligen i sin bedömning av om den av åklagaren påstådda informationen var att klassificera såsom insiderinformation, hänsyn till statistik över hur börserna normalt utvecklas efter köp av den omfattning det nu var fråga. Däremot nöjde sig inte domstolen härvidlag, utan undersökte även den faktiska kursutvecklingen på Föreningsbankens aktier dagen för offentliggörande av Sparbankens affärer. Därefter konstaterades att kursutvecklingen den aktuella dagen varit alltför liten för att berättiga slutsatsen att de tidigare inte kända omständigheterna var ägnade att medföra en väsentlig förändring av kursen. Domstolen tycks härmed åtminstone till viss del ha tagit fasta på den i efterhand faktiska kursutvecklingen. Då någon väsentlig kurspåverkan inte kunde konstateras ansågs den ifrågavarande informationen inte utgöra väsentligt kurspåverkande information.

I Buremålet spekulerade tingsrätten kring orsaken till den faktiska kursnedgången, och kom sedan fram till att det var minst lika sannolikt att det var en annan omständighet än den av åklagaren påstådda omständigheten som faktiskt påverkade kursen.<sup>188</sup>

Vidare tycks i Atlemålet den faktiska kurspåverkan ha varit helt avgörande för om insiderinformation skulle anses föreligga. I sin bedömning av om den information styrelseordföranden i Atle erhållit angående Proventus AB:s planerade uppköp var att anse som insiderinformation, tog tingsrätten huvudsakligen fasta på den omständighet att kursen *faktiskt* hade stigit väsentligt från den tidpunkt Atle började köpa aktier i de tre riskkapitalbolagen till den tidpunkt då Proventus AB:s uppköpserbjudande offentliggjordes. Med anledning härav ansågs den information som Atles styrelseordförande fått tillgång till utgöra insiderinformation.

En likartad bedömning tycks ha skett i Export AB Norden-målet, där tingsrättens motivering för att viss information skulle anses utgöra insiderinformation var att det i efterhand kunde konstateras att den faktiska

---

<sup>187</sup> Se under kapitel 4.4.

<sup>188</sup> Se under kapitel 4.5.2.

kursutvecklingen på Export AB Norden-aktien avvek från Stockholmsbörsens generalindex.

Genom de uttalanden som görs i stycke två i ingressen till första genomförandedirektivet finns numera utrymme för en verifiering i efterhand av om viss information faktiskt var av kurspåverkande natur eller inte. Som tidigare redogjorts för stadgas här att "information som blivit tillgänglig först efter beslutet kan utnyttjas för att kontrollera antagandet om att den information som var tillgänglig vid beslutet var priskänslig, men bör inte utnyttjas för att vidta åtgärder gentemot någon som har dragit rimliga slutsatser av den information som var tillgänglig för personen ifråga vid beslutet." Denna omständighet talar starkt för att det utöver kravet på att informationen erfarenhetsmässigt skall vara av väsentligt kurspåverkande karaktär, enligt MmL även får anses uppställas ett krav på att en faktisk kurspåverkan skall ha inträffat för att insiderinformation skall anses föreligga.

Slutligen skall framhållas vad som anmärks av Samuelsson med flera<sup>189</sup> om att det krav som otvivelaktigt uppställs på att det delvis skall vara fråga om en bedömning på förhand, tycks svårt att vidmakthålla. Detta kan konstateras genom att domstolarna i flera av de mål som ovan redogjort för, låtit den i efterhand konstaterade kurspåverkan få ett mycket stort utrymme vid bedömningen av om insiderinformation skall anses vara för handen eller inte.

## 6.1.5 Väsentlighetskravet

Av förarbetsuttalandena ovan framgår att innebörden av väsentlighetskravet inte är möjlig att uttrycka i någon fast procentsats. Vid bedömningen av om det är uppfyllt eller inte i ett enskilt fall skall istället hänsyn tas till flera olika parametrar. Detta med anledning av att omständigheterna kring ett finansiellt instrument kan variera från fall till fall, varför frågan om vad som skall utgöra en väsentligt kursförändring för just det specifika instrumentet är svår att fastställa med hjälp av någon enhetlig bedömningsnorm. Bedömningen bör enligt dessa uttalanden ske bland annat utifrån dels omständigheter såsom de allmänna tendenserna på marknaden och dels de speciella egenskaperna hos det aktuella instrumentet, och då främst om dess värde är högt eller lågt eller normalt föremål för stora fluktuationer. Dessa parametrar utgör dock endast exempel, och är således inte på något sätt av uttömmande karaktär.<sup>190</sup>

Hänsyn skall alltså tas till bland annat om ett finansiellt instrument är föremål för stora fluktuationer. Härmed menas att en jämförelse skall ske mellan den normala volatiliteten för det instrument det är frågan om och den

---

<sup>189</sup> Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom, Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar, 2005, s. 199-200.

<sup>190</sup> Prop. 2004/05:142, s. 56. Se även prop. 1990/91: 42, s. 82-83, prop. 1995/96:215, s. 35 och prop. 1999/2000:109, s. 53.

kursrörelse ett offentliggörande av viss information kan förväntas ge upphov till.<sup>191</sup> Den närmare innebörden av övriga parametrar klargörs dock inte för i motivuttalandena.

### **6.1.5.1 Högt eller lågt värde på ett finansiellt instrument**

Vad för slutsatser som kan dras av att en akties värde är särskilt högt eller lågt torde numera Buremålet kunna ge vissa indikationer om.

#### **6.1.5.1.1 Domstolens bedömning i Buremålet**

Enligt vad som framgår ovan<sup>192</sup> motiverades den omständighet att Sandbergs kunskap om Bures nedskrivningsbehov beträffande onoterade aktieinnehav inte ansågs utgöra insiderinformation, av att det inte var osannolikt att *marknaden redan tagit höjd härför*. Priset på Bureaktien förväntades härigenom inte ytterligare kunde påverkas av den ifrågavarande informationen.

Konstateras kan, att kunskap om ett nedskrivningsbehov på onoterade innehav i allmänhet torde vara att anse som insiderinformation. Detta med anledning dels av domstolens uttalande om att sådan kunskap skulle kunna utgöra insiderinformation, och dels på grund av vad som stadgas i de tidigare hjälpreglerna enligt IL, även om dessa numera endast skall tjäna som vägledning vid en bedömning av detta slag. Enligt dessa skall sådan information som det normalt lämnas upplysning om i årsredovisningar, delårsrapporter, årsbokslut eller pressmeddelanden utgöra insiderinformation.<sup>193</sup>

Avgörande för domstolens klassificering av den ifrågavarande informationen tycks därför ha varit den omständighet att det inte kunde uteslutas att marknaden, innan offentliggörandet av nedskrivningsbehovet skedde, haft på känn att sådan information skulle kunna komma att offentliggöras. Att marknaden sannolikt haft sådana aningar kunde konstateras genom att kursen på Bureaktien vid tidpunkten för Sandbergs försäljningar var mycket låg. Med beaktande av denna parameter tycks domstolen således ha gjort bedömningen att den ifrågavarande informationen inte kunde klassificeras som väsentligt kurspåverkande.

De slutsatser som bland annat skulle kunna dras i de fall kursen på finansiella instrument är särskilt hög eller särskilt låg innan ett offentliggörande av viss information, är således att den ifrågavarande informationen troligtvis inte är att klassificera såsom genuint ny då den offentliggörs. Mycket talar med andra ord för att sådan information är så pass förutsägbar att den inte kan förväntas väsentligt påverka kursen. Något som ytterligare talar för en sådan tolkning är ett uttalande i motiven till IL

---

<sup>191</sup> Prop. 1995/96:215, s. 36.

<sup>192</sup> Se under kapitel 4.5.2.

<sup>193</sup> Se under kapitel 4.5.4.2.

beträffande de tidigare hjälpreglerna i lagen. Häri sägs att i de fall en allmän bevakning av en fråga i massmedia förekommer innan ett kurspåverkande beslut fattas medför detta sannolikt att informationen inte längre skall anses kurspåverkande.<sup>194</sup>

Det kan i detta sammanhang nämnas att Bankinspektionen<sup>195</sup> i sitt remissvar i motiven till IL pekade på att den vid flera tillfällen iakttagit att kursutvecklingen strax före ett offentliggörande av viss omständighet påverkats väsentligt, och att någon kursförändring sedan inte inträffat efter offentliggörandet av den ifrågavarande informationen. Den troliga orsaken härför antogs vara att flera investerare känt till omständigheten innan offentliggörandet. Dessa hade sedan handlat aktier i sådan omfattning att kursen redan nått den nivå den annars skulle ha fått efter offentliggörandet. Enligt lagstiftaren skall information om omständigheterna anses vara väsentligt kurspåverkande även i dessa fall.<sup>196</sup> Omständigheterna i Atlemålet<sup>197</sup> tycks ha varit av detta slag. Det torde dock vara svårt att i det enskilda fallet bedöma om orsaken till kurspåverkan strax före ett offentliggörande berodde på att några få hade tillgång till insiderinformation eller om dessa personer endast ”tog höjd” inför väntade prognoser.

### 6.1.5.2 Allmänna tendenser på marknaden

Ovan har redogjorts för att studier visar att aktier som börjat stiga tenderar att fortsätta gå upp.<sup>198</sup> Vidare gäller det omvända förhållandet genom att aktier som börjat falla i pris har benägenheten att fortsätta falla på kort sikt. En sannolik förklaring till dessa resultat är att aktiemarknaden ofta överreagerar - både åt det ena och det andra hållet. Aktiekurserna drar i sådana situationer iväg mer än vad som kan motiveras utifrån fundamentala grunder.<sup>199</sup>

I dessa fall torde aktievärdet på ett enskilt finansiellt instrument vara ovanligt högt eller lågt, men denna omständighet är då orsakad av andra faktorer än faktorer hänförliga till de speciella egenskaperna hos det aktuella instrumentet. De omständigheter som i dessa fall får anses ha orsakat en kursuppgång eller kursnedgång är istället att hänföra till en viss trend på marknaden vilken inte kan motiveras utifrån fundamentala grunder. Vad som ytterligare tycks förstärka denna trend är förekomsten av det så kallade flockbeteendet enligt vilket människan har svårt att skilja ut sig. Till skillnad från bedömningen ovan, där det av en kursnedgång drogs slutsatsen att marknaden troligen redan tagit höjd för negativa omständigheter hos ett

---

<sup>194</sup> Se prop. 1990/91:42, s. 87 samt under kapitel 4.5.4.4.

<sup>195</sup> Bankinspektionen ersattes år 1991 av nuvarande Finansinspektionen. Se [www.fi.se/Templates/Page\\_\\_\\_2314.aspx](http://www.fi.se/Templates/Page___2314.aspx).

<sup>196</sup> Prop. 1990/91:42, s. 83.

<sup>197</sup> Se under kapitel 4.4.

<sup>198</sup> Se under kapitel 3.1.2.

<sup>199</sup> Bäckström, Hushållen, aktiemarknaden och det finansiella systemet, se [www.riksbank.se/templates/speech.aspx?id=6133](http://www.riksbank.se/templates/speech.aspx?id=6133).



enskilt företag, så blir bedömningen i dessa fall den motsatta. Detta genom att mycket talar för att förekomsten av en neråtgående trend hos en viss aktie gör det sannolikt att ett offentliggörande av negativ information leder till ytterligare kursnedgångar. Möjligen skulle en sådan tendens på marknaden beträffande ett visst finansiellt instrument kunna utgöra en allmän tendens på marknaden. Vad som talar för att så är fallet är att utrymmet för att vid bedömningen av om väsentlighetsrekvisitet är uppfyllt eller inte väga in olika omständigheter tycks stort. De parametrar som räknas upp är ju inte av uttömmande karaktär.

Sammanfattningsvis framgår av förarbetsuttalanden och praxis att bedömningen av om väsentlighetskravet skall anses uppfyllt eller inte får avgöras genom att först bedöma om viss information är av sådan karaktär att den generellt sett leder till en väsentlig kurspåverkan då den offentliggörs. Viss ledning kan då hämtas från de gamla hjälpreglerna enligt IL. Vidare skall hänsyn tas till det finansiella instrumentets speciella egenskaper. Tenderar instrumentet exempelvis att fluktuera väldigt lite torde en mindre kurspåverkan vara att anse som väsentlig medan förhållandet torde vara det omvända för det fall det finansiella instrumentet tenderar att fluktuera mycket. Även om en bedömning av detta slag leder till att den ifrågasvarande informationen skall anses väsentligt kurspåverkande är det ändå inte säkert att den i slutändan är att klassificera som insiderinformation. Mycket talar för att bedömningen sedan även skall grunda sig på olika omständigheter vilka kan indikera att en väsentlig kurspåverkan ändå inte kan förväntas ske. Ett exempel utgörs härvid av Buremålet, där det ansågs sannolikt att marknaden redan tagit höjd för den kurskänsliga informationen.

Möjligen kan även vissa omständigheter medföra att information som i sig inte är att anse som väsentligt kurspåverkande, med beaktande av dessa faktorer ändå kan förväntas bli väsentligt kurspåverkande. Jag syftar härmed på faktorer såsom allmänna tendenser på marknaden.

Slutligen kan sägas att då det är omöjligt att redogöra för samtliga parametrar vilka kan tänkas vägas in i en bedömning enligt ovan får en bedömning av om väsentlighetskravet är uppfyllt eller inte avgöras med hänsyn till omständigheterna i varje enskilt fall.

## 6.2 Är innebörden av begreppet insiderinformation enligt MmL förenlig med innebörden av samma begrepp enligt MmD?

### 6.2.1 Omständigheter av specifik natur

I art. 1.1 första genomförandedirektivet görs ett förtydligande beträffande innebörden av att viss information för att betraktas som insiderinformation enligt art. 1 MmD skall utgöra information om en omständighet av specifik natur. Enligt art. 1.1 första genomförandedirektivet kan, enligt vad som redogjorts för ovan<sup>200</sup>, utläsas två skilda krav, varav det ena berör frågan om hur säker en omständighet skall vara vad gäller dess eventuella framtida förekomst, medan det andra berör frågan om hur precis och konkret viss information skall vara för att vissa slutsatser skall kunna dras på basis av denna.

Som bekant gjorde regeringen vid tillkomsten av MmL bedömningen att rekvisitet omständighet i definitionen av insiderinformation enligt 1 § 1 p. MmL redan i sig omfattar ett krav på specifik natur, varför någon lagändring till följd av de förtydliganden som görs i art. 1.1 första genomförandedirektivet inte ansågs erforderliga. Även om några utförliga klargöranden om den närmare innebörden av rekvisitet omständighet inte gjorts i tidigare lagförarbeten i samband med behandlingen av detta rekvisit, får dock ändå ett sådant krav vad gäller frågan om hur pass säker en omständighet skall vara beträffande dess eventuella framtida förekomst anses vara uppställt genom vad som uttalas i förarbetena till IL. Som ovan redogjorts för<sup>201</sup> påtalas här att rena rykten inte kan anses utgöra omständigheter.<sup>202</sup> Beträffande frågan om vad som endast skall anses utgöra rena rykten och vad som skall anses utgöra tillräckligt konkret information talar mycket härigenom för att rykten som kommer från informationskanaler som vanligen har tillgång till insiderinformation inte skall anses utgöra endast rena rykten. Sådana skall alltså anses vara tillräckligt sannolika beträffande sin eventuella framtida förekomst för att utgöra omständigheter i här angiven bemärkelse.

Vad däremot gäller kravet som uppställs enligt första genomförandedirektivet art. 1.1 på att det skall röra sig om information om en omständighet som är tillräckligt konkret till sin natur för vissa slutsatser skall kunna dras på basis av denna, finns däremot inga riktlinjer att finna ur tidigare förarbeten. Med anledning härav är det inte en självklarhet att innebörden av rekvisitet enligt MmL till fullo täcker innebörden enligt

---

<sup>200</sup> Se under kapitel 4.1.3.

<sup>201</sup> Se under kapitel 4.3.

<sup>202</sup> Se prop. 1990/91:42, s. 87.

MmD. Ordalydelsen av begreppet omständighet torde emellertid i sig indikera att det skall röra sig om konkret information. För en tolkning i sådan riktning talar även domstolens behandling av Pinkerton/Securitamålet.<sup>203</sup> I målet tycks tingsrätten ha gjort bedömningen att viss information inte var att anse som tillräckligt tydlig och konkret för att utgöra insiderinformation.

## 6.2.2 Generellt om väsentlighetskravet

Av första stycket i ingressen till första genomförandedirektivet framgår att viss information enligt art. 1.1 MmD skall anses kunna ha en väsentlig inverkan på priset på finansiella instrument eller relaterade derivatinstrument i de fall då en förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja informationen som en del av grunden för sitt investeringsbeslut. Vidare anges här även att det vid en bedömning av detta slag måste beaktas informationens förväntade effekter mot bakgrund av den berörda emittentens totala verksamhet, informationskällans tillförlitlighet och alla andra marknadsvariabler som kan förväntas påverka de finansiella instrument eller de relaterade derivatinstrumenten under de givna omständigheterna.

Av stadgandet ovan framgår inte bara den omständighet att bedömningen skall grunda sig på en stor mängd parametrar vilka kan tänkas ha en inverkan på priset. Det framgår även att bedömningen skall ske på grundval av spekulationer kring hur kursen – genom beaktandet av dessa olika parametrar – faktiskt kommer att påverkas i det enskilda fallet. En skillnad torde härigenom föreligga jämfört med uttalanden ur svenska lagmotiv, där det redogörs för att bedömningen inte skall ske genom spekulationer om hur kursen *faktiskt kommer att påverkas* av viss information, utan i stället på grundval av hur den *generellt sett påverkas* av information av det aktuella slaget. Kriteriet att information skall vara *ägnad* att väsentligt påverka priset på finansiella instrument innebär således enligt motiven till IL att det, för att vara fråga om insiderinformation skall röra sig om en omständighet som *erfarenhetsmässigt* påverkar kursen då den offentliggörs. Avsikten med kriteriet är således inte, vilket påpekas av Afrell med flera, att en person innan denne företar en transaktion skall försöka förutsäga om en händelse kommer att påverka priset eller inte. Den aktuella händelsen skall istället bedömas med utgångspunkt i om den är ägnad, det vill säga typiskt sett påverkar kursen.<sup>204</sup>

Genom det förtydligande som nu görs i första genomförandedirektivet borde enligt min uppfattning även ett förtydligande härom ha gjorts för svenskt vidkommande. Ett alternativ kunde varit att ändra ordet "ägnad" till direktivets uttryck "skulle kunna", medan ett mindre omfattande alternativ hade varit att göra ett förtydligande härom i lagförarbetena. Det skulle dock

---

<sup>203</sup> Se under kapitel 4.3.

<sup>204</sup> Afrell, Klahr och Samuelsson, Lärobok i kapitalmarknadsrätt, 1998, s. 286-287.

kunna hävdas att ett indirekt klargörande görs härom i motiven till MmL, därigenom att det framhålls att hänsyn skall tas till en mängd olika parametrar, det vill säga omständigheter vilka föreligger i det enskilda fallet. Genom kravet på en sådan bedömning torde det således ändå i realiteten bli frågan om spekulationer beträffande potentialen hos viss information i ett enskilt fall.

Vidare ges enligt uttalandena i stycke två i ingressen till första genomförandedirektivet en möjlighet att beakta den i efterhand konstaterade kursutvecklingen som ett verktyg för att verifiera eller utesluta att viss information på förhand skulle ha varit att anse som väsentligt kurspåverkande. En sådan bedömning har, vilket flertalet rättsfall ovan utvisar, faktiskt skett av domstolarna i deras praktiska tillämpning, även om mycket talar för att denna parameter ofta fått alltför stort betydelse för utgången i enskilda mål. Utrymme för att beakta den faktiska kurspåverkan torde indirekt ges enligt svensk lagstiftning genom att det uppställs ett krav på att en faktisk kurspåverkan skall ha inträffat för att brott i allmänhet skall beivras.<sup>205</sup>

### **6.2.3 Väsentlighetskravet beträffande råvaruderivat**

Som ovan redogjorts för finns, utöver den generella definitionen av begreppet insiderinformation enligt art. 1.1 MmD, numera även två särskilda definitioner av begreppet insiderinformation beträffande dels råvaruderivat i art. 1.2 och dels personer som utför orders, enligt art. 1.3 i direktivet.

Definitionen av insiderinformation beträffande personer som utför orders tycks helt överensstämmande med definitionen av insiderinformation enligt art. 1.1 MmD. I definitionen av insiderinformation beträffande råvaruderivat däremot återfinns som bekant inte något krav på att den icke offentliggjorda informationen skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset, det vill säga det saknas, till skillnad från de övriga definitionerna av insiderinformation enligt stycke ett och tre, ett väsentlighetskrav enligt denna definition. Ovan redogjordes för regeringens bedömning om att detta krav får anses "följa med" från definitionen i stycke ett av begreppet insiderinformation, varför det inte ansågs erforderligt med några ändringar för svenskt vidkommande med anledning härav.

Vad som talar emot en bedömning enligt ovan är framför allt att det i definitionen av insiderinformation beträffande personer som utför orders enligt artikelns tredje stycke intagits ett sådant väsentlighetskrav. För det fall detta krav skulle ha följt med redan från artikelns första stycke skulle detta krav inte ha behövt upprepas i detta tredje stycke. Jag menar därför att uteslutandet av ett väsentlighetskrav i definitionen av insiderinformation

---

<sup>205</sup> Se under kapitel 4.4.

beträffande råvaruderivat skett avsiktligt och med syfte att markera en skillnad jämfört med den mer generella definitionen av insiderinformation enligt artikelns första stycke.

Ett möjligt syfte med att inte uppställa något väsentlighetskrav beträffande information som rör råvaruderivat kan vara att hänföra till derivatets specifika natur, nämligen att dessa instrument tenderar att fluktureras kraftigt i jämförelse med övriga finansiella instrument. Anledningen härtill är, enligt vad som redogjorts för ovan, att derivatet utgör ett avtal om en framtida förpliktelse. Således ger dessa instrument en möjlighet till högre avkastning på insatt kapital än om den egentliga tillgången först hade behövt införskaffas. Vetskap om endast en minimal framtida utveckling på en underliggande tillgång torde härigenom inte sällan för dessa instrument innebära en väsentlig kurspåverkan. Då nästa all sorts icke offentliggjord information härigenom kan anses vara av väsentligt kurspåverkande karaktär beträffande derivat skulle uppställandet av ett sådant krav kunna vara att anse som missvisande. Enligt ett resonemang i sådan riktning förefaller det också svårt att använda samma uppsättning parametrar som används för övriga instrument vid bedömning av om viss information skall vara att klassificera som insiderinformation.

För det fall syftet med en särskild definition av insiderinformation beträffande råvaruderivat skulle vara det ovan nämnda, uppkommer frågan om varför inte även övriga derivatinstrument som inte utgör råvaruderivat omfattas av den särskilda definitionen av insiderinformation enligt art. 1.2 MmD. En möjlig förklaring härtill skulle kunna vara att råvaruderivat till skillnad från övriga derivat kan anses vara så pass lätta att kategorisera att frågan om vad som vanligtvis utgör priskänslig information beträffande dessa instrument är möjligt att urskilja, medan det för övriga derivat inte är möjligt att göra en sådan generalisering.

Slutligen kan också påpekas att, om syftet bakom definitionen av insiderinformation beträffande råvaruderivat är att hänföra till det ovan sagda torde det dock inte innebära att svensk lagstiftning är oförenlig med MmD. I förarbetena klargörs ju just för att stora skillnader föreligger olika finansiella instrument emellan, varför en bedömning av om väsentlighetskravet skall anses uppfyllt i varje enskilt fall alltid måste grunda sig på omständigheter som har att göra med egenskaperna hos det finansiella instrumentet.<sup>206</sup> En egenskap som här nämns är den normala fluktuationen för det specifika instrumentet.<sup>207</sup> Möjligen skulle dock här, liksom beträffande kravet på specifik omständighet, kunna hävdas att en lagändring skulle vara till hjälp för att tydligare framhäva dessa förhållanden.

---

<sup>206</sup> Se under kapitel 4.5.1.

<sup>207</sup> Prop. 2004/05:142, s. 56. Se även prop. 1990/91: 42, s. 82-83, prop. 1995/96:215, s. 35 och prop. 1999/2000:109, s. 53.

## 7 Sammanfattande slutord

Av redogörelsen ovan framkommer att det inte är möjligt att sätta varken några exakta eller generella gränser för den närmare innebörden av begreppet insiderinformation. Klassificeringen av viss information får följaktligen ske med hänsyn till de specifika omständigheterna i varje enskilt fall.

Innebörden av begreppet förändras till viss del beroende på i vilken brottsparagraf det återfinns. Insiderinformation enligt handels- och rådgivningsförbudet enligt 2 § MmL är således inte fullt ut att likställa med insiderinformation enligt röjandeförbudet enligt 7 § lagen. Detta med anledning av att handels- och rådgivningsförbudet med undantaget för situationen då någon har insiderinformation bestående i egen brottslig verksamhet, endast blir tillämpligt på den som *får* insiderinformation, medan röjandeförbudet blir tillämpligt på den som *har* insiderinformation, och detta oavsett hur personen fått tillgång till insiderinformationen ifråga.

Vidare kan framhållas att innebörden av ett par rekvisit i definitionen av insiderinformation enligt 1 § 1 p. MmL är av så pass vag och oklar natur att det får anses tämligen omöjligt att med säkerhet klargöra för var gränsen skall gå i varje enskilt fall mellan information som är att klassificera såsom insiderinformation och information som faller utanför denna definition. Beträffande väsentlighetskravet har visserligen genom tillkomsten av MmD större klarhet vunnits vad gäller frågan om den faktiska kurspåverkans betydelse vid bedömningen av om detta rekvisit skall anses uppfyllt eller inte. Klart är numera att den i efterhand konstaterade kurspåverkan kan användas som ett verktyg för att verifiera att bedömningen på förhand var korrekt beträffande viss informations kurspåverkande betydelse. Samtidigt kvarstår de svårigheter som är förknippade med att det inte är möjligt att finna några allmängiltiga bedömningsnormer för detta krav. Frågan om kravet skall anses uppfyllt eller inte skall bland annat bedömas olika beroende på vilket finansiellt instrument det är frågan om. Hänsyn skall exempelvis tas till den normala fluktuationen hos det finansiella instrumentet det är frågan om samt frågan om aktievärdet är högt eller lågt. Hur en bedömning av en viss akties värde skall göras framgår dock inte, men Buremålet torde kunna ge viss vägledning härom. I målet gjorde domstolen som bekant bedömningen att viss information inte utgjorde insiderinformation av den anledning att det inte ansågs osannolikt att marknaden redan tagit höjd inför att sådan information eventuellt skulle komma att offentliggöras. Vidare skall även hänsyn tas till allmänna tendenser på marknaden. Vad som skall anses utgöra en sådan allmän tendens framgår inte. Något rättsfall där frågan varit föremål för bedömning föreligger inte heller. Möjligen kan tänkas att en sådan tendens kan utgöras av en konstaterad trend hos aktiemarknaden innebärande en överreaktion i kursutvecklingen åt ena eller andra hållet tillsammans med ett efterföljande

flockbeteende. Vilka övriga omständigheter som skall vägas in i denna bedömning får framtida prejudikat utvisa.

Vad gäller frågan om viss information om en omständighet är av tillräckligt specifik natur för att utgöra insiderinformation uppkommer samma problematik som vid bedömningen av om väsentlighetskravet är uppfyllt eller inte. Det är med andra ord ännu inte fastställt exakt var gränsen mellan tillräckligt specifik och alltför ospecificerad information skall dras i varje tänkbar situation som kan uppkomma. Klart är att den definitiva gränsen för vad som skall utgöra specifik information går vid vad som endast utgör rena rykten. Frågan om vad som är endast ett rykte är dock inte alltid så enkelt att klargöra. Mycket talar för att rykten som kommer från informationskanaler som vanligen har tillgång till insiderinformation får anses vara av tillräckligt specifik natur, men rättsläget är i detta avseende ännu inte klarlagt.

Det bör även i detta sammanhang framhållas svårigheten att avgöra om en omständighet blivit offentliggjord eller allmänt känd. Denna svårighet har ytterligare förstärkts i och med det ökade utnyttjandet av Internet. Av uttalanden ur förarbetena till MmL framgår dock att information som förekommer på en välkänd och välbesökt aktie chat-sida bör vara att anse som allmänt känd. Mycket talar härmed för att information som förekommer på mindre välbesökta och välkända aktiechatsidor samt chatsidor vilka inte utgör aktiechatsidor inte skall anses som allmänt känd. I dessa situationer uppkommer, precis som vid bedömningen av om väsentlighetsrekvisitet och kravet på att det skall röra sig om information av specifik natur, svåra gränsdragningsproblem.

Beträffande förenligheten av insiderinformation enligt MmL med innebörden av samma begrepp enligt MmD, kan sägas att lagstiftaren valt att så långt möjligt uppnå överensstämmelse genom förtydliganden i förarbetena istället för direkta lagändringar. Det kan dock i vissa fall ifrågasättas om dessa åtgärder verkligen är att anses som tillräckliga. Vad gäller kravet på en omständighets specifika natur uppställer direktivet bland annat ett krav på att en omständighet skall vara så pass specifik att det är möjligt att dra slutsatser dess effekt på priset på finansiella instrument. Ett sådant krav borde förtydligas på ett bättre sätt än vad som hittills gjorts i svenska lagförarbeten. Vad gäller väsentlighetskravet framgår vidare av genomförandebestämmelserna till MmD att frågan om detta är uppfyllt eller inte i en enskild situation skall bedömas på grundval av om en förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja informationen som en del av grunden för sitt investeringsbeslut eller inte. Härigenom talar mycket för att bedömningen skall ske med utgångspunkt i spekulationer om hur viss information kommer att påverka kursen i ett enskilt fall, och inte såsom anförts i äldre motiv, nämligen hur kursen erfarenhetsmässigt påverkas av viss information. Även med anledning härav borde ett förtydligande i motiven ske. Möjligen kan hävdas att ett sådant förtydligande indirekt får anses ha skett genom angivandet av att bedömningen skall grunda sig på de specifika omständigheterna i ett enskilt fall.

Sammanfattningsvis kan sägas att det, som framgår av redogörelsen ovan föreligger vissa oklarheter beträffande den närmare innebörden av enskilda rekvisit i definitionen av begreppet insiderinformation, samtidigt som prejudikaten på området med ett enda undantag uteblivit. Av de underrättsdomar som finns på området utgör Buremålet det senaste avgörandet i skrivande stund. Då målet ännu inte är slutligt avgjort finns dock ännu hopp om ytterligare ett prejudicerande avgörande beträffande tolkningen av begreppet insiderinformation.



# Käll- och litteraturförteckning

## Offentligt tryck

SOU 2004:69	Marknadsmisbruk
Prop. 2004/05:142	Marknadsmisbruk
Prop. 2002/03:150	En ny lag om investeringsfonder
Prop. 1999/2000:109	Ny insiderlagstiftning m.m.
Prop. 1995/96:215	Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor
Prop. 1990/91:142	Om handel och tjänster på värdepappersmarknaden, m.m.
Prop. 1990/91:42	Om insiderhandel
Prop. 1984/85:157	Med förslag till lag om värdepappersmarknaden

## EG-rättsakter

Rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter om insiderhandel [cit. Insiderdirektivet]

Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan [cit. MmD]

Kommissionens direktiv 2003/124/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller definition och offentliggörande av insiderinformation och definition av otillbörlig marknadspåverkan [första genomförandedirektivet]

Kommissionens direktiv 2004/72/EG av den 29 april 2004 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller godtagen marknadspraxis, definition av insiderinformation rörande råvaruderivat, upprättande av förteckningar över personer som har tillgång till insiderinformation, anmälan av transaktioner som utförs av personer i ledande ställning och rapportering av misstänkta transaktioner [tredje genomförandedirektivet]

## Litteratur

Afrell Lars, Klahr Håkan, och Walldén Catarina, *Insiderlagen. En lagkommentar*, Allmänna Förlaget, Stockholm, 1991

Afrell Lars, Klahr Håkan och Samuelsson Per, *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, 2 uppl., Nordstedts Juridik AB, Stockholm, 1998

Aspling Lars, *Den svenska värdepappersmarknaden. En översikt. En riskanalys. Internationella krav*, Nordstedts Juridik AB, Stockholm, 1992

Beckman Mats, Jansson Gent, Wallin-Norman Karin och Wendleby Björn, *Lagarna på värdepappersområdet. En kommentar till insiderstrafflagen m.fl. lagar*, Nordstedts Juridik AB, Stockholm, 2002

Bengtsson Jan, *Insiderhandboken*, Ernst & Young, Stockholm, 2001

Isaksson Anders, *Insiderspekulation på Stockholms Fondbörs*, Juristförlaget JF AB, Stockholm, 1992.

Löfmarck Madeleine, *Insiderbrott och Svindleri. En studie av straffrättslig reglering till skydd för värdepappershandeln i USA och Sverige*, Stiftelsen Juristförlaget vid Stockholms universitet, Stockholm, 1988

Moberg Krister och Samuelsson Per, *Börsrätt*, Nordstedts Förlag AB, Stockholm, 1989

Nilsson Matts, *Insiderlagen*, Juristförlaget AB, Stockholm, 1994

Rodhe Knut, *Aktiebolagsrätt*, 19 uppl., Nordstedts Juridik AB, Stockholm, 2000

Rydén Bengt och Rydin Urban, *Regelverket på värdepappersmarknaden – kunskap för finansiell rådgivning*, Liber Ekonomi AB, Malmö, 2001.

Samuelsson Per, Afrell Lars, Cavallin Samuel och Sjöblom Nils, *Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar*, Nordstedts Juridik AB, Stockholm, 2005

Af Sandeberg Catarina, *Marknadsmissbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, Iustus Förlag AB, Uppsala, 2002

Vinell Lars och De Ridder Adri, *Aktiers avkastning och risk. Teori och praktik*, Nordstedts Juridik AB, Stockholm, 1995

## **Artiklar**

Munck Johan, Juridisk tidskrift, *Recension av boken: Lagarna på värdepappersområdet. En kommentar till insiderstrafflagen m.fl. lagar*, 2003-04, häfte 1, s.174-177

## Elektroniska källor

EkoLex – företagsekonomiskt lexikon:  
[www.svena.com/ekolex/](http://www.svena.com/ekolex/), senast besökt 060214

Finansinspektionen:  
[www.rahoitustarkastus.fi/Swe/Tillsynsobjekt/Insiderregler/Vem\\_ar\\_insider/Etusivu.htm](http://www.rahoitustarkastus.fi/Swe/Tillsynsobjekt/Insiderregler/Vem_ar_insider/Etusivu.htm), senast besökt 060214

[www.fi.se/Templates/Page\\_2314.aspx](http://www.fi.se/Templates/Page_2314.aspx), senast besökt 060226

Förenings Sparbanken:  
[www.fsb.se/sst/inf/out/infOutWww/0,,2964,00.html](http://www.fsb.se/sst/inf/out/infOutWww/0,,2964,00.html), senast besökt 060226

Nordea:  
[www.nordea.fi/sitemod/default/index.aspx?pid=731254](http://www.nordea.fi/sitemod/default/index.aspx?pid=731254), senast besökt 060225

Nutek – verket för näringslivsutveckling:  
[www.nutek.se/sb/d/328/a/2113](http://www.nutek.se/sb/d/328/a/2113), senast besökt 060214

Riksbanken:  
Urban Bäckström, Hushållen, aktiemarknaden och det finansiella systemet,  
[www.riksbank.se/templates/speech.aspx?id=6133](http://www.riksbank.se/templates/speech.aspx?id=6133), senast besökt 060214

Stockholmsbörsen:  
[www.omxgroup.com/stockholmsborsen/se/index.aspx?lank=84](http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/se/index.aspx?lank=84), senast besökt 060214  
[www.stockholmsborsen.se/akps/OM/Derivat/Varianter2.htm](http://www.stockholmsborsen.se/akps/OM/Derivat/Varianter2.htm), senast besökt 060225

Karnov, lagkommentarer:  
Håkan Klahr, [www.westlaw.se/pls/onl\\_se/!ilseintk.request?funktion=lg&produkt=&normid=&prodid=614](http://www.westlaw.se/pls/onl_se/!ilseintk.request?funktion=lg&produkt=&normid=&prodid=614), senast besökt 060214

# Rättsfallsförteckning

## Högsta domstolen

NJA 1994 s. 404 (1994-06-14)

## Hovrätterna

Svea hovrätt B 1461-01 (2002-06-20)

Svea hovrätt B 1895-00 (2001-12-07)

Svea hovrätt B 2917-95 (1996-12-18)

Svea hovrätt B 2118-94 (1995-06-02)

RH 1993:90 (1990-03-01)

Göta hovrätt B 320-90 (1991-05-03)

## Tingsrätterna

Göteborgs tingsrätt B 11337-03 (2005-07-08)

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

Stockholms tingsrätt B 2705-99 (1999-12-09)

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