



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Jessica Wangvik

Insiderinformation

*Ett vagt begrepp som medför att
insiderlagstiftningen blir svår att tillämpa?*

Examensarbete
30 poäng

Handledare
Lars Gorton

Ämnesområde
Kapitalmarknadsrätt/Straffrätt

HT 2008

Innehåll

| | |
|--|-----------|
| SUMMARY | 1 |
| SAMMANFATTNING | 3 |
| FÖRORD | 5 |
| FÖRKORTNINGAR | 6 |
| 1 INLEDNING | 7 |
| 1.1 Introduktion | 7 |
| 1.2 Syfte och avgränsningar | 8 |
| 1.3 Metod, material | 9 |
| 1.4 Disposition | 9 |
| 2 BAKGRUNDEN TILL INSIDERLAGSTIFTNINGEN | 10 |
| 2.1 Allmänna begrepp | 10 |
| 2.2 Historisk tillbakablick | 10 |
| 2.3 Insiderlagstiftningens utveckling inom EU | 11 |
| 2.3.1 Insiderdirektivet | 11 |
| 2.3.2 Marknadsmisbruksdirektivet | 12 |
| 2.3.3 Genomförandirektiven | 12 |
| 2.3.4 Direktivet om marknader för finansiella instrument | 14 |
| 2.4 Insiderlagstiftningens utveckling i Sverige | 14 |
| 2.4.1 Allmänt | 14 |
| 2.4.2 Lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav | 15 |
| 2.4.3 Lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden | 15 |
| 2.4.4 Insiderlagen (1990:1342) | 16 |
| 2.4.5 Insiderstrafflagen (2000:1086) | 17 |
| 2.4.6 Marknadsmisbrukslagen | 17 |
| 3 INSIDERLAGSTIFTNINGENS BERÄTTIGANDE | 19 |
| 3.1 Bakgrund | 19 |
| 3.2 Kriminaliseringens syfte | 20 |
| 3.2.1 Argument för straffrättsliga sanktioner | 20 |
| 3.2.2 Argument mot straffrättsliga sanktioner | 21 |
| 3.3 Alternativa sanktionssystem | 22 |

| | | |
|----------|---|-----------|
| 3.4 | Kriminalisering av insiderförhållanden i Norden | 24 |
| 4 | INSIDERINFORMATION | 27 |
| 4.1 | Allmänt | 27 |
| 4.2 | Revisiten | 27 |
| 4.2.1 | Information | 27 |
| 4.2.2 | Icke offentliggjord eller inte allmänt känd | 27 |
| 4.2.3 | Omständighet | 28 |
| 4.2.4 | Ägnad | 29 |
| 4.2.5 | Väsentlighetskravet | 30 |
| 4.2.6 | Finansiella instrument | 31 |
| 5 | INSIDERBROTTE | 32 |
| 5.1 | Allmänt | 32 |
| 5.2 | Handelsförbudet | 32 |
| 5.2.1 | Den som får insiderinformation | 32 |
| 5.2.2 | Handel för egen eller någon annans räkning | 33 |
| 5.2.3 | Förvärvar eller avyttrar | 34 |
| 5.3 | Rådgivningsförbudet | 34 |
| 5.3.1 | Den som får insiderinformation | 34 |
| 5.3.2 | Handel genom rådgivning eller på annat sätt | 35 |
| 5.3.3 | Föranleder | 36 |
| 5.4 | Närbesläktade brott | 36 |
| 5.4.1 | Allmänt | 36 |
| 5.4.2 | Otillbörlig marknadspåverkan | 36 |
| 5.4.2.1 | Bakgrund | 36 |
| 5.4.2.2 | Rekvisiten | 37 |
| 6 | TILLSYN OCH ÖVERVAKNING | 39 |
| 6.1 | Finansinspektionen | 39 |
| 6.2 | Ekobrottsmyndigheten | 40 |
| 7 | TILLÄMPNINGSSVÅRIGHETER | 41 |
| 7.1 | Vagt rekvisit | 41 |
| 7.2 | Omständighet av specifik natur | 41 |
| 7.2.1 | Bure (Hovrätten för Västra Sverige B 3354-05, 2006-10-05) | 42 |
| 7.2.2 | Biacore (Svea Hovrätt B 7956-07, 2008-01-04) | 43 |
| 7.2.3 | Tivox (Högsta domstolen, NJA 2008 s.292) | 45 |
| 7.3 | Ägnad att väsentligen påverka priset | 47 |
| 7.3.1 | Export AB Norden (Göta Hovrätt B 320/90, 1991-05-03) | 48 |
| 7.3.2 | Föreningsbanksmålet (Svea Hovrätt B 1895-00, 2001-12-07) | 49 |

| | | |
|------------|---|-----------|
| 7.3.3 | Clock (Stockholms tingsrätt B 14-1829-96, 1996-10-30) | 49 |
| 7.3.4 | Åhusglass (Kristianstads tingsrätt B 1059-00, 2000-11-07) | 50 |
| 7.4 | Jämförelse med otillbörlig marknadspåverkan | 50 |
| 7.4.1 | Allmänt | 50 |
| 7.4.2 | Brottens samband och skillnader | 51 |
| 7.4.3 | Tillämpning av otillbörlighetsrekvisitet | 52 |
| 7.5 | Statistik | 53 |
| 7.5.1 | Finansinspektionen | 53 |
| 7.5.2 | Ekobrottsmyndigheten | 54 |
| 8 | ANALYS | 55 |
| 8.1 | Klassificering av insiderinformation och de problem som uppstår vid tillämpningen av insiderreglerna | 55 |
| 8.1.1 | Allmänt | 55 |
| 8.1.2 | Omständighet av specifik natur | 55 |
| 8.1.3 | Ägnad att väsentligen påverka priset | 57 |
| 8.2 | Vagt rekvisit? Jämförelse med otillbörlig marknadspåverkan | 58 |
| 8.3 | Kriminalisering, de lege ferenda | 60 |
| 9 | SAMMANFATTANDE AVSLUTNING | 62 |
| | KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING | 63 |
| | RÄTTSFALLSFÖRTECKNING | 67 |

Summary

The Swedish insider legislation came into force in the beginning of the 1990's and has thereafter been developed and revised several times. The financial markets were self-regulated before the current legislation came into place. This is however still relevant today. The Swedish legislation has largely been influenced by EU directives and regulations. In addition to the EU member countries, insider dealing is prohibited in practically all countries having well-functioning financial markets. Moreover, several countries have chosen to criminalize insider dealing. Nevertheless, the administrative sanction form is becoming increasingly popular in penalizing this form of market abuse. This essay deals primarily with the concept of *inside information*, focusing on whether there are ambiguities within the concept itself which consequently would make the insider legislation difficult to apply.

The problem with the current legislation is that in order to be convicted of insider dealing, a person must have received the vague concept of "inside information". The legal definition of inside information, from 1§ 1p. Mml, is; "*Inside information: information about a circumstance, which has not been made public or is not generally known, which would substantially influence the price on financial instruments*". This definition has not been changed in any material sense despite several revisions of the legislation. However, it does not seem possible to put neither precise, nor general limitations on the concept in order to interpret its meaning. Difficulties arise in assessing what exactly constitutes a circumstance which would substantially influence the price of a financial instrument. This is not clarified in the law, the preparatory work, or the doctrine. Instead, it seems that the interpretation changes from one law case to another. These prerequisites have been subject to judicial review on several occasions.

Amongst the legal usage dealt with in this essay, special attention is given to those dealing with the difficulties of interpreting the concept of "inside information", in particular the cases Tivox and Biacore both concerning sell - or purchase recommendations. The main reason being that they represent the most current cases of how the concept of inside information is interpreted and applied by the sentencing authorities. There seems to be a discrepancy in the interpretation by the different courts, which is unfortunate from a perspective of consistent application of law and order. These inconsistencies are evident amongst legal usage ever since the insider legislation was passed in Sweden. It is therefore possible to conclude that the legislation is vaguely drafted. The interpretation of the concept is of utmost importance when judging and classifying each case which results in the laws containing the concept of insider information being difficult to apply. Only a few cases have reached the highest court. Thus the concept of inside information is in several respects vague and characterized of obscurities.

The number of reported insider crimes has consistently increased during the past few years. However, this has not influenced the number of prosecutions and convictions. Older unclear prerequisites which are difficult to apply have remained in the legislation without being made clearer in the preparatory work.

In this thesis I have focused on examining the difficulties of applying the insider legislation, such as the prohibition of insider dealing and the prohibition of advising. A comparison has been done with the similar crime of market manipulation, in order to understand the complexity of the problem of vague definitions. This comparison demonstrates that these crimes correspond with each other in several ways. There are however certain differences, one being a prominent increase in the number of market manipulation crimes detected. This has resulted in an increasing amount of prosecutions and convictions, where fifteen out of sixteen were found guilty compared to one conviction of insider crime. What this difference depends on remains unclear. However, it is evident to me that the Swedish insider legislation needs to be thoroughly reviewed yet again. Several countries in central Europe have introduced administrative measures alongside the criminal law systems which are something our neighboring Scandinavian countries are also considering. Included in the discussion about the vague definition of insider information there is also the aspect of whether or not the current criminalization of insider dealings will last?

Sammanfattning

I Sverige har insiderlagstiftning funnits sedan början av 1990-talet och därefter utvecklats och omarbetats ett flertal gånger. Dessförinnan fanns en privat, så kallad självreglering som styrde handeln, vilken än idag är relevant. Den svenska lagstiftningen har till stor del påverkats genom direktiv och förordningar från EU. Utöver alla länder som tillhör EU, finns det ett förbud mot insiderhandel i praktiskt taget samtliga länder, som har en fungerande värdepappersmarknad. Flertalet länder har valt att kriminalisera insiderhandel. Den administrativa sanktionsformen får emellertid allt större fäste när det gäller att sanktionera denna form av marknadsmissbruk. Uppsatsen behandlar främst begreppet *insiderinformation*. Jag har fokuserat på att utreda huruvida det finns oklarheter med begreppet, som innebär att regelverket blir svårt att tillämpa.

Problemet med den nuvarande lagstiftningen är att visa att en person har fått information, som är möjlig att klassificera som insiderinformation. Legaldefinition av detta begrepp finns i 1 § 1 p MmL som lyder: ”*Insiderinformation: information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument*”. I materiell mening har denna definition inte förändrats trots att lagstiftningen genomgått en mängd olika revideringar. Det verkar inte möjligt att sätta varken några precisa eller generella gränser för att klargöra innebörden av begreppet insiderinformation. Svårigheter inträder tydligt när det gäller att bedöma vad som utgör en omständighet, som är ägnad att väsentligt påverka priset på ett finansiellt instrument. Varken lagrummet, förarbeten eller doktrin tydliggör hur sådan bedömning ska ske. Tvärtom ter det sig vara något som ständigt förändras. Dessa rekvisit har varit föremål för domstolsprövning vid flera tillfällen. Av den praxis som behandlas i uppsatsen har uppmärksamhet valt att riktas mot de mål som behandlar svåra gränsdragningar. Tivox-målet samt Biacore-målet, som rör sälj- och köprekommendationer, har fått något större utrymme. Den främsta anledningen härför är att de utgör de mest aktuella fall för hur begreppet insiderinformation tolkas och tillämpas av de dömande instanserna. Det går att utröna diskrepans mellan domstolarnas olika bedömningar, vilket ter sig beklagligt ur rättssäkerhetssynpunkt. Sådana skillnader har yttrat sig ett flertal gånger sedan insiderförbudet infördes i svensk rätt. Av domstolarnas avgöranden drar jag slutsatsen att rekvisiten är vagt utformade. Tolkningen av begreppet är utslagsgivande för den vidare bedömningen och klassificeringen av varje handling. Detta resulterar i att de lagrum, som innehåller begreppet insiderinformation, blir svårtillämpade. Ytterst få mål har nått högsta domstolen. Begreppet insiderinformation är således i flera avseenden vagt preciserat samt präglat av oklarheter.

Under de senaste åren har antal misstänkta insiderbrott ständigt ökat, vilket däremot inte har påverkat antal väckta åtal och domar. Äldre oklara och svårtillämpade rekvisit har fått kvarstanna i lagstiftningen, utan ett

tydliggörande i förarbetena. Jag har lagt min fokus på att undersöka tillämpningssvårigheter vid insiderbrotten, såsom handels- och rådgivningsförbud. För att få en förståelse för problematiken med vaga rekvisit har en jämförelse gjorts med brottet otillbörlig marknadspåverkan, som är ett närbesläktat brott. Vid jämförelsen har det gått att utläsa att brotten korresponderar med varandra på många olika sätt. Det finns däremot vissa skillnader. En av dessa skillnader är att det har skett en markant förändring av antalet upptäckta brott vad gäller otillbörlig marknadspåverkan. Detta har vidare resulterat i en mängd väckta åtal och domar, varav femton av sexton stycken domar varit fällande, i jämförelse med en fällande dom vid insiderbrott. Vad denna skillnad beror på återstår att se. För mig står det emellertid helt klart att ytterligare en översyn behöver ske gällande insiderlagstiftningens framtida form. Ett flertal länder i centrala Europa har valt att införa administrativa åtgärder parallellt med deras straffrättsliga system när det gäller insiderbrott. Även våra grannländer i Skandinavien har övervägt ett sådant system. I uppsatsen sker en diskussion av dagens svenska kriminaliseringsform, vilket inte ter sig alltför självklar men samtidigt svår att frångå. Huruvida den står sig i denna form får tiden utvisa.

Förord

Mitt intresse för marknadsmissbruk grundades i samband med fördjupningskursen företagsförvärv. Här fann jag inspiration för att fördjupa min kunskap gällande insiderlagstiftningen och dess komplexa uppbyggnad. Den första dom, där marknadsmissbrukslagen, MmL tillämpades, avgjordes slutligen av HD i mars 2008. Domstolen slog fast att säljrekommendationer inte utgör insiderinformation då de inte är tillräckligt specifika. Ämnesvalet föll sig därefter naturligt.

Med mina förord vill jag passa på att tacka för den hjälp som jag fått under mitt arbete med examensarbetet. Först vill jag rikta ett stort tack till kammaråklagare Anna Åkesson, på Ekobrottsmyndigheten i Stockholm, för all hjälp med aktuell statistik, domar samt goda råd. Jag vill även tacka min handledare professor Lars Gorton, för vägledning vid utformandet av uppsatsen. Slutligen vill jag även tacka sambo, familj och vänner för ert stöd under min studietid.

Förkortningar

| | |
|-------|---|
| AnmL | Lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument |
| ARL | Lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav |
| EBM | Ekobrottsmyndigheten |
| FFFS | Finansinspektionens föreskrifter |
| FI | Finansinspektionen |
| IL | Insiderlagen (1990:1342) |
| ISL | Insiderstrafflagen (2000:1086) |
| JFT | Tidskrift utgiven av Juridiska föreningen i Finland |
| JT | Juridisk tidskrift |
| LFRK | Lag (2003:862) om finansiell rådgivning till konsumenter |
| LHF | Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument |
| LVM | Lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden |
| LVR | Lagen (1991:980) om värdepappersrörelser |
| MmD | Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan |
| MmL | Lag (2005:337) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument |
| MiFID | Europa Parlamentets och Rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument |
| NMR | Norex Member Rules |
| NOREX | Nordic Exchange |
| SvJT | Svensk Juristtidning |
| VMU | Värdepappersmarknadsutredningen |
| VMK | Värdepappersmarkandskommittén |
| Vpml | Lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden |

1 Inledning

1.1 Introduktion

Den 14 mars 2008 föll avgörandet i Tivox-målet. HD slog fast att rena säljrekommendationer inte utgör insiderinformation. Dagen efter kommenterades denna dom i Svenska dagbladet, under följande rubrik: ”*Nu är det fritt fram för insiders*”. Upprinnelsen till målet inleddes med att en person med insiderställning i bolaget ringde till sin vän och meddelade att grillfesten var inställd i sista minuten. Vännen som också var ägare i samma bolag förstod genast att det var akuta ekonomiska problem, som låg bakom den inställda grillfesten. Han ställde därefter en fråga gällande huruvida det var läge att sälja sina aktier, vilket han fick ett jakande svar på. Vännen ringde genast till sin mäklare. Samtalet gick ut på att han ville sälja hela sitt innehav av aktier i bolaget. Fem minuter efter försäljningen var klar borsstoppades bolaget och dagen efter gick det i konkurs. Den person som ringde upp vännen blev dömd för insiderbrott medan hans vän friades. Det gick inte att säkerställa att informationen, som lämnades via telefon, var av sådan art att den gick att klassificera som insiderinformation. Första domen enligt nya marknadsmissbrukslagen, som trädde i kraft 1 juli 2005, hade nu även passerat HD.

Det har under 2007-2008 skett en kraftig ökning av antal misstänkta insiderbrott, som inrapporterats till Finansinspektionen, FI. Samtidigt har antal väckta åtal stagnerat. Vad beror detta på? Vid första anblicken ter det sig som att fällande domar på området är tämligen sällsynta. Om det nu är så kan detta visa på att vi har en tillräckligt avskräckande och effektiv lagstiftning på området. Det kan även uppfattas som att den tillgängliga lagstiftningen inte är tillräckligt effektiv. Under våren 2007 avslöjades en stor insiderhärva, under en gryningsråd, där nio misstänktes för grova insiderbrott. Insiderhärvan har benämnts som Sveriges största insiderhärva hittills där huvudmännen misstänks ha tjänat mer än 100 miljoner på affärerna. De misstänka har gått under figurerade namn såsom *Carnegiemannen* och *Nordeamannen*. Det har snart gått två år sedan denna gryningsråd genomfördes, utan att något åtal väckts. Ekonomiska brott tar i regel lång tid att utreda, vilket är negativt i bevishänseende då exempelvis vittnesuppgifter blir mindre tillförlitliga, med anledning av svårigheter att minnas de aktuella händelserna. Insiderbrott är en brottstyp som är svår att förebygga och upptäcka. Det finns även stora summor att tjäna, vilket gör insiderhandel till ett attraktivt brott. Det sker av den anledningen en ständig utveckling av övervakning och tillsyn gällande insiderhandel. Även straffen har skärpts för att ge en preventiv verkan. Bristen på väckta åtal och fällande domar verkar även handla om tillämpningssvårigheter av insiderreglerna. Begrepp som insiderinformation kan ge upphov till olika tolkningssvårigheter samt att förekomsten är svårt att bevisa. De bakomliggande rättspolitiska motiven, till en kriminalisering av marknadsmissbruk, handlar främst om förtroendet för marknaden. En

förutsättning för god tillväxt och välstånd är att värdepappersmarknaden och handeln med finansiella instrument fungerar tillfredställande. I dagens samhälle är många beroende av att den finansiella marknaden är stabil. Både stora delar av näringslivet och i större utsträckning även hushållen väljer att placera sina överskottspengar i fonder och aktier. Även pensionssparandet har i stor utsträckning övergått till sparande på aktie- och fondmarknaderna. Allmänhetens förtroende är viktigt för att värdepappersmarknadens stabilitet, vilket slår igenom i dagens lågkonjunktur där kurserna på börsen pendlar kraftigt. För att ett insiderförbud skall få full verkan krävs dock att lagstiftningen utformas på ett omfångsrikt sätt. Problem som uppstår vid lagstiftning, som är utformad för att täcka in flertalet situationer, är att den tenderar att bli vag. Insiderinformation är ett sådant begrepp som historiskt sätt är utformat på sådant sätt att det ges möjlighet att spekulera.

Kriminaliseringen av marknadsmissbruk har tidiga anor sedan ca 200 år tillbaka, med USA som föregångsland. I Sverige har insiderlagstiftningen funnits sedan början av 1990-talet och har utvecklats och omarbetats ett flertal gånger. Harmonisering inom EU, för de finansiella marknaderna, har kommit att påverka den svenska lagstiftningen. Den 1 juli 2005 skärptes reglerna om insiderhandel i och med införandet av lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument, så kallade marknadsmissbrukslagen. Ekobrottsmyndigheten, EBM, har haft flera motgångar under de senaste åren vid mål om insiderbrott. Lagstiftningen är relativt ny och någon praxis har ännu inte hunnit utformas. Har begreppet insiderinformation förtydligats eller finns det oklarheter med begreppet, som bidrar till tillämpningssvårigheter av insiderbrotten?

1.2 Syfte och avgränsningar

Min uppsats ämnar beröra begreppet insiderinformations utformning och insiderbrottens eventuella tillämpningssvårigheter. Frågeställningarna lyder:

- När blir viss kurspåverkande information så konkret att den kan klassificeras som insiderinformation?
- Är insiderinformation ett vagt begrepp?
- Innebär begreppet insiderinformation att regelverket blir svårt att tillämpa och är i så fall kriminalisering berättigat?

I huvudsak kommer jag därmed att utreda när information klassificeras som insiderinformation samt begreppet insiderinformations påverkan på regelverkets tillämpning. Det kommer även ske en jämförelse med, det närbesläktade brottet, otillbörlig marknadspåverkan och dess begrepp *otillbörlighet*. Utredningen ämnar ta reda på huruvida det finns likartade tillämpningsproblem, vid brott som är nära besläktade med insiderbrotten eller om problematiken är begränsad till den insiderreglering som innehåller begreppet insiderinformation. Lagstiftningens berättigande kommer även att beröras. I samband med detta kommer även våra grannländers regleringar att undersökas.

1.3 Metod, material

Uppsatsen bygger på en så kallad traditionell rättsdogmatisk metod, det vill säga ett studium av lagtext, förarbeten, praxis och doktrin. Jag har under mitt materialsökande kommit i kontakt med såväl svenskt som utländskt material. Tillgången på material gällande insiderregleringen har varit betydande. Jag har gjort en omfattande undersökning av det juridiska material som finns på området. Jag har därefter valt ut de delar som jag har bedömt vara relevant för min uppsats. Flertalet av mina källor är av äldre årgång, vilket utgör skäl för att vara uppmärksam på deras aktualitet, då förutsättningarna kan ha förändrats. Till dessa har jag därav haft ett försiktigare förhållningssätt. Tillgång till rättsfall från högsta instans på området är begränsat. Jag har därför valt att studera de avgöranden från tingsrätterna och hovrätterna, som jag har bedömt vara relevanta för arbetet.

1.4 Disposition

Uppsatsen är uppdelad i en deskriptiv del och en analysdel. Det kan emellertid förekomma egna reflektioner i uppsatsen. Att det är mina egna reflektioner framgår då tydligt. Efter ett inledande kapitel med introduktion, syfte, avgränsningar samt metod och material redogörs det i kapitel två för insiderlagstiftningens framväxt. Det sker en fördjupning i de svenska lagarnas tillkomst för att skapa förutsättningar för läsaren att få en ökad insikt och förståelse för dagens lagstiftning. Därefter behandlas insiderlagstiftningens berättigande i uppsatsens tredje kapitel med argument för och emot en straffrättslig reglering. Här behandlas också kort våra grannländers kriminalisering av insiderbrott.

I fjärde kapitlet redogörs för innebörden av begreppet insiderinformation, vilken får stor betydelse i den vidare framställningen. Vidare följer inledningsvis en redogörelse för insiderbrotten i kapitel fem. Därefter behandlas närbesläktade brott till insiderbrotten med fokusering på brottet otillbörlig marknadspåverkan.

I kapitel sex redogör jag för den tillsyn och övervakning som Finansinspektionen och Ekobrottsmyndigheten utövar för att sedan i sjunde kapitlet utreda hur begreppet insiderinformation tillämpas av domstolarna och huruvida tillämpningen har förändrats. En fokusering sker på rekvisiten *omständighet* samt *ägnad att väsentligen påverka priset*. På detta följer en jämförelse med otillbörlig marknadspåverkan samt ett avsnitt med statistik.

I det åttonde kapitlet följer en analys av dels innebörden av begreppet insiderinformation och dess tillämpningssvårigheter. Det görs vidare en parallell till brottet otillbörlig marknadspåverkan där statistik på området kommer att granskas. Därefter diskuteras kriminaliseringens berättigande. Avslutningsvis sker en kort sammanfattning av mina slutsatser i nionde kapitlet.

2 Bakgrunden till insiderlagstiftningen

2.1 Allmänna begrepp

Marknadsmisbruk omfattar bland annat insiderhandel, röjande av insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan. En *insider* är en person, som har tillgång till information som varken är offentlig eller allmänt känd, s.k. *insiderinformation*. Själva ordet insider användes ursprungligen för att särskilja medlemmar av fondbörsen, insiders och icke- medlemmar, outsiders. Idag används begreppet, efter amerikansk modell, för att urskilja vilka som är i besittning av insiderinformation. *Insiderhandel* innebär att en person för egen eller annans vinning handlar efter denne fått insiderinformation.¹

2.2 Historisk tillbakablick

Insiderhandel är inte på något sätt en ny företeelse. Problemet har observerats under lång tid. Det finns tidiga exempel från exempelvis USA, England och Tyskland. Ett känt fall av insiderhandel inträffade under det amerikanska inbördeskriget (1775-1783). Under kriget finansierades armén med hjälp av en sorts sparobligationer, utfärdade av den federala regeringen. Marknadsvärdet på dessa sjönk dock till 10 % av det nominella värdet, då det rådde en ovisshet över om dessa skulle komma att betalas tillbaka efter det amerikanska frihetskriget. Kongressen och president George Washington övertalades att fatta beslut om att lösa in de utfärdade sparobligationerna, till nominella värdet. Med vetskap om detta köpte därefter ett antal kongressledamöter upp obligationer innan innehavarna hade fått kännedom om inlösenplanen. De ursprungliga långivarna skulle till stor del bli utan vederlag, då de sålt till det låga marknadsvärdet. Detta möjliggjorde insiderhandel på högsta nivå, då något sådant inte var brottsligt. Lagstiftning blev dock inte aktuellt förrän i samband med börskraschen 1929. Den spekulationsvåg som inträffade hade delvis underblåsts av insiderhandel och 1932 infördes därför en reglering på området. USA var det första land som kriminaliserade insiderhandel. Det dröjde sedermera innan något land i Europa införde liknande lagstiftning. Frankrike var det första landet i Europa som kriminaliserade insiderhandel, vilket skedde 1970.² Många länder i Europa följde därefter trenden att införa förbud mot insiderhandel. I syfte att harmonisera medlemsstaternas nationella rättssystem angående insiderlagstiftningen samt motverka insiderhandel, lade kommissionen fram ett förslag till ett insiderdirektiv,

¹ Af Sandeberg, Sevenius (2008) s. 293.

² Nilsson (1994) s. 1 och 20.

1987, vilket sedan antogs av EG:s ministerråd 1989.³ Idag har förbud mot insiderhandel införts i alla länder inom EU samt de flesta länder i övriga världen, där en värdepappersmarknad existerar.⁴

2.3 Insiderlagstiftningens utveckling inom EU

2.3.1 Insiderdirektivet

Insiderdirektivets syfte är att motverka insiderhandel och samordna medlemsländernas lagstiftning. I insiderdirektivets preambel framhävs bland annat att värdepappersmarknaden spelar en viktig roll för näringslivets finansiering. Vidare är marknadens effektivitet beroende av att den fungerar störningsfritt, vilket till stor del är beroende av investerarnas förtroende. Detta förtroende bygger på att investerarna tillförsäkras likabehandling och ett skydd mot obehörigt utnyttjande av insiderinformation. I slutet av 1980-talet hade förbud mot insiderhandel införts i ett antal europeiska länder. Innehållet varierade dock avsevärt från stat till stat. Med harmoniserade regelsystem och samarbete mellan ländernas tillsynsorgan kan insiderhandel, som sträcker sig över nationsgränserna, bekämpas mer effektivt.⁵ Insiderdirektivet innebär inte att samtliga medlemsländer skall införa enhetliga regler på området, utan det uppmanar enbart medlemsländerna till att införa regler med motsvarande innehåll. Direktiv är endast bindande till det resultat som skall uppnås. Direktivet innehåller vidare endast minimiregler mot insiderhandel, vilket betyder att det tillåter medlemsstaterna att tillämpa längre gående nationella skyddsbestämmelser.⁶ Det står medlemsländerna fritt att välja påföljder, vilka emellertid skall vara utformade så att bestämmelserna efterlevs. Direktivet kräver vidare att medlemsländerna utser en tillsynsmyndighet, som övervakar efterlevnaden av direktivets föreskrifter.⁷ Sverige blev först medlemsland 1995, men direktivet har även dessförinnan tjänat som förebild för utformningen av den svenska insiderlagstiftningen.⁸ Insiderinformation definierades på följande sätt i direktivet:

Artikel 1

I detta direktiv avses med

1. insiderinformation: icke offentliggjord information av specifik natur, som hänför sig till en eller flera emittenter av överlåtbara värdepapper eller till ett eller flera överlåtbara värdepapper och som, om den offentliggjordes, skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset för det eller de ifrågakvarande överlåtbara värdepapperen.

³ Prop. 1990/91:42; Rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 angående samordning av regler om insiderhandel, Insiderdirektivet.

⁴ Af Sandeberg (2002) s. 15.

⁵ Insiderdirektivet.

⁶ Bernitz, Kjellgren (2007) s. 30-31, Af Sandeberg (2002) s. 55.

⁷ Artikel 8,13 insiderdirektivet.

⁸ Prop. 1990/91:42 s. 35.

2.3.2 Marknadsmisbruksdirektivet

Marknadsmisbruksdirektivet, MmD⁹, ersätter 1989 års insiderdirektiv. Det ålägger medlemsstaterna att förbjuda och beivra marknadsmisbruk. Behov av ett nytt direktiv ansågs föreligga med anledning av svårigheter med tillämpning av insiderlagstiftning i flertal länder. Syftet med direktivet är att fastställa och tillämpa gemensamma standarder för bekämpning av marknadsmisbruk inom EU samt öka investerarnas förtroende.¹⁰ I preambeln poängteras att en fungerande marknad är avgörande för ekonomisk tillväxt och nya arbetstillfällen i gemenskapen. En integrerad och effektiv marknad är en förutsättning för ekonomisk tillväxt och välbefinnande. Marknadsmisbruk skadar finansmarknadens integritet och därmed allmänhetens förtroende för värdepapper. Vad gäller krav på förbud mot insiderhandel och obehörigt röjande innebär MmD ingen större förändring. Definitionen av begreppet insiderinformation är i stort sett detsamma, vilket följer av artikel 1, p. 1:

Artikel 1

I detta direktiv används följande beteckningar med de betydelser som här anges:

1. *insiderinformation*: 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 dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade derivatinstrument.

Utöver denna definition finns det även ett andra och tredje stycke, som innehåller definition av insiderinformation beträffande råvaruderivat och en särskild definition avseende personer, vilka har som uppgift att genomföra order avseende finansiella instrument. I förarbetena görs emellertid den bedömningen att definitionerna i andra och tredje stycket redan omfattas av huvuddefinitionen i första stycket artikel 1.1. Av denna anledning ansågs det inte vara erforderligt att ändra definitionen i den svenska lagstiftningen.¹¹ Regelverkets tillämpningsområde kom att utvidgas så att ett större antal oönskade marknadsbeteenden kom att omfattas, såsom otillbörlig marknadspåverkan, vilket inte omfattades av insiderdirektivet.¹²

2.3.3 Genomförandirektiven

MmD var det första direktivet som genomfördes med hjälp av den nya lagstiftningsmodellen, Lamfalussy-modellen. Denna lagstiftningsmodell har framtagits för att möjliggöra ett snabbare lagstiftningsförfarande och en mer flexibel lagstiftning. Modellen innebär ett nytt förfarande för rättsbildning, med fyra nivåer, när det gäller reglering av värdepappersmarknaderna. På

⁹ Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan, Marknadsmisbruksdirektivet.

¹⁰ Af Sandeberg (2002/2003) s. 871.

¹¹ Prop. 2004/05:142 s. 54.

¹² Jacobsson, Lycke (2005) s. 308.

nivå ett fastställs allmänna principer enligt det normala lagstiftningsförfarandet inom EG-rätten, det vill säga genom direktiv och förordningar. Kommissionen antar sedan genomförandebestämmelser på nivå två för att fylla ut eller anpassa de allmänna principer, som beslutats på nivå ett. På nivå tre vägleder Europeiska värdepapperskommittén kommissionen i fråga om utarbetande av utkast till genomförandeåtgärder på värdepappersområdet. Nivå fyra innebär slutligen att kommissionen skall ta ett ökat ansvar för att säkerställa att gemenskapslagstiftningen genomförs i medlemsstaterna.¹³ Till följd av detta har kommissionen, efter antagandet av MmD, även antagit fyra rättsakter med kompletterande och preciserande bestämmelser till direktivet. Dessa består av tre direktiv och en förordning.¹⁴ MmD:s definition av insiderinformation har således blivit utförligare genom preciseringar i kommissionens genomförandedirektiv 2003/124/EG och 2004/72/EG.

Genomförandedirektiv 2003/124/EG, det första genomförandedirektivet, innehåller ett förtydligande om vad rekvisitet *information av specifik natur* skall anses innebära. 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.”

I förarbetena har dock bedömning gjorts att rekvisitet omständighet redan anses innefatta ett krav på specifik natur, vilket betyder att den svenska definitionen kvarstår.¹⁵ Direktivet innehåller även riktlinjer för bedömning av väsentlighetskravet i definitionen insiderinformation. I artikel 2.1 förklaras insiderinformation som

”[...]information som en förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut.”

Enligt doktrin kan det tolkas som att även information, som inte påverkar kursen *väsentligt* omfattas. Ett genomförandedirektiv kan dock inte förändra tillämpningsområdet för huvuddirektivet, MmD. Genomförandedirektiv 2004/72/EG, det tredje genomförandedirektivet, rör insiderinformation i förhållande till råvaruderivat.¹⁶

¹³ Prop. 2004/05:142 s. 36-38.

¹⁴ Dir. 2003/124/EG, Dir. 2003/125/EG, Dir. 2004/72/EG och Förordning (EG) nr 2273/2003.

¹⁵ Prop. 2004/05:142 s. 55-56.

¹⁶ Jacobsson, Lycke s. 306.

2.3.4 Direktivet om marknader för finansiella instrument

Direktivet om marknader för finansiella instrument, MiFID¹⁷, syftar till att Sverige och övriga EU-länder skall ha ett gemensamt regelverk gällande värdepappershandel. Direktivet är ett fullharmoniseringsdirektiv, vilket innebär att det inte lämnar något utrymme för avvikelser i medlemsländerna. Syftet med regleringen är att öka konkurrensen på den europeiska värdepappersmarknaden och stärka skyddet för den som investerar i värdepapper. Det skall bland annat finnas bestämmelser om reglering och tillsyn av värdepappersföretagen. Det skall vidare införas en rapporteringsskyldighet för värdepappersföretagen, gällande transaktioner med aktier upptagna till handel på en reglerad marknad till en behörig myndighet.¹⁸ Enligt artikel 26, MiFID, skall medlemsländerna vidare upprätthålla att värdepappersmarknaden övervakas regelbundet samt att deras medlemmar och aktörer följer de handelsregler som gäller för marknadsplatsen. På detta sätt skall överträdelser av handelsregler, otillbörliga marknadsförhållanden eller uppförande som kan innebära marknadsmissbruk kunna upptäckas. Den 1 november 2007 infördes Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden, Vpml, som ett led i att implementera direktivet om marknader för finansiella instrument, MiFID.

2.4 Insiderlagstiftningens utveckling i Sverige

2.4.1 Allmänt

I Sverige riktades uppmärksamheten mot kriminaliseringsfrågan, gällande insiderhandel först under 1970-talet.¹⁹ Dessförinnan fanns en privat reglering utförd i generella former av företrädare för marknadens aktörer för att styra deras egen verksamhet, så kallad självreglering, som än idag är högst aktuell.²⁰ Inom norden har börserna ett gemensamt regelverk, vilket benämns Norex Member Rules, NMR. Detta regelverk är avtalsrättsligt bindande för medlemmarna. Enligt artikel 4.8.1 införs handelsstopp exempelvis vid misstanke om att allmänheten inte har tillgång till information, om ett visst instrument på lika villkor.²¹ Reglerna som börserna utformar skall vara samordnade med kraven på sundhet och god sed på värdepappersmarknaden. Den børsrättsliga betydelsen av begreppet *god sed* på värdepappersmarknaden avgörs av intressenterna under överseende av Finansinspektionen, FI. Begreppets innehåll präglas av vad marknaden själv värdesätter, vilket gör att begreppet blir svårt att specificera. Det finns även

¹⁷ Europa Parlamentets och Rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument.

¹⁸ Prop. 2006/07:115 s. 1 och 432.

¹⁹ Samuelsson *et al* (2005) s. 37.

²⁰ Af Sandeberg, Sevenius (2008) s. 93-94.

²¹http://nasdaqomx.com/digitalAssets/53/53210_Norex_Member_Rules_Svensk_Version_2.1__081013_sv.pdf .

lagstiftat att börserna skall organisera sin marknadsövervakning på sådant sätt, att handel sker i överrensstämmelse med insiderlagstiftning, författningar eller god sed på värdepappersmarknaden. Börsmedlemmar skall kunna förlita sig till att de regler som finns och inte riskera en kompletterande normbildning genom en tillämpning *ad hoc* av kriterier som god sed.²² Sanktionerna som kan bli tillämpliga är att ett medlemsföretag kan drabbas av vite mellan 100 000 kr och 10 Mkr eller att medlemskapet hävs. Efterlevnad av de näringsrättsliga reglerna kontrolleras av FI. Idag styrs de svenska reglerna för värdepappersmarknaden i hög grad av EG-rätten. Vid sidan om lagstiftningen finns även möjlighet för FI att utfärda föreskrifter och allmänna råd.²³

2.4.2 Lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav

Genom lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav, ARL, infördes den första lagstiftningen på området. Lagstiftningen innehöll inget direkt förbud mot insiderhandel, utan en begränsad insiderkrets ålades att registrera sitt aktieinnehav i ett offentligt register.²⁴ Syftet med lagstiftningen var att medborgarna skulle skärpa sitt handlingsmönster. Genom att registreringen skapade uppmärksamhet kring insiderhandel, skulle detta resultera i att personer avstod från klandervärda affärer.²⁵ Inside information, förtrolig företagsinformation, utgjorde utgångspunkten för lagstiftningen men infördes trots detta inte in i själva lagen. Begreppet omfattade sådan kunskap, som inte går att inhämta i någon av bolaget offentliggjort material, till exempel årsredovisningar, eller andra tryckta källor. Omfattningen gällde sådan information, som erfarenhetsmässigt bör kunna påverka kursen när den blir allmänt känd på marknaden, dock ej sådan information som var av allmän karaktär.²⁶

2.4.3 Lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden

1979 tillsattes Värdepappersmarknadsutredningen, VMU, med uppgift att utreda om tillsynen över värdepappersmarknaden var tillfredställande. Allmänhetens förtroende för marknaden samt behovet av en fungerande handel lyftes fram. Utredningen låg sedan till grund för lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden, LVM. Det infördes nu ett direkt förbud mot insiderhandel. Förbudet uppkom med anledning av att det ansågs vara av stor vikt med en samhällssanktion, då redan en misstanke om insiderspekulation påverkar förtroendet för värdepappersmarknaden. Förbudet riktade sig till en viss personkrets och avsåg endast information rörande ett enskilt företag, så kallad företagsspecifik information. Detta

²² Samuelsson (2002) s. 873 och 888-890.

²³ Af Sandeberg, Sevenius (2008) s. 89-92 och 231.

²⁴ Afrell *et al* (1991) s. 20.

²⁵ SOU 1970:38 s. 47.

²⁶ Nilsson (1994) s. 20-22.

innebar således att varken marknadsinformation eller allmän information omfattades av lagens regler. Det ansågs vara förenat med stora kontrollsvårigheter att inbegripa sådan information. Precis som ARL byggde således reglerna i LVM på en snäv definition av begreppet insiderinformation.²⁷ Lagstiftningen kritiserades för att vara alltför begränsad och i kombination med väsentligt annorlunda förhållanden på värdepappersmarknaden, till följd av utvecklingen under 1980-talet, ansågs LVM:s regler otillräckliga. Personkretsen samt kategorierna med finansiella instrument bedömdes vara alltför begränsande. En betydande anledning var även att lagen omfattade allför få typer av information.²⁸

2.4.4 Insiderlagen (1990:1342)

Med anledning av kritiken mot LVM tillsattes Värdepappersmarknadskommittén, VMK, 1987. Utredningen resulterade senare i insiderlagen (1990:1342), IL, som kom att ersätta LVM.²⁹ Under 1980-talet hade omsättningen på aktiemarknaden ökat från ca 10 miljarder år 1980 till 113 miljarder år 1989. Börsverksamheten växte och det tillkom flertalet nya bolag. Denna utveckling medförde att allmänhetens intresse för värdepappersmarknaden tilltog. I samband med att marknaden expanderade ökade informationsflödet markant. Att värna om förtroendet för värdepappersmarknaden ansågs speciellt viktigt för att bibehålla den gynnsamma utvecklingen av värdepappersmarknaden. Brist på rättvisa spelregler skulle innebära en risk att investerare sökte sig till marknadsplatser utomlands. Omsättningen skulle därmed minska och ge upphov till en sämre marknadseffektivitet. Motiveringarna till lagen bestod främst i att förtroendet för värdepappersmarknaden skulle kunna upprätthållas samt behovet av att anpassa insiderlagstiftningen till internationella förhållanden.³⁰ Det var av den anledningen viktigt att Sverige skulle följa den internationella utvecklingen, för att kunna konkurrera med utländska börser på likartade villkor. Lagstiftningen kom också att anpassas till EG:s insiderdirektiv.³¹ Insiderinformationen definierades i 4 § IL:

”Information eller kunskap om en icke offentliggjord omständighet som är ägnad att väsentligt påverka kursen på fondpapper”

Insiderlagen innebar en kraftig skärpning av förbudet mot insiderhandel i förhållande till vad som gällt tidigare i svensk rätt. Personkretsen utvidgades och informationstyperna som omfattades av insiderlagstiftningen kom att breddas. Utöver detta vidgades även förbudet till att, utöver aktier, omfatta samtliga fondpapper och vissa andra uppräknade finansiella instrument.³² Handelsförbudet i insiderlagen ändrades 1997 till att omfatta samtliga då förekommande finansiella instrument, samt sådana som kan tänkas

²⁷ Nilsson (1994) s. 24-25.

²⁸ Af Sandeberg (2002) s. 61.

²⁹ Samuelsson *et al* (2005) s. 45.

³⁰ Prop. 1990/91:42 s. 36-38.

³¹ Nilsson (1994) s. 35-36, Insiderdirektivet.

³² Samuelsson *et al* (2005) s. 46-47 och Afrell *et al* (1991) s. 15.

utvecklas i framtiden under förutsättning att de är avsedda för handel på värdepappersmarknaden.³³

2.4.5 Insiderstrafflagen (2000:1086)

Insiderlagen ersattes 2001 av insiderstrafflagen, ISL och lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument. Det ansågs att insiderlagen blivit svåröverskådlig, då den kommit att innehålla bestämmelser av såväl straffrättslig som administrativ art. En annan motivering, som kom fram i förarbetena, var att insiderlagen innehöll en del oklarheter. Målsättningen med insiderstrafflagen var att regleringen av insiderhandeln skulle bli tydlig och funktionell. Den skulle även utformas så att det stod klart för aktörerna på den finansiella marknaden att överträdelser av förbudet mot insiderhandel löper risk att upptäckas samt att dessa handläggs snabbt och effektivt.³⁴ Genom insiderstrafflagen infördes nu först en legaldefinition av insiderinformation i 1 § 1 p ISL. Anledningen till att denna definition infördes var för att skapa en ökad överensstämmelse mellan den svenska lagstiftningen och insiderdirektivet. Med insiderinformation avsågs:

”Information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument”

Införandet av insiderstrafflagen innebar ytterligare en skärpning av reglerna, i jämförelse med IL, och nu kriminaliserades även ringa fall av insiderbrott, vilket fick benämningen insiderförseelse. Allvarliga fall av insiderbrott, och sådana som skett av grov oaktsamhet, lyftes fram genom att de fick egna brottsrubriceringar, grovt insiderbrott samt vårdslöst insiderförfarande.³⁵

2.4.6 Marknadsmisbrukslagen

1 juli 2005 trädde lagen (2005:377) om straff för marknadsmisbruk vid handel med finansiella instrument, så kallade marknadsmisbrukslagen, MmL, i kraft och ersatte därmed ISL. Denna lag föranleddes av Europaparlamentets och rådets marknadsmisbruksdirektiv från 2003.³⁶ Genom den finansiella och tekniska utvecklingen skapas fler medel och tillfällen till marknadsmisbruk. Det tillkommer ständigt nya produkter, ny teknik och ökande gränsöverskridande verksamhet, där Internet spelar en betydande roll. Det ansågs att gemenskapens befintliga rättsliga ramar för skydd av marknadens integritet var otillräcklig. Medlemsstaternas lagstiftning på området var alltför olik och det ansågs därför tillrådligt att anta gemensamma bestämmelser för att bekämpa insiderhandel. Syftet med direktivet var att, genom nya rambestämmelser, säkerställa att lagstiftningen harmoniserades inom gemenskapen.³⁷ MmD är att anse som ett

³³ Prop. 1995/96:215 s. 30.

³⁴ Prop. 1999/2000:109 s. 40 och s. 50-51.

³⁵ Samuelsson *et al* (2005) s. 59-60.

³⁶ Marknadsmisbruksdirektivet.

³⁷ Marknadsmisbruksdirektivet.

minimidirektiv snarare än fullharmoniseringsdirektiv. Den svenska lagstiftningen skall svara mot minimikraven i direktivet men lagstiftaren är inte förhindrad att införa mer ingripande bestämmelser. För att uppfylla dessa minimikrav krävdes följaktligen en förändring av den svenska lagstiftningen. Direktivet innebar en skärpning av tidigare gällande insiderregler både vad gäller omfattningen av regleringen och straffpåföljderna.³⁸

³⁸ Gorton (2004) s. 1-2.

3 Insiderlagstiftningens berättigande

3.1 Bakgrund

Marknadsmisbrukslagens sanktioner vid insiderhandel är endast av straffrättslig karaktär. Den straffrättsliga lagstiftningen kräver stark bevisning och leder sällan till fällande domar.³⁹ Insiderförbudet infördes i slutet av 1985 och saknade därtills en traditionell och historisk plats i det straffrättsliga systemet. Det råder en allmän uppfattning att den straffrättsliga ordningen inte är tillräckligt effektiv, när det gäller otillåten insiderhandel. Det traditionella straffrättsliga systemet är vidare otillräckligt, då det är långsamt och resurskrävande. Möjliga alternativ eller komplement till dagens kriminalisering skulle kunna vara en civilrättslig reglering med skadeståndsanspråk, administrativa sanktioner som komplement vid mer ringa brott eller en utökning av dagens självreglering.⁴⁰

Flertalet länder, med en fungerande värdepappersmarknad, har valt att tillgripa lagstiftning för att förhindra marknadsmisbruk. Det finns inget land som därefter helt övergivit kriminaliseringen av marknadsmisbruk. Trots detta finns det ytterst få som blivit fällda för insiderbrott.⁴¹ Det finns ett flertal länder i Europa som avser att i varierande utsträckning avkriminalisera marknadsmisbruk och ersätta straffrättsliga regler med en administrativ sanktionsordning. Så har skett i länder som Storbritannien och Frankrike, som numer har administrativa sanktioner parallellt med straffrättsliga sanktioner.⁴² I USA, som är ett föregångsland på området, finns ett flertal olika sanktioner som kan träda in. Det amerikanska insiderrättsliga sanktionssystemet skiljer sig stort från det svenska. Reglerna i USA kan indelas i civil-, straff- och skadeståndsrättsliga bestämmelser. En allmän uppfattning bland lagstiftarna är emellertid att det krävs kriminalisering vid marknadsmisbruk, som anses oetiskt, moraliskt förkastligt och skadar förtroendet för värdepappersmarknaden. Det har dock inte alltid varit så. Innan lagstiftning blev okontroversiell på området, fördes en livlig debatt om lagstiftningens vara eller icke vara, som startades av en amerikansk professor vid namn Henry Manne. På 1960-talet hävdade Manne, att insiderhandel inte bör betraktas ur en juridisk synvinkel med tonvikt på rättviseaspekter, utan efter en objektiv ekonomisk måttstock. Han menade dessutom att insiderhandel inte bara är oskadligt utan tvärtom till nytta för marknaden.⁴³

³⁹ Af Sandeberg (2002) s. 124.

⁴⁰ SOU 2004:69 s. 209.

⁴¹ Hetzler (2001) s. 75.

⁴² Af Sandeberg (2002/2003) s. 879.

⁴³ Nilsson (1994) s. 106.

Enligt EG-direktiv har vi skyldighet att införa bestämmelser på området. Hur dessa bestämmelser skall se ut och utformas är däremot upp till varje medlemsland, så länge minimikraven är uppfyllda.⁴⁴ Jag kommer kort att redogöra för de främsta argumenten som framförts gällande insiderlagstiftningens vara eller icke vara.

3.2 Kriminaliseringens syfte

Kriminaliseringens syfte är att förhindra vissa icke önskvärda gärningar och frammana vissa önskvärda. Kriminalisering skall avskräcka människor från ett visst beteende. Det förutsätts dock att det finns behov av reglering eftersom det finns värde eller intresse som bör skyddas. Sådana självklara värden är exempelvis liv, frihet, ära, hälsa, egendom, handlingsfrihet, rörelsefrihet med mera. Intressen omfattar såväl sådana som är privata, relaterade till en grupp, men även offentliga. I strafflagstiftningen benämns dessa värden och intressen som straffbestämmelsens skyddsintressen eller skyddsobjekt. Trots att det finns ett visst värde eller intresse, som är värt att skydda, är det inte givet att detta bör ske genom kriminalisering. Utöver att en gärningstyp är straffvärd, det vill säga att det finns goda skäl att belägga den med straff, krävs det även att kriminalisering bör vara effektiv. Alla gärningar kan inte straffbeläggas trots att de är eller kan vara skadliga eller farliga för ett objekt, som anses vara så värdefullt för samhället, att det skall skyddas.⁴⁵ Enligt straffrättsprofessor Per-Ole Träskman är det inte säkert att ekonomiska brott lämpar sig för kontroll inom det straffrättsliga systemet. En sådan kriminalisering kan leda till straffrättslig inflation, dvs. att kriminalisering riskerar att förlora den handlingsstyrande effekt, som den antas inneha.⁴⁶

3.2.1 Argument för straffrättsliga sanktioner

Förtroendeargumentet har enligt lagstiftaren ansetts vara det mest övertygande argumentet för ett förbud mot marknadsmissbruk. Det föreligger en risk att allmänhetens förtroende för marknaden skadas, om det råder en allmän uppfattning om att endast de med exklusiv information kan erhålla vinning.⁴⁷ Den finansiella marknaden är viktig för samhällets ekonomiska system, genom det kapital som tillförs. Utgivningen av värdepapper tillgodoser samhällets behov av långsiktiga krediter och riskvilligt kapital. Tillåts handel grundad på insiderinformation kan det leda till att förtroendet för den finansiella marknaden undergrävs. Förloras förtroendet för marknaden innebär det en risk att investerare söker sig till andra finansiella marknadsplatser och att hushållen väljer att sluta handla i värdepapper. Detta skulle påverka samhällets ekonomi och marknadens likviditet på ett negativt sätt.⁴⁸ Kritik mot förtroendeargumentet har förts då

⁴⁴ Hetzler (2001) s. 79.

⁴⁵ Jareborg (2001) s. 51-52.

⁴⁶ Träskman, (2007) s. 550-553.

⁴⁷ Prop. 1999/2000:109 s. 42, SOU 2004:69 s. 58.

⁴⁸ Prop. 1990/91:42 s.38.

förtroendet för marknaden är ett vagt begrepp, som är svårt att operationalisera och mäta. Det finns således inga undersökningar som visar att så faktiskt är fallet.⁴⁹

Rättviseargumentet innebär att var och en som har tillgång till marknaden skall agera på samma villkor. Det skall inte finnas några grupper som särbehandlas i informationshänseende. För att uppnå detta krävs, att det finns ett långtgående krav på informationsgivande från företagets sida, samt ett förbud mot insiderhandel. Företags informationshantering finns reglerat i lag, i Finansinspektionens föreskrifter, FFFS och i börsens noteringsavtal.⁵⁰ Inom aktiemarknaden är en grundläggande princip, att alla aktörer skall ha tillgång till samma information vid samma tillfälle, likabehandlingsprincipen. All ny kurspåverkande information från noterade bolag skall omedelbart offentliggöras, för att åstadkomma en sund, rättvis och tillförlitlig aktiemarknad.⁵¹ Dock har undantag uppställts, nämligen regler om selektiv informationsgivning. Undantagsvis kan selektiv information delges utomstående utan ett offentliggörande, exempelvis vid en due diligence, företagsundersökning, inför kommande företagsförvärv. Undantagsregeln skall dock användas med stor restriktivitet och den selektiva informationen bör offentliggöras i ett senare skede för att häva insiderpositionen. Bolaget skall även informera budgivaren att denne blir en insider och att informationen inte får användas för egen eller annans vinning enligt lag.⁵² Det anses moraliskt förkastligt att vissa aktörer får informationsfördelar framför andra aktörer. I förarbetena framhålls, att många anser, att det moraliska argumentet är starkt nog att ensamt utgöra grund för ett straffrättsligt förbud mot insiderhandel.⁵³

3.2.2 Argument mot straffrättsliga sanktioner

Kompensationsargumentet tar sikte på att handel med insiderinformation är ett sätt att belöna företagsledningen. Företagsledningens sammansättning består ofta både av ägare men även av andra anställda. Handel med insiderinformation anses då vara ett sätt att uppmuntra även de anställda att äga aktier i företaget. På detta sätt får företagsledningen ytterligare ett incitament för att företaget skall gå bra, då det påverkar deras egen investering. Syftet är att skapa ett starkare samband mellan ledningens personliga förmögenhet och företagets. Invändningar mot detta argument har framförts, såsom risken att insiders medvetet påverkar kursen på aktien, till exempel genom att göra riskfyllda investeringar, för att skapa möjligheter för insiderhandel.⁵⁴

⁴⁹ Löfmarck (1988) s. 31-33.

⁵⁰ Af Sandeberg, Sevenius (2008), s 211-212.

⁵¹ Noteringsavtalet, bilaga 1, punkt 1 och 25.

⁵² Noteringsavtalet, bilaga 1, punkt 1.

⁵³ SOU 2004:69 s. 12.

⁵⁴ Nilsson (1994) s. 14.

Marknadens effektivitet styrs genom informationsflödets hastighet. Om all information vore tillgänglig, skulle kursers verkliga värde framträda. Enligt effektivitetsargumentet borde alla som bidrar till att ge kurser dess rätta värde välkomnas och inte motarbetas. Argumentet syftar till att personer med insiderinformation bör få handla fritt, vilket gör att sådan information snabbare når marknaden, istället för att finnas kvar hos företaget. Det blir på detta sätt en effektivare informationsspridning. Allmänt sett leder en insiders förvärv till att andra köper samma aktie, vilket i regel leder till ett minskat utbud och en värdestegring på det finansiella instrumentet.⁵⁵ En invändning mot detta argument är att det är bättre om insiderinformationen publicerades direkt av företaget, än att låta en insider successivt handla på en lägre kurs för att kursen sedan skall bli den ”rätta”.

Insiderbrott tillhör en brottstyp som är svår att upptäcka och ännu svårare att bevisa. Kontrollen av insiderhandel innebär ofta utredning av komplicerade ekonomiska sammanhang, som kräver specialistutbildad personal, vilket gör den kostsam.⁵⁶ Den svenska insiderregleringen är straffrättslig. Det krävs höga beviskrav för en fällande dom. Legalitetsprincipen är en central grundsats i straffrätten som uttrycks i artikel 7 i den europeiska konventionen angående skydd för de mänskliga rättigheterna och de grundläggande friheterna, EKMR, det vill säga att straff får ej utdömas utan direkt stöd i lag. Straffrättslig lagstiftning skall vara klar och tydlig så att samhällsmedborgaren kan förutse konsekvenserna av en handling. Vidare skall samtliga objektiva förutsättningar vara subjektivt täckta. Den subjektiva delen av brottet är i regel svårbevisad. En lagstiftning som inte är effektiv och som inte efterlevs, riskerar att urholka regelsystemet i stort och minska allmänhetens förtroende för lagen.⁵⁷

3.3 Alternativa sanktionssystem

Det traditionella straffrättsliga systemet kan, enligt ovan, te sig otillräckligt. Ett alternativ till den straffrättsliga ordningen, när det gäller insiderbrotten, är enligt Gent Jansson, f.d. chefsjurist på FI, en administrativ reglering med så kallad straffavgift. En sådan ordning finns redan inom andra områden såsom konkurrensområdet där Konkurrensverket ansvarar för att utreda brott mot konkurrensrätten. Eventuell straffavgift utdöms av domstol, med Konkurrensverket som käranden. Införande av administrativa sanktioner syftar till att tidigarelägga sanktionsmöjligheterna. En annan positiv följd av ett administrativt system är att sanktionsavgifter sannolikt medför en bättre effektivitet, eftersom de anses erbjuda en snabb, enkel och billig lösning på de problem, som beivrandet av regelöverträdelser utgör. Beviskraven, speciellt i subjektivt hänseende, skulle dessutom kunna sättas lägre.⁵⁸ Straffavgifter är som sagt ingen ny företeelse. Även i Bankrörelselagen (2004:297) finns det bestämmelser om straffavgifter och förseningsavgifter,

⁵⁵ Löfmarck (1988) s. 29.

⁵⁶ Nilsson (1994) s. 15-16.

⁵⁷ Af Sandeberg (2002) s. 46.

⁵⁸ SOU 2004:69, s. 67 och 209-210.

vilka endast riktar sig till juridiska personer. Ett system baserat på straffavgifter istället för straff verkar inte strida mot de EG-rättsliga direktiven på området. Enligt Gorton skulle vidare ett sådant system kunna kombineras med en särskild bestämmelse som stadgar att en straffavgift överstigande ett visst belopp kräver domstols erkännande.⁵⁹

En lösning som emellertid har diskuterats är en kombination av straffrättsliga och administrativa åtgärder. Enligt juris doktorn Catarina Af Sandeberg skulle de administrativa sanktionerna endast bli aktuella vid mer ringa brott, där gärningsmannen i vart fall borde ha insett att han handlade i strid med regelverket. Ett offentliggörande i samband med överträdelsen, skulle tillsammans med den administrativa sanktionen, troligen leda till en preventiv effekt.⁶⁰ Att införa administrativa sanktioner parallellt med kriminaliseringen skulle komma att innebära vissa svårigheter. En sådan ordning kan innebära att personer riskerar att drabbas av både straffrättsliga och administrativa påföljder för samma sak. Detta strider mot principen att en person inte skall kunna straffas två gånger för samma sak. Vidare finns det en risk att ett sådant förfarande, där beviskraven sänks, inte är förenligt med artikel 6, EKMR. Då skattetilläggsförfarandet bedömts falla in under artikel 6, finns det skäl att anta att även en administrativ sanktionsavgift skulle göra det. Det skulle i sådana fall krävas ett subjektivt rekvisit.⁶¹ I Sverige sker prövning av gärning som kräver uppsåt av domstol på talan av åklagare.⁶² Ett införande av administrativa sanktioner har inte ansetts möjligt med beaktande att ett sådant system kräver att det skall vara enkelt att konstatera att en överträdelse har skett samt vilket belopp som skall påföras vid varje enskilt tillfälle. Administrativa sanktioner har inte ansetts lämpliga vid insiderbrott. Ett parallellt förfarande med straffrättsliga sanktioner och ett administrativt sanktionssystem har, vad gäller insiderbrott, inte ansetts förenlig med svensk rättsordning. Regeringen framförde dock samtidigt att det kan finnas anledning att återkomma till frågan.⁶³

Möjlighet att väcka civilrättsliga skadestånd, med lägre beviskrav och andra krav på subjektiv täckning, skulle enligt Af Sandeberg bidra till en större effektivitet genom att åtgärderna blir mer aggressiva och framförallt snabbare. Finns sådan ersättningssanktion skulle det öka den preventiva effekten av regelverket.⁶⁴ Det finns även svårigheter med en sådan sanktionsform. Handel av värdepapper sker på en anonym marknad där säljaren och köparen inte är kända för varandra. Personen med insiderinformation påverkar inte motparten att handla, kan denne då anses orsaka denne en skada? Är det enbart denna person som i så fall skadas? Det blir således både problem med att fastställa orsakssamband och med att

⁵⁹ Gorton (2004) s. 2.

⁶⁰ Af Sandeberg (2002) s. 179-182.

⁶¹ Jacobson, Lycke (2005) s. 311-312.

⁶² Prop. 1999/2000: 109 s. 40.

⁶³ SOU 2004:69 s. 60-67.

⁶⁴ Af Sandeberg (2002) s. 181.

avgränsa vilka som omfattas av skadan.⁶⁵ Civilrättsliga sanktioner, i form av skadestånd, ter sig därmed olämpliga vid denna sorts brottslighet. Skadeståndet skulle då troligen få karaktären av så kallat bestraffande skadestånd, vilket är främmande för svensk rätt. De belopp som förverkas i målet avsätts då för detta ändamål.⁶⁶ Det har tidigare framförts att en självreglering skulle bli mer flexibel och följsam. Det skulle vara lättare att ta hänsyn till ändrade förhållanden på finansmarknaden genom att reglerna kan ändras lättare och snabbare. Behandlingen av regelöverträdelserna skulle vidare bli mer informell, vilket är både tids och kostnadsbesparande i jämförelse med domstolarnas handläggning. Experter på området skulle då göra bedömningen om en regel överträts eller inte. Det finns även nackdelar med en sådan form av reglering då den bygger på de medverkande parternas goda vilja och hederliga avsikter. Skulle en grupp välja att inte följa reglerna skulle de bli tandlösa. Missbruk hos tredje man skulle inte heller kunna beivras.⁶⁷

3.4 Kriminalisering av insiderförhållanden i Norden

Vad gäller kriminaliseringsfrågan är det av intresse att se över gränserna till våra närmaste grannländer. De nordiska länderna har en stor kultur- och värdegemenskap vilket i regel resulterar i liknande lagstiftning. När det gäller marknadsmissbruk har det emellertid funnits vissa skillnader mellan de nordiska ländernas lagstiftning. Något som är gemensamt för samtliga länder är att alla valt att kriminalisera insiderbrott. Vidare är det endast ett fåtal ärenden som leder till domstolsavgöranden. Sverige avviker genom att vi har valt att parallellt till MmL även ha administrativa sanktioner i lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument AnmL gällande anmälningsskyldighet⁶⁸ Island har den yngsta lagstiftningen och där har endast ett mål kommit till domstol.⁶⁹ Av den anledningen kommer den inte att beröras närmare.

Danmark har haft ett förbud mot insiderhandel sedan 1986. Alla som missbrukar insiderinformation begår insiderhandel, jämfört med Sverige där det endast är de som *får* sådan information. I likhet med svensk lagstiftning har de inga utvalda personkretsar utan alla omfattas. För att informationen skall klassificeras som insiderinformation krävs att informationen inte är offentlig samt är tillräckligt väsentlig för att göra en effekt på aktiekurserna om den görs offentlig. Väsentlighetskravet skall vara uppfyllt innan informationen blir offentlig, vilket betyder att den faktiska kurspåverkan inte får betydelse. Det räcker att personen som får informationen förstår eller borde förstå, att det är icke offentliggjord information, för att omfattas av förbudet. Sanktionerna vid överträdelse är böter eller fängelse upp till ett

⁶⁵ Löfmarck (1988) s. 38-39.

⁶⁶ Gorton (2004) s.2.

⁶⁷ Rundfelt (1989) s. 188-190.

⁶⁸ Hansen Lau (2003) s. 72.

⁶⁹ Hansen Lau (2003) s. 201.

och ett halvt år. Vid grovt insiderbrott är maxstraffet fyra år. I realiteten bestäms normalstraffet till två till tre månader och vid grovt brott till fem-sex månader.⁷⁰ Det finns endast ett begränsat antal domar när det gäller insiderbrott. Det har framförts kritik gällande för höga beviskrav. Även kriminaliseringsformen har ifrågasatts och tankar om ett administrativt förfarande har väckts.⁷¹

I Norge reglerades insiderhandel, som avser missbruk av förtrolig aktiebolagsinformation 1985. Det tillkom en ny lag 1997 som ersatte den ursprungliga regleringen. Den nya lagen innebar inga större förändringar gällande insiderreglerna. 2001 skedde ett flertal förändringar av insiderregleringen. Syftet med ändringarna var att effektivisera, klargöra samt skärpa insiderförbudet. Norge har liksom svensk rätt krav på att informationen skall vara tydlig och sannolik för att få insiderkaraktär. Kraven på klassificeringen av insiderinformation har emellertid sänkts. Det krävs inte längre att informationen är ägnad att väsentligen påverka priset på det finansiella instrumentet. Utgångspunkten är istället huruvida en förnuftig investerare hade uppmärksammat informationens betydelse. Detta betyder att det blir lättare att klassificera information som insiderinformation. Sanktionerna vid överträdelse av insiderförbudet är böter eller fängelse upp till sex år. Insiderförbudet har endast resulterat i fyra domar, varav två fällande domar.⁷²

Finland saknade i princip lagstiftning om värdepappershandel fram till år 1989, då den finska värdepappersmarknadslagen (495/1989) trädde i kraft. Före detta var den finska aktiemarknaden reglerad med hjälp av Helsingfors fondbörs och börsmäklarförningens regler, och allmänna obligations-, och bolagsrättsliga stadganden, så kallad självreglering.⁷³ Anledningen till kriminaliseringen var den snabba utvecklingen på värdepappersmarknaden på 1980-talet. Det fanns inget påtagligt missbruk som gav upphov till regleringen men det anses viktigt att investerare har förtroende för marknaden.⁷⁴ Här finns ett förbud mot missbruk av insiderinformation, vilket riktar sig till de alla som uppsåtligen eller av grov oaktsamhet missbrukar insiderinformation. Den finska lagstiftningen har valt att dela in insiderinformationen i olika kategorier, företagsinformation respektive marknadsinformation. För att det skall vara tal om insiderinformation krävs att det är information som inte är offentlig eller tillgänglig för marknaden och ägnad att väsentligt påverka värdepapprens värde eller pris. Det krävs dessutom en aktiv handling för att insiderförbudet skall aktualiseras, d.v.s. antingen ett köp, ett byte eller en aktieteckning med avsikt att göra vinst eller en försäljning, vars syfte är att förhindra en förlust. Liksom svensk rätt kriminaliseras inte passivitet, t ex att bibehålla sina existerande aktier. Däremot kan en medveten rådgivning ge upphov till straff trots att mottagaren av informationen inte handlar. Sanktionerna är böter eller

⁷⁰ Hansen Lau (2003) s. 111-114.

⁷¹ Hansen Lau (2003) s. 119-121.

⁷² Hansen Lau (2003) s. 243-248.

⁷³ Oker-Blom (1999) s. 346-347.

⁷⁴ Hansen Lau (2003) s. 131.

fängelse upp till två år vid insiderbrott samt max fyra år vid grovt insiderbrott. Finland har liksom Sverige kompletterat kriminaliseringen med vissa preventiva bestämmelser, såsom skyldighet för vissa personer att offentliggöra sitt värdepappersinnehav. Till skillnad från Sverige så har den finländska lagstiftaren även infört en ersättnings- eller skadeståndsregel. Kriminaliseringen ansågs inte tillräcklig då insiderbrott är av sådan art att den är svår att upptäcka.⁷⁵ 2003 hade det ännu inte väckts något åtal gällande uppsåtligt missbruk av insiderbrott. De åtal som väckts har gällt fåtal transaktioner där domstolen bedömt agerandet som oaktsamt och dömt ut låga bötesbelopp.⁷⁶

⁷⁵ Oker-Blom (1999) s. 346-350.

⁷⁶ Hansen Lau (2003) s. 155-156.

4 Insiderinformation

4.1 Allmänt

Förbudet mot insiderhandel innebär förenklat, att den som får insiderinformation och sedan själv handlar eller föranleder annan, genom råd eller dylikt att handla, gör sig skyldig till insiderbrott, 2 § MmL. Insiderinformation är det centrala i insiderbrott och därav är det av vikt att inledningsvis utreda detta begrepp närmare. Begreppet insiderinformation har inte ändrats i materiell mening sedan införandet i lagstiftningen. Innebörden av dagens definition vad gäller begreppet insiderinformation kan därmed sökas inte endast från förarbetena till MmL, utan även ur förarbetena till såväl insiderlagen som insiderstrafflagen.⁷⁷ Insiderinformation definieras i 1 § 1 p. MmL:

”Information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument.”

De förändringar som har skett är att *priset* tidigare benämndes som *kursen* både i IL och ISL. Vid införandet av ISL ersattes rekvisitet *fondpapper* med *finansiella instrument*. Begreppets olika rekvisit kommer att behandlas nedan för att förklara begreppets komplexitet. Jag kommer särskilt lyfta fram de rekvisit, som är av större intresse för min frågeställning, gällande begreppets vaghet.

4.2 Revisiten

4.2.1 Information

Information kan enligt förarbeten vara uppgifter, kunskaper och vetande av vilket slag som helst. Information kan exempelvis avse kunskap om det allmänna ränteläget eller kunskap bland anställda på ett värdepappersinstitut om en kunds avsikt. Begreppet information har en vidsträckt innebörd. Detta innebär att övriga rekvisit sätter gränsen för vad som utgör insiderinformation.⁷⁸

4.2.2 Icke offentliggjord eller inte allmänt känd

För att det skall handla om insiderinformation krävs att den varken blivit offentliggjord eller allmänt känd. Blir informationen offentlig eller sprids så att den blir allmänt känd kan den därför inte anses vara av insiderkaraktär. Omständigheten blir offentliggjord om den gjorts tillgänglig genom en medveten handling, medan begreppet allmänt känd handlar om allmänhetens vetskap. Offentliggjord tar med andra ord sikte på själva

⁷⁷ Prop. 1999/2000:109 s. 52-53.

⁷⁸ Prop. 1999/2000:109 s. 81, Prop. 1990/91:42 s. 82.

handlingen att offentliggöra, medan begreppet allmänt känd blir aktuellt om en uppgift faktiskt nått sådan spridning att den kan anses allmänt känd.⁷⁹ Enligt förarbetena är en omständighet allmänt känd om den publiceras på en marknadsplats eller omnämns i massmedia. Publiceras en omständighet i en rikstäckande tidning, eller om den uppmärksammas i radio eller TV, får den i allmänhet anses offentliggjord. Den avgörande tidpunkten för när offentligheten inträffar sker när spridningen inleds, dvs. exempelvis när en nyhet kommer upp på förekommande bildskärmar såsom Reuters eller när tidningar lämnar tryckeriet. Spridning av information inom en sluten krets, exempelvis en privat aktiesparklubb eller liknande, bör inte anses tillräcklig för att informationen skall anses vara offentliggjord. Den utökade användningen av internet har uppmärksamats och bör även beaktas vid spridning. En förutsättning för att information på Internet skall kunna räknas som allmänt känd är, att informationen är tillgänglig för envar och att den faktiskt blir spridd i tillräcklig omfattning. Kommenteras omständigheten på en välkänd eller välbesökt internetsida, såsom en "aktiechatsida" kan det likställas med ett offentliggörande i en rikstäckande tidning eller som allmänt känd.⁸⁰ Exempel på sådana "aktiechatsidor", som är välkända och välbesökta av allmänheten, är avanza.se och di.se.⁸¹ Den som fått information, som upphört att påverka kursen på ett finansiellt instrument, anses inte längre besitta insiderinformation.⁸²

Tidpunkten för offentliggörande har preciserats mer tydligt i praxis. I målet VBG Produkter AB⁸³ diskuterades när insiderinformation ansågs föreligga. Alternativen var vid företagets bokslutskommuniké, som ger en bild av framtidsutsikterna för bolaget eller vid den senare offentliggjorda kvartalsrapporten. Åklagaren i målet hävdade att offentliggörandet skedde först med kvartalsrapporten, som var mer tydlig och definierad. Hovrätten ansåg dock att innehållet i bokslutskommunikén talade starkt för att bolagets resultat skulle förbättras väsentligt, vilket i sig var en kurspåverkande information. Då informationen blivit allmänt känd friades de åtalade för insiderbrott.

4.2.3 Omständighet

För att det skall vara fråga om insiderinformation krävs enligt förarbeten att det rör sig om en omständighet av specifik natur. Sådant krav fanns redan i insiderdirektivet 1989. Trots detta gjordes inga förtydliganden av rekvisitets innehåll när insiderinformation fick sin första legaldefinition, vilket först skedde genom ISL. Någon ändring av den svenska definitionen ansågs inte erforderlig, då begreppet omständighet redan anses innefatta ett krav på specifik natur. Det gjordes dock ett förtydligande i motiven, vilket ansågs

⁷⁹ Samuelsson *et al* (2005) s. 187.

⁸⁰ Prop. 2004/05:142 s. 66-67, Prop. 1990/91:42 s. 82-83.

⁸¹ Svensson, Schedin (2006) s. 28-29.

⁸² Prop. 1999/2000:109 s. 81.

⁸³ Svea Hovrätt B 291/95, 1996-12-13.

som en tillräcklig åtgärd.⁸⁴ Definitionen till specifik natur finns i art 1.1 första genomförandedirektivet, 2003/124/EG:

”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 derivainstrument”

En omständighet skall således vara sannolik och konkret. Sådan omständighet tar sikte på viss företeelse och säger något av bestämd betydelse för prisbildningen på värdepappersmarknaden. En specifik uppgift kan avskiljas från annan information eller gentemot en annan kategori. Exempel på en sådan kurspåverkande omständighet är en positiv/negativ ekonomisk rapport eller ett väsentligt affärsavtal gällande framtida företagsförvärv. Svårigheter uppkommer om uppgifter var för sig inte är att anse som kurspåverkande men däremot tillsammans. För att en uppgift skall vara specifik krävs inget samband med ett särskilt subjekt till exempel ett visst bolag. Som nämnts tidigare kan även information av mer allmän natur, såsom det allmänna ränteläget utgöra insiderinformation. Allmänt kursdrivande information berör då marknaden som helhet. Det kan dock inträffa att en uppgift endast berör enstaka marknader, såsom vid införande av nya miljöbestämmelser. Uppgifterna kan då få karaktären av insiderinformation för den bransch, som omedelbart berörs men inte för andra.⁸⁵ I Pinkerton/Securitas-målet uttrycker domstolen i domskälen att det måste röra sig om klara och otvetydiga uppgifter, för att det skall vara fråga om insiderinformation.⁸⁶ Enligt förarbetena skall dock inte rena rykten anses utgöra sådan omständighet, som är sannolik eller konkret. Enligt doktrin omfattar begreppet sannolikt inte heller åsikter, som är grundade på allmänt tillgänglig information eller spekulationer. Vad som utgör information av specifik natur är en svår gränsdragning. Departementsrådet Lars Afrell har tidigt gjort ett uttalande gällande svårigheterna med att i enskilda fall skilja rykten från insiderinformation. Detta inträffar speciellt för sådana yrkesgrupper som dagligen utsätts för intensivt informationsflöde, såsom mäklare och analytiker av olika slag. Enligt Af Sandeberg går gränsen vid rykten som kommer från informationskanaler, som vanligen har tillgång till insiderinformation.⁸⁷

4.2.4 Ägnad

Omständigheten skall vidare vara ägnad att väsentlig påverka priset på finansiella instrument. Det skall röra sig om en omständighet som erfarenhetsmässigt påverkar kursen då den offentliggörs. Omständigheten är ägnad att påverka kursen, om det framstår som mycket sannolikt, att ett offentliggörande kommer att driva kursen uppåt eller nedåt. Bedömningen

⁸⁴ Prop. 2004/05:142 s. 55-56 och SOU 2004:69 s.76.

⁸⁵ Samuelsson *et al* (2005) s. 186-187.

⁸⁶ Stockholms tingsrätt B 1432-99, 2001-01-25.

⁸⁷ Af Sandeberg (2002) s. 84.

skall ske vid tidpunkten för handlingen och inte i efterhand. Det betyder att det är den förväntade kursförändringen som avses.⁸⁸ Följande uttalande har däremot skett av departementschefen i tidigare förarbeten:

”Om en kursrörelse uteblivit fastän en sådan framstått som mycket naturlig då affären företogs är situationen den omvända. Man kan dock utgå från att överträdelsen av förbudet i allmänhet inte beivras i sådant fall.”⁸⁹

Det infinner sig dock svårigheter med att i förväg beräkna huruvida händelsen är av sådan karaktär, att den typiskt sett kommer att påverka kursen.⁹⁰ Tolkning och tillämpning av rekvisitet, ägnad att väsentligt påverka priset, har varit föremål för ett flertal domstolsavgöranden. Det varierar hur domstolen tolkar begreppet, vilket jag kommer att återkomma till i kapitel 7.

4.2.5 Väsentlighetskravet

Väsentlighetskravet innebär att det skall röra sig om en väsentlig påverkan på priset. Lagstiftaren har behandlat väsentlighetskravet ett flertal gånger i förarbeten till svensk lagstiftning. Det finns ingen klar gräns för när kurspåverkan är att anse som väsentlig. I förarbetena samt i rättstillämpningen har en tioprocentig kursavvikelse i allmänhet ansetts vara väsentlig.⁹¹ Lagstiftaren har vid ett flertal gånger påpekat svårigheten med en procentuell gräns. Vad som är väsentligt kan variera på olika marknader, vilket gör det svårt att precisera en allmän gräns. Marknaden för räntebärande instrument är mer känslig för kursförändring än exempelvis optionsmarknaden, där förändring i kursen ses som normalt. När det gäller räntebärande instrument kan en liten kursförändring anses vara väsentligt, i jämförelse med aktieoptioner där det torde krävas en mycket stor procentuell förändring av optionskursen.⁹² Samuelsson *et al* har framfört följande i sin kommentar till MmL.

”I den praktiska rättstillämpningen har det ovan nämnda uttalandet om en gräns på 10 procent, trots insikten om sådana gränsvärdens relativa godtycklighet, fått en stor betydelse för vilka transaktioner som görs till föremål för närmare utredning av tillsynsmyndigheten.”⁹³

Med anledning av rättstillämpningen fick frågan åter aktualitet i förarbetena till MmL. Det ansågs då att det krävdes en markering gentemot de äldre uttalandena om en specifik procentsats. Det anses inte lämpligt att använda sig av en preciserad procentsats, utan hänsyn får tas till olika parametrar, som till exempel allmänna tendenser på marknaden och speciella egenskaper hos det finansiella instrumentet. Bedömningen påverkas av om

⁸⁸ Prop. 1990/91:42 s. 51-52 och 82.

⁸⁹ Prop. 1984/85:157 s. 89.

⁹⁰ Afrell *et al* (1998) s.286-287, Samuelsson *et al* (2005) s. 199-201.

⁹¹ Prop. 1985/1985:157 s. 89, Prop. 1990/91:42 s.82 f.

⁹² Prop. 1990/91:42 s.82-83.

⁹³ Samuelsson *et al* (2005) s. 191.

en akties värde är högt, lågt eller normalt föremål för stora förändringar.⁹⁴ Det krävs inte att priset faktiskt förändrats när insiderinformationen blir offentlig. Tillämpligheten avgörs om personen, som fått insiderinformation har haft anledning att förvänta sig att denna väsentligt skulle kunna påverka priset på det finansiella instrumentet, när den blev offentlig.⁹⁵ Det första rättsfallet, där väsentlighetskravet bedömdes av domstol, var i det så kallade Fermenta-målet, RH 1990:102.

Fermenta AB, ett bioteknikföretag grundat 1981. Ett flertal utländska företagsköp genomfördes samt en framgångsrik börsintroduktion. A som var majoritetsägare, styrelseledamot, VD och koncernchef drev konstant upp kursen på Fermenta-aktien. Detta skedde med hjälp av vilseledande information om Fermentas resultat och prognoser samt försäljning av aktier till bulvan som drev upp priset. 1986 avslöjades att ägaren inte hade den doktorskompetens som han uppgivit. Före avslöjandet var aktien en av börsens mest omsatta, vilket därefter drastiskt ändrades.⁹⁶ Hovrätten ansåg att A varit medveten om de oriktiga och vilseledande uppgifterna om Fermenta AB samt känt till de rätta omständigheterna. Det ansågs uppenbart att dessa uppgifter skulle ha väsentligt påverkat kursen på aktierna i Fermenta AB om de blivit allmänt kända, vilket A måste ha insett. A dömdes bland annat för grovt svindleri.

Hovrätten uttalade att det var uppenbart, att de oriktiga och vilseledande uppgifterna skulle ha väsentligt påverkat kursen på aktierna i Fermenta AB, om de blivit allmänt kända. Det fördes därav ingen diskussion angående rekvisitets tillämplighet. I Bure-målet⁹⁷ var emellertid omständigheterna sådana att bedömningen, gällande väsentligheten, fick ett betydligt större utrymme. Fallet kommer att behandlas mer utförligt i kapitel 7.

4.2.6 Finansiella instrument

Definitionen av finansiella instrument finns i 1 kap. 1 § lagen om handel med finansiella instrument, LHF:

”Fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden”

Gemensamt för dessa är att de är utgivna för allmän omsättning, dvs. handel på värdepappersmarknaden. Finansiella instrument är en samlingsbeteckning för alla instrument som förekommer på värdepappersmarknaden. Exempel på sådana instrument är aktier, obligationer, depåbevis, andelar i investeringsfonder, optioner och terminer. Detta är inte en uttömmande uppräkningslista, utan samtliga finansiella instrument omfattas. Det vida begreppet finns för att inte lagstiftningen skall behöva ändras vid varje tillfälle då ett nytt finansiellt instrument tillkommer.⁹⁸

⁹⁴ Prop. 1990/91:42 s. 82, Prop. 2004/05:142 s. 56, Samuelsson et al (2005) s. 191.

⁹⁵ Svensson, Schedin (2006) s. 22.

⁹⁶ Af Sandeberg (2002) s. 127-129.

⁹⁷ Hovrätten för Västra Sverige B 3354-05, 2006-10-05

⁹⁸ Samuelsson et al (2005) s. 205-209, 1 § 2 p MmL.

5 Insiderbrotten

5.1 Allmänt

Marknadsmisbrukslagens regler innebär ett förbud mot det som i dagligt tal kallas insiderhandel. *Insiderhandel* kan definieras på så sätt att en person köper eller säljer finansiella instrument, samtidigt som han eller hon har kännedom om en omständighet eller ett förhållande, som inte är allmänt känd och som väsentligen skulle påverka kursen på det finansiella instrumentet om den blev offentlig. Om en person bedriver sådan handel eller påverkar någon annan att handla begås ett insiderbrott. För att det skall vara fråga om insiderbrott krävs att personen haft tillgång till insiderinformation. Användandet av insiderinformation kan leda till att marknadsmisbrukslagens straffbestämmelser träder i kraft. Marknadsmisbrukslagen innehåller två förbud, vilka var för sig leder till insiderbrott, handelsförbudet och rådgivningsförbudet i 2 § MmL.

Insiderbrott är endast straffrättsligt sanktionerade genom MmL. Det finns inga civilrättsliga sanktioner i form av exempelvis skadestånd. Insiderbrott förekommer i tre svårighetsnivåer, *insiderförseelse*, ringa brott, kan ge böter eller fängelse i högst sex månader, *insiderbrott* kan ge fängelse i högst två år och *grovt insiderbrott* har en straffskala på lägst sex månader och högst fyra år. Vid oaktsamhet inträder även vårdslöst insiderförfarande enligt 3 § MmL, straffet kan bli böter eller fängelse i högst sex månader.⁹⁹ Tidigare krävdes grov oaktsamhet, vilket dock har slopats i MmL.¹⁰⁰ Vid införandet av MmL kriminaliserades även försök till insiderbrott och grovt insiderbrott i syfte att anpassa den svenska lagstiftningen till marknadsmisbruksdirektivets andra artikel.¹⁰¹

5.2 Handelsförbudet

5.2.1 Den som får insiderinformation

Handelsförbudet, i 2 § 1 st. 1 men MmL, avser det förhållandet att en person köper eller säljer finansiella instrument på värdepappersmarknaden, för egen eller annans räkning, baserat på insiderinformation som denna *fått*. I den tidigare insiderlagstiftningen fanns det tre personkretsar som kunde anses ha insiderinformation, primära och sekundära insiders samt tipsmottagare. I marknadsmisbrukslagen finns ingen bestämd personkrets, som drabbas av insiderförbudet. Det krävs således inget samband mellan den person som handlar, efter att denne har erhållit insiderinformation och det företag vars finansiella instrument personen handlar med, för att det skall anses vara insiderhandel. Förbudet mot insiderhandel riktas mot alla

⁹⁹ Af Sandeberg, Sevenius (2008), s 299.

¹⁰⁰ Samuelsson *et al* (2005 s. 234.

¹⁰¹ Samuelsson *et al* (2005), s. 246.

personer som fått insiderinformation, oavsett deras ställning eller på vilket sätt de har fått del av informationen. Detta innebär att det är förbjudet för alla och envar att handla efter att denne fått insiderinformation. Att lagstiftaren valt avgränsningsrekvisitetet *får* innebär att transaktioner som utförs med vetskap om egna avsikter inte omfattas av handelsförbudet.¹⁰²

I Pinkerton/Securitas-målet¹⁰³ utredde domstolen frågan om tre av de tilltalade, mäklare anställda hos Matteus Fondkommission, hade fått insiderinformation då de fått kännedom om att Securitas hade för avsikt att förvärva samtliga aktier i Pinkerton. Mäklarna förnekade att de fått insiderinformation enligt lagrummet lydelse utan menade att de analyserat sig fram till informationen genom att, efter egna observationer och efterforskningar i kombination med deras kunskaper, dragit slutsatsen att Securitas ämnade förvärva aktierna i Pinkerton. En av de tilltalade uppgav att han ca en månad före offentliggörandet tagit del av en artikel i DN där det framgick att intresse fanns från Securitas att gå in på den amerikanska marknaden. De hade även observerat ett ökat intresse för aktierna i Pinkerton, som vanligtvis var lågt. Tingsrätten fann att det inte var visat att de fått någon insiderinformation. Hovrätten fann ingen anledning att frågå tingsrättens bedömning i denna fråga.¹⁰⁴

Personer som har insiderinformation exempelvis genom egna analyser som sker med ledning av allmänt tillgängliga uppgifter, omfattas således inte av handelsförbudet.¹⁰⁵ I Pinkerton/Securitas-fallet hade mäklarna emellertid delvis fått tillgång till information, som inte var allmänt tillgänglig. Samuelsson *et al* har med anledning av detta kommit fram till att två transaktionsformer faller utanför bestämmelsens tillämpningsområde, utöver sådana som baseras på egna avsikter, nämligen

”Sådana transaktioner som grundas på analyser av (i) allmänt tillgängliga uppgifter eller (ii) uppgifter som inte var allmänt tillgängliga vid transaktionstillfället men som – betraktat för sig – inte kan sägas utgöra insiderinformation.”

Att lagstiftaren valt formuleringen *den som får insiderinformation* kan därmed ses som ett undantag från principen att ingen får handla på insiderinformation.¹⁰⁶

5.2.2 Handel för egen eller någon annans räkning

Kretsen av personer, som omfattas av handelsförbudet, har successivt utvidgats då insiderlagstiftningen har utvecklats. Genom MmL:s införande omfattar handelsförbudet samtliga fysiska personer, som handlar för sin egen eller någon annans räkning. Trots att vi inte har något straffansvar för juridiska personer omfattar *någon annans räkning* även juridiska personer. Juridiska personers värdepappersaffärer omfattas av den anledningen att det annars varit för lätt att kringgå handelsförbudet, eftersom det alltid är en

¹⁰² Samuelsson *et al* (2005) s. 215-217.

¹⁰³ Stockholms tingsrätt B 1432-99, 2001-01-25

¹⁰⁴ Svea Hovrätt B 1461-01, 2002-06-20.

¹⁰⁵ Prop. 2004/05:142 s.59.

¹⁰⁶ Samuelsson *et al* (2005), s. 218.

fysisk person som faktiskt agerar å den juridiska personens vägnar.¹⁰⁷ Enligt praxis är det vanligt att den som dömts för insiderbrott handlat å ett aktiebolags vägnar. Så skedde exempelvis i Export AB Norden-målet¹⁰⁸, där den tilltalade sålde aktier för sig själv såväl som för sitt privata aktiebolags räkning. Även i ovan nämnda Pinkerton/Securitas-målet hade några av de tilltalade förvärvat aktier både för sin egen räkning, såsom för annan fysisk eller juridisk person.¹⁰⁹

5.2.3 Förvärvar eller avyttrar

För att handelsförbudet skall bli tillämpligt krävs att någon förvärvar eller avyttrar sådana finansiella instrument som informationen rör. Själva handeln behöver inte ha motiverats av insiderinformationen, utan det räcker att det kan konstateras att handel skett med tillgång till insiderinformation. Den primära avsikten saknar betydelse. Det krävs dock en aktiv handling. Om en person har fått insiderinformation och med anledning av detta väljer att inte förvärva eller avyttra kan aldrig anses ha brutit mot förbudet. Passiv handel kan därmed aldrig straffbeläggas. Vid situationer där en person återkallar en köp- eller säljorder kan det däremot ge upphov till otillbörlig marknadspåverkan.¹¹⁰ Handelsförbudet omfattar vidare endast de finansiella instrument som informationen rör. Insiderinformationen skall således vara ägnad att påverka kursen på just de finansiella instrument som handeln avser.¹¹¹

5.3 Rådgivningsförbudet

5.3.1 Den som får insiderinformation

Rådgivningsförbudet, i 2 § 1 st. 2 men MmL, omfattar den som *får* insiderinformation och som med råd eller på annat sätt föranleder någon annan att förvärva eller avyttra, sådana finansiella instrument som informationen rör, genom handel på värdepappersmarknaden. Uttryckssättet *får* fyller här samma uppgift som i handelsförbudet. Var och en som omfattas av handelsförbudet omfattas även av rådgivningsförbudet. En person som med vetskap om egna planer eller egna analyser ger råd eller föranleder annan att handla baserat på denna vetskap, gör sig inte skyldig till insiderbrott. Uppgiftslämnaren kan emellertid göra sig skyldig till brottet obehörigt röjande av insiderinformation, så kallade röjandeförbudet. Uppgiftsmottagaren, som får ta del av denna vetskap, får därigenom insiderinformation och omfattas således av både handels- och rådgivningsförbudet. Det krävs dock att mottagaren insett att det varit fråga om insiderinformation för att straffbuden skall bli tillämpliga.¹¹²

¹⁰⁷ Prop. 1990/91:42, s. 43-44.

¹⁰⁸ Göta hovrätt B 320/90, 1991-05-03.

¹⁰⁹ Samuelsson *et al* (2005) s. 220.

¹¹⁰ Svea Hovrätt B 6675/00, 2001-10-30.

¹¹¹ Samuelsson *et al* (2005) s. 221-224.

¹¹² Samuelsson *et al* (2005) s. 225.

Uppgiftslämnaren kan även bli skadeståndsskyldig om denne genom finansiell rådgivning uppsåtligt eller av oaktsamhet orsakar en konsument ren förmögenhetsskada, enligt 6 § lag (2003:862) om finansiell rådgivning till konsument, LFRK, s.k. rådgivningslagen.

5.3.2 Handel genom rådgivning eller på annat sätt

Begreppet *råd* är inte förbundet med någon legaldefinition eller klagörande motivuttalande. Enligt Samuelsson *et al* innebär rådgivning att någon genom "sakligt förankrad vägledning" lämnar råd till en annan person, för att denne skall kunna bedöma det lämpliga i att förvärva eller avyttra sådana finansiella instrument som insiderinformationen rör. Rådgivning är individuellt utformad snarare än kollektivt präglad, vilket innebär att den inte går att jämföra med marknadsföring eller försäljning.¹¹³ Syftet med denna bestämmelse är bland annat att komma åt den typiska bulvanaffären.¹¹⁴ Enligt förarbetena krävs det att informationen används av rådgivaren. Det måste finnas ett samband mellan insiderinformationen och rådet för att rådgivaren skall anses bryta mot rådgivningsförbudet. Det innebär att ett råd, som skulle ha fått samma innehåll även om rådgivaren inte haft tillgång till insiderinformation, inte medför ansvar.¹¹⁵ Det kan inträffa att både rådgivaren och uppgiftsmottagaren gör sig skyldiga till insiderbrott. Detta sker då rådgivaren i samband med rådet lämnar ut insiderinformation. Uppgiftsmottagaren har då fått insiderinformation och bryter mot handelsförbudet om denne följer det givna rådet.¹¹⁶ Om en person exempelvis ger en annan person en sälj- eller köprekommendation, utan att samtidigt delge personen den bakomliggande insiderinformationen, kan det resultera i att personen som föranleder köpet gör sig skyldig till insiderbrott men personen, som handlar baserat på denna rekommendation, inte begår ett brott. Denna situation blev aktuell i Tivox-målet¹¹⁷, vilket kommer att utredas närmare i kapitel 7.

Begreppet *på annat sätt* innebär problem, enligt doktrin, då stadgandet är vagt. Sådant som skulle kunna omfattas torde vara ett tips, som lämnats av egen fri vilja och utan att mottagaren av tipset vänt sig till personen i fråga för att få ett råd i en placeringsangelägenhet. Det krävs vidare att personen agerar på något sätt samt inser att det handlar om insiderinformation. Något som däremot inte omfattas är om någon av ren slump skulle få del av insiderinformation, exempelvis genom att lyssna på ett samtal på en buss eller restaurang. Denna person omfattas dock av handelsförbudet, om informationen går att konkretisera som insiderinformation.¹¹⁸

¹¹³ Samuelsson *et al* (2005) s. 225-226.

¹¹⁴ Prop. 1990/91:42 s.83.

¹¹⁵ Prop. 1999/2000:109 s. 83, Prop. 1995/96:215 s. 77-80.

¹¹⁶ Samuelsson *et al* (2005) s. 226.

¹¹⁷ NJA 2008 s 292.

¹¹⁸ Samuelsson *et al* (2005) s. 227-228.

5.3.3 Föranleder

Rekvisitet *föranleder* innebär att det krävs att uppgiftsmottagaren faktiskt genomför en affär. Fullbordat insiderbrott sker först när uppgiftsmottagaren genomför den affär som rådet avsåg. Genomförs en affär krävs det dock inte att det kan påvisas att själva rådet faktiskt motiverat affären. Av denna anledning torde det räcka att konstatera att rådgivaren har lämnat ett råd avseende vissa finansiellt instrument, som sedan uppgiftsmottagaren handlar med.¹¹⁹

5.4 Närbesläktade brott

5.4.1 Allmänt

Svindleri är en form av informationsbrott som skiljer sig från insiderbrotten. Insiderbrotten innebär att en person för egen eller annans fördel handlar efter att de har fått insiderinformation. Med svindleri menas att en person undanhåller information för att påverka bedömningen av företag eller företagets fondpapper.¹²⁰ Svindleribrottet är stadgat i 9 kap 9 § BrB. Svindleribrottet innebär en kriminalisering av bedrägliga förfaranden. Det krävs att de vilseledande uppgifterna lämnats i syfte att påverka priset. Det krävs dessutom uppsåt i fråga om att informationen var vilseledande. Personkretsen är begränsad till den som medverkar vid bildandet av aktiebolag eller annat företag, eller som på grund av sin ställning bör äga särskild kännedom om företaget.¹²¹ Ett annat informationsbrott då sambandet med insiderbrotten är mer tydligt är otillbörlig marknadspåverkan. Både svindleri och otillbörlig marknadspåverkan handlar om informationsspridning, vilket kan skapa en konkurrenssituation. Passar en gärning in under båda brottsbeskrivningarna skall allmänna regler om konkurrens tillämpas. Otillbörlig marknadspåverkan kräver emellertid inte ett direkt uppsåt, vilket gör att brottet får större tillämpningsområde.¹²² Med anledning av brottets nära samband med insiderbrotten kommer detta att behandlas mer utförligt i följande avsnitt.

5.4.2 Otillbörlig marknadspåverkan

5.4.2.1 Bakgrund

Behovet av en kriminalisering av otillbörlig kurspåverkan har sin grund i det tidigare Fermenta-målet.¹²³ Fermentautredningen tillsattes av Stockholms fondbörs, vilken fann att det inte var förbjudet att vilseleda marknaden genom utbudshämmande avtal eller genom bulvanarrangemang. Utredningen föreslog att det skulle skapas ett skydd mot kursdrivande

¹¹⁹ Samuelsson *et al* (2005) s. 228.

¹²⁰ Mattsson (1992) s. 116.

¹²¹ Prop. 2004/05:142 s. 70-71.

¹²² Samuelsson *et al* (2005) s. 275-276.

¹²³ RH 1990:102, 1990-03-01.

åtgärder genom lagstiftning.¹²⁴ I förarbetena till insiderlagen i början på 1990-talet behandlades frågan men förslaget ansågs alltför vagt.¹²⁵ Först 1997 infördes ett förbud mot otillbörlig kurspåverkan i LHF. Regleringen flyttades sedermera över till ISL med anledning av att bestämmelsen syftar till att förhindra otillbörliga affärer på den finansiella marknaden. I MmL infördes därefter brottet otillbörlig marknadspåverkan, som kom att ersätta otillbörlig kurspåverkan. Skillnaden är att det nya brottet inte innehåller något krav på att det skall ha funnits en avsikt att påverka priset för att förfarandet skall förbjudas.¹²⁶ Det nya brottet är dessutom mer generell utformat och har fått en mer vittsyftande gärningsbeskrivning.¹²⁷ Kursmanipulationer medför att priset på finansiella instrument inte återspeglar den information som finns. Vid manipulation drivs priserna bort från det ekonomiska värdet. Enligt förarbetena innebär detta att marknadens aktörer förlorar tilliten för marknaderna. Avsikten med kriminaliseringen av otillbörlig marknadspåverkan är således att prisbildningen skall fungera.¹²⁸ Ett förbud mot otillbörlig marknadspåverkan finns även i Stockholmsbörsens regler, som med stöd av begreppet god sed utformat regler, som kompletterar straffbudet i MmL.¹²⁹

5.4.2.2 Rekvisiten

Brottet otillbörlig marknadspåverkan är utformat i enlighet med artikel 1.2 MmD:s definition. Direktivets definition skiljer mellan direkt marknadspåverkan i form av transaktioner och indirekt marknadspåverkan i form av påverkan av villkoren för handel och informationsspridning.¹³⁰ Förbudet avser kurspåverkande åtgärder som anses vara otillbörliga. Exempel på sådana kurspåverkande åtgärder är när en aktör sprider falsk information, fördröjer eller låter bli att offentliggöra ny information. Det kan vidare vara transaktioner som skapar falska signaler till marknaden om tillgång, efterfrågan eller pris på finansiella instrument. Direktivet räknar upp en rad olika förfaranden som bör vara förbjudna. Det har däremot inte ansetts lämpligt att överföra dessa långa utläggningar till lagtexten utan istället utforma generella termer, som omfattar dessa förfaranden samt sådana som utformas i framtiden.¹³¹ Enligt 8 § MmL blir otillbörlig marknadspåverkan aktuell när en person vid handel på värdepappersmarknaden, eller annars förfar på ett sätt som, han eller hon inser, är ägnat att otillbörligen påverka marknadspriset eller andra villkor för handeln, med finansiella instrument eller på annat sätt vilseleda köpare eller säljare av sådana instrument. Det finns inget krav på direkt uppsåt, utan det räcker med att den som påverkar kursen inser eller bör inse att de åtgärder som vidtas otillbörligt påverkar marknadspriset eller sänder vilseledande signaler till värdepappersmarknaden. Otillbörlig marknadspåverkan kan ge

¹²⁴ Rapport från Stockholms fondbörs (1988) s. 163-166 .

¹²⁵ Prop. 1990/91:42 s. 74-75.

¹²⁶ Prop. 2004/05:142 s. 69.

¹²⁷ Samuelsson *et al* (2005) s. 274.

¹²⁸ Prop. 2004/05:142 s. 40-41 och 153-154.

¹²⁹ Samuelsson (2002) s. 873 och 888-890.

¹³⁰ Samuelsson *et al* (2005) s. 274 .

¹³¹ Prop. 2004/05:142 s.36.

fängelse i högst två år. Vid ringa brott döms till böter eller fängelse i högst sex månader och om det anses grovt, döms till fängelse i lägst sex månader och högst fyra år.¹³²

Det är tillräckligt att åtgärderna, som vidtagits är ägnade att påverka kursen eller vilseleda marknaden. Det krävs därav inte att kursen på en viss aktie faktiskt förändras, för att förbudet mot marknadspåverkan blir tillämpligt. Exempel på förfaranden som kan utgöra otillbörlig marknadspåverkan är följande. När utförda transaktioner utgör en betydande andel av den dagliga omsättningen av en viss aktie på den berörda reglerade marknaden, särskilt när dessa aktiviteter leder till en väsentlig förändring av priset. Ett annat exempel är när transaktioner föregås eller följs av spridning av falsk eller vilseledande information av samma personer som utfört transaktionerna eller någon i deras omedelbara närhet.¹³³

Med marknadspris menas, enligt förarbetena, noterad köpkurs, noterad säljkurs och senaste betalkurs. Påverkar en person någon av dessa kurser, påverkar denna marknadspriset. Det går således att göra sig skyldig till otillbörlig marknadspåverkan enbart genom att påverka köp- eller säljkursen, utan att ordern leder till ett avslut. Även enstaka transaktioner kan leda till otillbörlig kurspåverkan.¹³⁴

Med stadgandet *andra villkor för handeln* avses exempelvis tillgång och efterfrågan. Normalt påverkas marknadspriset samtidigt som när tillgång och efterfrågan påverkas. Enligt definitionen i MmD skall emellertid enbart en påverkan av tillgång och efterfrågan ensamt kunna leda till otillbörlig marknadspåverkan. Detta innebär en utvidgning av det straffbara området till att även omfatta åtgärder som vidtagits utanför värdepappersmarknaden, men som får inverkan där. En sådan åtgärd kan vara att sprida rekommendationer, gällande investeringar som är direkt missvisande.¹³⁵

¹³² Samuelsson *et al* (2002) s. 274-278.

¹³³ Svensson, Schedin (2006) s. 31-36.

¹³⁴ Prop. 2004/05:142 s. 167.

¹³⁵ Prop. 2004/05:142 s. 167, Svensson, Schedin (2006) s. 31-32.

6 Tillsyn och övervakning

6.1 Finansinspektionen

Finansinspektionen, FI, fungerar som tillsynsmyndighet över de finansiella marknaderna. Den utövar främst tillsyn över bank- och kreditinstitut, värdepappersbolag, börser och andra auktoriserade marknadsplatser samt försäkringsmarknaden.¹³⁶ Enligt artikel 11.1 MmD skall varje medlemsstat utse en enda administrativ myndighet med befogenheter att se till att de bestämmelser som antas enligt direktivet tillämpas. Enligt direktivet skulle förekomsten av olika behöriga myndigheter skapa osäkerhet bland de ekonomiska aktörerna.¹³⁷ Enligt 16 § MmL framgår att FI skall utöva tillsyn över att marknadsmissbrukslagen följs. FI är således den myndighet som skall utöva tillsyn och övervakning av värdepappersmarknadens aktörer. Den har det övergripande ansvaret för övervakning och kontroll. Utöver detta finns det vissa självreglerande organ, såsom Stockholmsbörsen, som vidareutvecklar normsystemet inom ramen för sin verksamhet i samverkan med inspektionen.¹³⁸ Missbruk av informationsövertag har betydelse för skyddet för konsumenter, investerare och effektiviteten i marknaden. Av den anledningen uppfattas frågor som rör marknadsmissbruk som centrala när det gäller marknadstillsynen. Verksamhetens huvudsakliga mål är att bidra till det finansiella systemets stabilitet och effektivitet samt att verka för ett gott konsumentskydd. För att kunna bedriva en tillsyn, över en verksamhet som tenderar att bli alltmer internationell, har FI ett internationellt kontaktnät med andra tillsynsmyndigheter.¹³⁹

Tillsynen består i att kontroll förs över vilka personer som har tillgång till insiderinformation. Publika aktiebolag skall föra en loggbok över samtliga personer som har tillgång till insiderinformation, enligt 10 a §, AnmL. De personer som har en insynsställning i ett aktiemarknadsbolag skall även skriftligen anmäla innehav av aktier i bolaget och ändring i innehavet till FI, enligt 4 § AnmL. Det råder vidare en rapporteringsskyldighet för börser, marknadsplatser, värdepappersföretag och banker att underrätta FI, om de upptäcker transaktioner som kan antas ha samband med insiderbrott.¹⁴⁰ För att kunna fullfölja sin skyldighet att övervaka MmL har FI även en så kallad frågerätt, som möjliggör att inhämta information från exempelvis företag, myndighet, auktoriserad marknadsplats eller någon annan, som kan förväntas ha upplysningar i ett ärende. Den kan även ålägga sådan person att inställa sig till förhör på tid och plats, som inspektionen bestämmer.¹⁴¹ Alla anmälningar om misstanke om brott eller överträdelse av marknadsmissbrukslagen skall göras till FI. Detta innebär att FI får en

¹³⁶ Wesser (2001) s. 28.

¹³⁷ St 16 i ingressen till MmD.

¹³⁸ Samuelsson (2002) s. 891.

¹³⁹ Prop. 2004/05:142 s. 48-49.

¹⁴⁰ Samuelsson *et al* (2005) s. 305.

¹⁴¹ Samuelsson *et al* (2005) s. 329-330.

dubbelroll då den både skall övervaka finansmarknaden och till viss del undersöka misstänka överträdelser av marknadsmissbrukslagen, innan ärendet överlämnas till Ekobrottsmyndigheten, EBM. Enligt 19 § MmL skall FI anmäla till åklagare när det finns anledning att anta att ett brott, enligt MmL, har begåtts. Deras utredningsskyldighet är begränsad till att utreda om det finns anledning att anta att brott begåtts. FI:s tillsynsverksamhet skall således inte blandas ihop med EBM:s brottsutredande verksamhet.¹⁴² De två myndigheterna arbetar till viss del med att utreda samma överträdelser av Mml, vilket kan leda till effektivitets- och resursproblem.¹⁴³

6.2 Ekobrottsmyndigheten

EBM är den polis- och åklagarmyndighet som bekämpar den ekonomiska brottsligheten i Sverige. EBM utreder bland annat bokföringsbrott, konkursrelaterade brott, skattebrott samt brott mot MmL. De utreder även andra komplicerade ekonomiska brott som ställer särskilda kunskaper om finansiella förhållanden och näringslivsförhållanden.¹⁴⁴ EBM handlägger i regel de stora och mest uppmärksammade ekonomiska brotten, men även mindre ekonomiska brott. Den arbetar även fram lagförslag för att förbättra regleringen av ekonomisk brottslighet, som inges till riksdagen. Vidare arbetar den med att informera om ekobrottslighet till media, organisationer, andra myndigheter och allmänheten.¹⁴⁵ Efter att FI har fått in en rapport om misstänkt marknadsmissbruk eller om inspektionen vid sin tillsyn får uppgifter som ger anledning att anta att brott mot lagen har begåtts, skall anmälan ske till EBM. Själva utredningsansvaret gällande insiderbrott ligger hos EBM. Att det inkommer en anmälan till EBM föranleder inte automatiskt att det måste inledas en förundersökning. Det görs en självständig prövning av denna fråga när anmälan kommer till EBM. Om förundersökning skall ske träder reglerna om förundersökning i 23 kap. RB och förundersökningskungörelsen (1947:948) in. I förarbetena förutsätts att FI och EBM, i ärenden som berör misstänkt marknadsmissbruk, har ett långtgående samarbete. FI har som behörig myndighet enligt MmD ett ansvar för att ge de rättsliga myndigheterna det stöd som de behöver i den brottsutredande verksamheten. FI får tillgång till kunskap om bland annat utvecklingen på marknaden och handelsvanor genom sin tillsynsverksamhet, som kan vara till nytta för EBM. Samarbete är vidare av stor vikt av den anledningen att EBM inte har samma internationella kontakter som FI. Många transaktioner är gränsöverskridande, vilket gör att detta samarbete blir särskilt viktigt.¹⁴⁶

¹⁴² Prop. 1999/2000:109 s. 46-47.

¹⁴³ Prop. 2004/05:142 s. 97.

¹⁴⁴ Träskman (2007) s. 549.

¹⁴⁵ http://www.ekobrottsmyndigheten.se/templates/Page____5.aspx.

¹⁴⁶ Prop. 2004/05:142 s. 101-108.

7 Tillämpningssvårigheter

7.1 Vagt rekvisit

Under den tid som insiderförbudet funnits i Sverige, vilket är cirka tre decennier har en konstant utveckling skett av insiderlagstiftningen med ett flertal förändringar som följd. Begreppet insiderinformation har till vissa delar utvidgats. Rekvisitet insiderinformation har utvidgats till att omfatta i praktiskt taget all information, vilket gör att övriga rekvisit sätter gränsen för vad som utgör insiderinformation. Personkretsen har även utvidgats till att omfatta alla som får del av insiderinformation.¹⁴⁷ Som vägledning för att bedöma väsentlighetsrekvisitet utgick domstolarna tidigare från en tioprocentig kursförändring, vilken kommit att frångås med anledning av svårigheten med en specifik procentsats.¹⁴⁸ Det är en förutsättning att det finns en tydlig gräns mellan otillåtna och tillåtna transaktioner för att få en effektiv finansiell marknad. Råder oklarhet och osäkerhet över huruvida ett straffansvar inträder eller ej kan det medföra att de finansiella marknaderna, påverkas mer negativt av detta än av de oönskade beteendena.¹⁴⁹ Innehåller en lagstiftning vaga rekvisit förekommer i regel motvilja från domstolarnas sida att producera rättsbildning i form av prejudicerande avgöranden. Det svenska samhället har en väl inarbetad rättslig kontroll, som gör att det bildas en stabil rättslig miljö. Denna stabilitet riskerar, enligt Samuelsson *et al*, emellertid att politikerna kortsiktigt offrar rättssäkerheten för att möta medias krav på ”effektfulla åtgärder”, vid skandaler på finansmarknaden. MmL är i väsentliga delar uppbyggd kring vaga rekvisit, därav kommer detta kapitel behandla hur domstolen tillämpar rekvisit som omständighet av specifik natur och väsentlighetsrekvisitet.¹⁵⁰ Det finns enbart ett par domar från HD gällande insiderbrott, som är av intresse för min undersökning. För att kunna undersöka vilka omständigheter som domstolen lägger till grund, vid sin bedömning av begreppet insiderinformation, kommer även ett antal hovrättsdomar samt tingsrättsdomar att granskas närmare, trots att avgörandena ej har samma dignitet. Jag kommer således att se på de enligt min mening mest utmärkande tillämpningssvårigheter. Dessa skall emellertid inte ses som uttömmande på något sätt.

7.2 Omständighet av specifik natur

För att det skall vara fråga om insiderinformation krävs det att en omständighet är av specifik natur. Med detta menas, som tidigare nämnts, att det skall handla om information som är tillräckligt sannolik och konkret, att det exempelvis skall gå och dra slutsatser om omständighetens eller

¹⁴⁷ Afrell *et al* (1991) s. 15.

¹⁴⁸ Samuelsson *et al* (2005) s. 190-191.

¹⁴⁹ Cavallin (2002/2003) s. 253.

¹⁵⁰ Samuelsson *et al* (2005) s. 122-124.

händelsen potentiella effekt på priserna på finansiella instrument.¹⁵¹ Rekvisitet har behandlats ett flertal gånger av olika instanser. I NJA 1994 s.404 kom HD fram till att information om kommande företagsförvärv i vissa fall utgör en sådan omständighet som är kurspåverkande. I målet framgick att det förts kontakter, gällande ett eventuellt företagsförvärv, mellan VD:n för det ena bolaget och koncernchefen i det andra bolaget. HD ansåg dock inte att dessa kontakter var tillräckligt konkreta och målinriktade för att ett handelsförbud skulle utlösas. Det skedde samtidigt förhandlingar med ett annat bolag där det förekommit en promemoria som innehöll riktlinjer för ett kommande företagsförvärv. Detta var dock tillräckligt konkret för att handelsförbudet skulle inträda. I Atle-målet¹⁵² hanterade emellertid domstolen rekvisitet med bredare marginaler. Där ansågs en intresseförfrågan, från ordföranden eller VD:n, till enskilda styrelseledamöter gällande framtida företagsförvärv vara tillräckligt konkret. En annan svårighet, som nämnts inledningsvis, gäller när köpe- och säljrekommendationer räknas som en omständighet som är tillräckligt specifik för att bli insiderinformation, vilket jag återkommer till under kapitel 7.2.2 och 7.2.3.

7.2.1 Bure (Hovrätten för Västra Sverige B 3354-05, 2006-10-05)

Buremålet utgör ett bra exempel på hur begreppet insiderinformation tolkas och tillämpas av de dömande instanserna. Bakgrunden till målet var följande. Riskkapitalbolaget Bure, B-bolaget, affärsidé var att förädla och sälja bolag och var inriktat mot IT- och konsultbranschen. Lönsamheten i dessa branscher hade varit dåligt sedan några år tillbaka. Enligt åklagaren fick P.S, i sin befattning som VD, tillgång till insiderinformation bestående främst i kunskap om bolagets creditsituation och nedskrivningsbehov på aktieinnehaven. Bolagets ekonomiska ställning var således avsevärt sämre än vad som var känt på marknaden. Trots vetskap om denna kurspåverkande information sålde han aktier i B-bolaget på värdepappersmarknaden, vid ett flertal tillfällen under 2002-2003. Den 20 februari 2003 stoppades handel på börsen och den 28 februari 2003 offentliggjorde B-bolaget sitt årsboksslut. När handel återupptogs samma dag som offentliggörandet föll aktien från 7 kronor och 95 öre till 3 kr och 60 öre. Åtalet gällde grovt insiderbrott då handeln varit systematisk och avsett betydande belopp.

I tingsrättens dom den 8 juli 2005¹⁵³, ogillades åtalet för grovt insiderbrott. Frågan huruvida P.S haft tillgång till insiderinformation kom då att diskuteras. Tingsrätten ansåg inte att det var visat att kunskap om B-bolagets creditsituation och nedskrivningsbehov, ensamma eller i förening skulle ha haft väsentlig kurspåverkande betydelse på B-bolagsaktien, under den tid som P.S sålde delar av sitt aktieinnehav. Tingsrätten motiverade

¹⁵¹ Samuelsson *et al* (2005) s. 186-187.

¹⁵² Svea Hovrätts B 2118/94, 1995-06-02.

¹⁵³ Göteborg tingsrätt B 11337-03, 2005-07-08.

detta med att det var minst lika sannolikt att den kursnedgång, som inträffade den 28 februari 2003, hade sin främsta grund i marknadens besvikelse över att det inte fanns någon lösning på bolagets framtida kapitalbehov. Här är det enligt min mening tydligt att det var den reella kursnedgången som domstolen lade vikt vid istället för den erfarenhetsmässiga.

Hovrätten¹⁵⁴ gjorde däremot en annan bedömning gällande huruvida P.S fått kurspåverkande information. Hovrätten konstaterade att det var utrett att informationen om B-bolagets verkliga ekonomiska läge, särskilt om kreditsituationen vad gäller kapitalbehovet och hur bolaget var beroende av planerade försäljningar, inte var offentliga eller allmänt kända. Vidare ansågs det utrett att denna information var ägnad att väsentligen påverka priset på B-bolagets aktier. Vad gäller nedskrivningsbehovet delade hovrätten emellertid tingsrättens bedömning. Att det stått klart för P.S att den angivna informationen varken var offentliggjord eller allmänt känd och dessutom var klart kurspåverkande var enligt hovrättens bedömning uppenbart. P.S hade därmed begått insiderhandel baserat på insiderinformation och han dömdes för insiderbrott av normalgrad, till villkorlig dom.

7.2.2 Biacore (Svea Hovrätt B 7956-07, 2008-01-04)

Biacoremålet rör frågan hur domstolarna bedömer köprekommendationer, när informationen blir så konkret att det blir insiderinformation. Sommaren 2006 beslutade det USA baserade bolaget G E Healthcare att lägga ett bud på det svenska bolaget Biacore International AB. Ett förestående bud är i regel att anse som insiderinformation. Den 12 juni 2006 sålde I.C sina aktier i Lundin Petroleum och Tripep för att istället köpa aktier i Biacore. Offentliggörande av G E Healthcares bud på aktierna i Biacore, på 330 kr per aktie, gjordes den 20 juni 2006. Dagen efter, den 21 juni 2006, sålde I.C sitt innehav i Biocare och köpte senare tillbaka de aktier han sålt i Lundin Petroleum och Tripep. Dessa transaktioner ledder till att I.C:s fondkommissionär fattade misstanke och anmälde affärerna till Stockholmsbörsen. L.M som var anställd på investmentbanken Carnegie misstänktes ha förmedlat insiderinformation till I.C. Carnegie var engagerat som rådgivare åt Biacore vid uppköpsförhandlingarna och L.M var utsedd till project manager gällande uppköpet. L.M hade under förhandlingarna mellan G E Healthcare och Biacore samtalat med flertal personer med insiderställning hos Biacore samt personligen medverkat på det styrelsemöte i Biacore, där ordföranden informerade styrelsen om det kommande budet från G E. L.M har sedan fört vidare denna information till vännen I.C, per telefon. Åklagaren framförde att I.C uppgett att han av L.M fick veta att bolaget var en uppköpskandidat och att han inte bestämt sig för att handla innan han fick dessa uppgifter. Han köpte aktierna i Biacore efter ha stämt av detta med L.M. I utredningen framkom vidare att I.C:s aktieinnehav i

¹⁵⁴ Hovrätten för Västra Sverige B-3354-05, 2006-10-05.

Tripep anskaffades samtidigt som L.M arbetade med att introducera bolaget på börsen.

I tingsrätten¹⁵⁵ uppgav L.M att han aldrig rekommenderat I.C att köpa aktier i Biacore. Han hade inte sagt att Biacore var en uppköpskandidat, han kan dock ha sagt att Biacore var ett bra företag på fråga från I.C. Telefonsamtalen mellan dem handlade dock ursprungligen om något annat. Tingsrätten konstaterade att den omständighet att G E Healthcare stod i begrepp att lägga ett bud på Biacore utgjorde en sådan omständighet, som föll under begreppet insiderinformation. L.M medgav att han haft kännedom om denna information men förnekade att han fört den vidare till I.C. Att säkra bevis om vad som exempelvis sagts mellan två personer, torde i stort sett vara omöjligt. Tingsrätten menade att det bör räcka att det av de omständigheter som förebringats framgår att det måste ha förhållit sig så som åklagaren påstått, för att åtalet skall vara styrkt. L.M och I.C var goda vänner. Båda har hävdats att det är en slump att I.C tidigare köpt aktier i bolaget Tripep samtidigt som L.M arbetade med att introducera bolaget på börsen. I.C:s innehav i Lundin Petroleum har varit en god affär genom åren. I.C har hävdats att försäljningen inför Biacore köpet motiverades med att kursen vikit under våren 2006. Enligt tingsrättens bedömning ter detta sig föga sannolikt och den menade vidare att försäljningen troligen skedde av annan orsak, såsom att finansiera ett säkert köp i Biacore. Att I.C sedan köpte tillbaka sitt aktieinnehav i Lundin Petroleum efter försäljningen av Biacore stärker denna förmodan. Av de dokumenterade samtalen med mäklaren var I.C anmärkningsvärt angelägen att förvärva aktier i Biacore. Mäklaren fann I.C:s sätt att handla så anmärkningsvärt att han noterade händelsen som sedan rapporterades vidare till Stockholmsbörsen. Tingsrätten ansåg att det var ställt utom all rimligt tvivel att L.M försett I.C med information om att Biacore skulle köpas upp av ett annat företag och detta har föranlett I.C att köpa aktier i Biacore. Med bakgrund av I.C:s kännedom om aktiehandel måste han varit på det klara med att informationen var konfidentiell. Både L.M och I.C dömdes för grovt insiderbrott. Domen var enhällig.

I hovrätten¹⁵⁶ uppgav L.M att det fanns en felaktig uppgift i tingsrättens dom gällande vad Biacores styrelse sagt vid styrelsesammanträdet, den 6 juni 2006. Aktieägarna blev inte rekommenderade att godta GE Healtcares bud, vilket påstods i tingsrätten. Det fanns fortfarande förhandlingsfrågor som inte var lösta. Det tillkom även ett nytt vittne vid förhandlingen i hovrätten, en granne och god vän till L.M. Denne var med när L.M antagligen fått samtalet från I.C. De befann sig då på resa till Tyskland och vännen minns att samtalet gällde ett bilköp men minns inte om aktiehandel nämnts, han hörde dock inte vad den uppringande personen sa. Hovrätten konstaterade precis som tingsrätten att L.M fått insiderinformation. Den delade även tingsrättens bedömning gällande försäljningen av Lundin Oil måste ha gjorts för att finansiera köpet av Biacore-aktier. I.C har även varit påtagligt angelägen att köpa en större mängd Biacore-aktier. Detta framgick

¹⁵⁵ Stockholms tingsrätt B 18870-07, 2007-10-17.

¹⁵⁶ Svea Hovrätt B 7956-07, 2008-01-04.

av de dokumenterade samtalen med mäklaren. I.C handlade på kort tid en förhållandevis stor mängd aktier på sådant sätt att mäklaren fann det så anmärkningsvärt att han rapporterade affärerna. Hovrätten gjorde följande bedömning vad gäller huruvida insiderinformation hade lämnats till I.C. L.M och I.C var goda vänner, det förekom kontakt mellan dem under veckorna före GE Healthcares bud på Biacore. Vad som avhandlats under dessa kontakter fanns det ingen utredning om utöver vittnesmålet med L.M:s granne och vän. Hovrätten delade tingsrättens uppfattning att ett åtal kan vara styrkt även om det inte går att visa exakt vilken information som lämnats ut. Enligt hovrätten måste det dock förutsättas att det är tillförlitligen styrkt att insiderinformation verkligen har lämnats ut. Hovrätten gjorde den bedömningen att det inte gick att utesluta alternativa händelseförlopp då de angivna omständigheterna i målet inte ansågs tala entydigt för att I.C handlat Biacore-aktierna baserat på insiderinformation eller att sådan lämnats till honom av L.M. Hovrätten ansåg således inte att det var ställt utom rimligt tvivel att I.C och L.M gjort sig skyldiga till insiderbrott.

7.2.3 Tivox (Högsta domstolen, NJA 2008 s.292)

Den första domen som avkunnats sedan MmL trädde i kraft är det så kallade Tivox-målet. Det är även det första och enda mål som prövats i HD som gällt tolkningen av begreppet insiderinformation, efter Mml trätt i kraft. Målet utgör ett exempel på hur domstolarna hanterar insiderinformation vid säljrekommendation. Tivox var noterat på Stockholmsbörsens O-lista och det hade under en längre tid gått dåligt för företaget. A.A blev förordnad som styrelsemedlem i Tivox Ab februari 2005. T.L kom i kontakt med Tivox AB som en av de finansiärer som deltog i nyemissionen som gav Tivox ett kapitaltillskott på 30 miljoner kronor. Företaget hade även krediter hos Svenska Handelsbanken i Göteborg. Den 23 augusti 2005 hade A.A varit på möte hos banken som kom med beskedet att den fattat beslut att säga upp fakturakrediterna till Tivox, vilket skulle leda till att Tivox AB skulle försättas i konkurs och börshandeln med bolagets aktier omgående skulle stoppas. Vad som föranledde att A.A och T.L sedermera blev åtalade för grovt insiderbrott framgår av följande. Direkt efter mötet på banken ringde A.A tre samtal, varav ett till TL, omkring 15:30, för att meddela att kvällens grillfest var inställd. A.A har förnekat att han under samtalet gett något besked gällande Tivox. TL ringde sedan ett samtal 15.33 till sin mäklare på SHB och gav denne order om att sälja dennes aktier i Tivox. Detta samtal spelades in och TL yttrade där bland annat i fråga om aktierna:

”Ja det var nog inte så bra. Jag fick nått samtal så...”

samt om förhållande att han ville sälja:

”Ja det får du nog göra för att jag fick nån information om att där bör man sälja bort dom alltså”.

Därefter följde samtal 15.44, 15.53, 16.07, 16.11, 16.15 och 16.27. Mellan klockan 15.37 och 16.11 såldes TL:s samtliga aktieinnehav i Tivox AB.

Mäklaren har uppgett att T.L var mycket angelägen om att aktierna skulle säljas. A.A förnekar att han meddelat T.L någon information. T.L har däremot i tidigare polisförhör uppgett att A.A sagt att ”*du bör kanske sälja*”.

Tingsrätten¹⁵⁷ ansåg att det var klarlagt att A.A hade ställning som insider i bolaget. Informationen gällande företagets uppsagda krediter och dess konsekvenser var inte att anse som offentliggjord eller allmänt känd. Tingsrätten ansåg vidare att den var ägnad att väsentligt påverka kursen på Tivox-aktien. A.A hade därmed fått insiderinformation enligt 1 § MmL. De uttalanden som TL, ovetande om att de spelades in på band, fällt under samtalen med sin mäklare, visade tydligt att han fått information om att något viktigt inträffat med Tivox och att han därför borde sälja. Dessa uttalanden tillsammans med hans uppgifter vid polisförhören visade att det var ställt bortom rimligt tvivel, även om orden inte har kunnat fastställas exakt, att A.A trots kännedom om insiderinformationen med råd eller på annat sätt föranlett T.L att på börsen avyttra sitt innehav av Tivox-aktier. T.L:s försäljning aktiverade således handelsförbudet i 2 § MmL.

Hovrätten¹⁵⁸ ansåg också att det var klarlagt att A.A hade ställning som insider i Tivox samt att han, genom sin kännedom om Svenska Handelsbankens beslut om att säga upp fakturakrediterna och de konsekvenser detta skulle få, hade fått sådan insiderinformation som avses i 1 § 1 MmL. Hovrätten fastställde tingsrättens dom vad gäller ansvarsfrågan.

När det gällde åtalet mot T.L och åklagarens förstahandsyrkande att han kände till de omständigheter som utgjorde insiderinformation gjorde hovrätten följande bedömning. T.L har vid flera polisförhör medgett att han frågat A.A om han skulle köpa eller sälja aktierna och då fått svaret ”*du bör kanske sälja*”. TL har sedan vid förhören både i tingsrätten och i hovrätten förnekat att A.A yttrat något om Tivox vid telefonsamtalet. Inom ett par minuter från att de lägger på ringde T.L sin börsmäklare och inom en timme var samtliga hans cirka 90 000 aktier sålda. Försäljningen har beskrivits som en mycket aggressiv försäljning av mäklaren. Enligt hovrätten är det utrett att A.A vid telefonsamtalet lämnade uttalanden av innebörd att T.L borde sälja sina aktier i Tivox. Några mer långtgående slutsatser än så ansåg inte hovrätten att det gick att dra.

”Utredningen i målet ger således inte stöd för uppfattningen att A.A vid telefonsamtalet med T.L även informerade denna om de omständigheter som enligt gärningspåståendet sammantagna utgjort insiderinformation”

Åklagaren hade även gjort ett alternativt yrkande i gärningsbeskrivningen där han gjorde gällande att T.L haft insiderinformation bestående i vetskap om att A.A genom sin relation till bolaget Tivox haft insiderinformation om bolaget och att A.A med denna kunskap uppmanat T.L att sälja Tivox-aktien. Det finns ett krav på att insiderinformation skall avse vissa specifika förhållanden. Den omständigheten att det är fråga om uttalanden av en

¹⁵⁷ Stockholms tingsrätt B 25980-05, 2006-04-10.

¹⁵⁸ Svea Hovrätt B 3917-06, 2006-12-20.

person som har insiderinformation minskar emellertid inte ovanstående krav, enligt Hovrättens mening. Åtalet mot T.L ogillades därmed. Värdet av aktieaffären blev dock förverkad.

I HD bedömdes endast alternativyrkandet gällande T.L. HD hade nu att utreda om den information som T.L erhållit av A.A var av sådant slag att den skulle klassas som insiderinformation enligt 1 § 1 p MmL. Enligt HD var den definition av insiderinformation, som åklagaren gjorde gällande, inte i överensstämmelse med legaldefinitionen i 1 § 1 p MmL. HD ansåg inte att ett råd att sälja eller köpa finansiella instrument i sig utgör information om en omständighet som är ägnad att påverka priset på instrumentet i fråga. Domstolen hänvisade här till artikel 1.1 MmD, där definitionen av insiderinformation sägs att det skall vara fråga om information av specifik natur. HD uttalade dock följande:

”Det kan visserligen tänkas förekomma fall då ett råd lämnas under sådana förhållanden att den som ger rådet härigenom också i praktiken lämnar information om en viss omständighet av specifik natur”.

Sådana förhållanden förelåg dock inte i det aktuella fallet. Åtalet mot T.L kunde således inte bifallas. HD ansåg liksom övriga instanser att det var styrkt att A.A gjort sig skyldig till uppsåtligt insiderbrott i enlighet med åtalet.

7.3 Ägnad att väsentligen påverka priset

För att det skall vara fråga om insiderinformation krävs det att informationen är ägnad att väsentligen påverka priset. Att informationen är *ägnad* innebär att det inte krävs att priset faktiskt har påverkats för att informationen skall räknas som kurspåverkande. I flertal mål finns det indikatorer på att den faktiska kursutvecklingen, efter offentliggörandet av insiderinformation, har haft betydelse för domstolarnas bedömning och klassificering av informationen.¹⁵⁹ I ovan nämnda Bure-målet spekulerade tingsrätten kring orsaken till den faktiska kursnedgången. Den bedömde sedan att det var minst lika sannolikt att det var en annan omständighet, än den av åklagaren framförda omständigheten, som faktiskt påverkade kursen. Liknande bedömningar har skett i fler fall, vilka kommer utredas närmare i följande avsnitt.¹⁶⁰ Det finns även exempel på där domstolarna trots att en väsentlig kurspåverkan kunnat konstateras i efterhand ändå gjort bedömningen av informationen med tyngdpunkt på hur förhållandena såg ut före transaktionen.¹⁶¹ Det infinner sig då svårigheter med att upprätthålla principen om straffrättens förutsägbarhet. Det blir då först efteråt som det eventuellt brottsliga i en handling på värdepappersmarknaden bedöms. Det är därför viktigt att domstolarna bedömer den förväntade kurspåverkan

¹⁵⁹ Af Sandeberg (2002) s. 91 och 97-100.

¹⁶⁰ Svea Hovrätts B 2118/94, 1995-06-02, Göta Hovrätt B 320-90, 1991-05-03, Svea Hovrätts dom B 1895-00, 2001-12-07.

¹⁶¹ Stockholm tingsrätts dom B 14-1829-96, 1996-10-30, Kristianstads tingsrätt B 1059-00, 2000-11-07.

istället för den faktiska.¹⁶² Enligt Wesser utgör väsentlighetsrekvisitet en problematisk del av förbudsparagrafen då den är oklar.¹⁶³

7.3.1 Export AB Norden (Göta Hovrätt B 320/90, 1991-05-03)

Export-målet behandlar domstolens bedömning av väsentlighetsrekvisitet. D var vid tiden styrelseordförande i Export AB Norden och medverkade på samtliga styrelsemöten. En presskommuniké utfärdades den 23 juni 1987, enligt vilken koncernresultatet för hela året beräknades försämrats i jämförelse med föregående år. Bolaget hade mer omfattande ekonomiska problem än vad kommunikén beskrev, vilket påtalades under flertalet sammanträden. D lämnade därefter den 1 september 1989 ett säljuppdrag avseende 105 000 Export-aktier för D:s bolags räkning och 50 000 aktier för hans egen räkning. Den 22 september kallades till styrelsesammanträde där den kommande delårsrapporten skulle komma att diskuteras. Påföljande dag såldes 105 000 aktier för D:s bolags räkning och den 1 oktober 50 000 aktier för D:s egen räkning. Exports delårsrapport offentliggjordes den 12 oktober, av vilken det framgick att helårsresultatet enligt beräkningar skulle halveras. Efter offentliggörandet föll kursen på Export-aktierna. Åklagaren åtalade D och yrkade att denne hade känt till de omständigheter om vilka upplysning lämnats i delårsrapporten, den 12 oktober 1989, och att dessa omständigheter hade varit ägnade att väsentligen påverka kursen på bolagets aktier, när de blev allmänt kända.

Tingsrätten¹⁶⁴ menade att D den 22 september 1987 borde ha informerat sig om vilket innehåll delårsrapporten skulle förväntas ha samt tagit reda på huruvida aktierna var sålda. Den menade vidare att D borde ha återkallat säljuppdraget. Tingsrättens bedömning gällande väsentlighetskravet tog sin utgångspunkt i den faktiska kurspåverkan. Den kursnedgång som faktiskt inträffade vid tiden för offentliggörandet av insiderinformationen, motsvarades inte av Stockholmsbörsens generalindex. Av den anledningen fann tingsrätten det klarlagt att omständigheterna hade varit ägnade att väsentligt påverka kurserna på aktierna.

I hovrätten blev endast frågan om förverkande aktuell. I anledning av detta gick hovrätten emellertid in på omständigheterna i fallet och det anfördes följande: ”av förarbetena framgick att den som faktiskt saknade sådan information som avsågs i 8 § LVM aldrig kunde fällas till ansvar, och att någon plikt att hålla sig underrättad inte förelåg.” Hovrätten menade att det inte var visat att D verkligen förstått att delårsrapporten skulle få så negativt innehåll att den skulle bli kurspåverkande.

¹⁶² Samuelsson *et al* (2005) s. 199-201.

¹⁶³ Wesser (2001) s. 62.

¹⁶⁴ Kalmar tingsrätt B 312-89, 1989-04-27.

7.3.2 Föreningsbanksmålet (Svea Hovrätt B 1895-00, 2001-12-07)

Ett decennium efter Export-målet blev frågan åter aktuell för domstolens bedömning i Föreningsbanksmålet. Ekonomichefen, HO, i Metallindustriarbetarförbundet, Metall, satt dessutom som styrelseledamot i Sparbanken. HO medverkade på ett antal styrelsemöten, under perioden april-maj 1996, där det bland annat framgick att Sparbanken skulle förvärva en större aktiepost i Föreningsbanken. I detta fall handlade det om uppköp av en större aktiepost, om 4,99 %, som försvarsåtgärd för att andra intressenter inte skulle köpa upp Föreningsbanken. Det fanns ett intresse från Sparbankens sida att försiktigt närma sig ett uppköp av Föreningsbanken, vilket var känt bland styrelsemedlemmarna. Detta köp ägde sedan rum den 18 juni 1996. Den 25 juni skedde offentliggörandet genom ett pressmeddelande. Åklagaren åtalade HO, samt två av hans medarbetare på Metall, för insiderbrott då de förvärvat aktier i Föreningsbanken, grundat på kännedom om icke offentliggjorda omständigheter, som var ägnade att väsentligt påverka kursen på bolagets aktier.

Tingsrätten¹⁶⁵ ansåg att det i målet var klarlagt att samtliga tilltalade hade haft information om Sparbankens planer. Frågan var då huruvida den omständighet, som de hade kännedom om, var ägnad att väsentligt påverka kursen och därmed klassificeras som insiderinformation. Tingsrätten hänvisade till uttalanden i förarbeten angående väsentlighetskravet och konstaterade att det inte är den faktiska utan den förväntade kursförändringen som skall vara den avgöranden, när ställning tas till huruvida kravet är uppfyllt. Tingsrätten undersökte inledningsvis kursförändringarna innan offentliggörandet och konstaterade att aktien ökat mer i värde tidigare än vid själva dagen för offentliggörandet. Kursuppgången den aktuella dagen ansågs alltför liten för att berättiga slutsatsen att de tidigare inte kända omständigheterna var ägnade att medföra en väsentlig förändring av kursen. Här lade således domstolen stor vikt vid det faktiska utfallet på kursen enligt min mening. Vid en jämförelse med börsstatistiken ansågs det inte heller vara fråga om en omständighet som erfarenhetsmässigt kunde ha en kursdrivande effekt. Domstolen konstaterade vidare att det var ovanligt att kursförändringen översteg tio procent vid uppköp av denna storlek. Åtalen ogillades därmed. Hovrätten¹⁶⁶ fastslog tingsrättens dom och hänvisade till de skäl som anförts av tingsrätten.

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

Ett par tingsrätter har bedömt väsentlighetsrequisitet på annorlunda sätt jämfört med ovanstående domar. Clock-målet gäller ett bolag, Clock AB,

¹⁶⁵ Stockholms tingsrätt B 3142-97, 2000-02-22.

¹⁶⁶ Svea Hovrätt B 1895-00, 2001-12-07.

där VD:n, P, sålde 6500 aktier några dagar innan bolagsstämman där bolaget utfärdade ett pressmeddelande, enligt vilket resultatet förväntades bli sämre än vad som hade prognostiserats i bokslutskommunikén. Pressmeddelande föranledde att kursen sjönk med cirka 20 %, från 19 till 15 kr. Åklagaren menade att P haft kännedom om resultatutvecklingen i bolaget och därmed haft vetskap om omständigheter, som varit ägnade att påverka kursen. Bolagsstämman föregicks av ett sammanträde per telefon där P meddelades att bolaget inte skulle uppnå det resultat som angetts i bokslutskommunikén. Tingsrätten¹⁶⁷ menade att det inte var klarlagt hur detaljerad denna information varit. Domstolen drog slutsatsen att P hade sålt sina aktier med bakgrund av information som var ägnad att väsentligen påverka kursen. Någon koppling till den faktiska kursen gjordes inte.

7.3.4 Åhusglass (Kristianstads tingsrätt B 1059-00, 2000-11-07)

Styrelseordföranden SN i Åhus Glass AB sålde den 21 september 1999 2000 stycken B-aktier i bolaget. I ett pressmeddelande från bolaget den 8 oktober meddelades att bolaget inte skulle nå det förväntade resultatet för helåret utan i istället fick räkna med en större förlust. Detta medförde ett kursras från 24 kronor till 19 kronor. Åklagaren menade att SN fått tillgång till insiderinformation då han fortlöpande fått information av bolagets ekonomichef, samt medverkat i ett informellt möte där minusresultatet lyfts fram. Tingsrätten¹⁶⁸ ansåg inte att det var styrkt att SN fått tillgång till sådan information, att den skulle kunna klassificeras som insiderinformation, genom sin kontakt med ekonomichefen. Däremot framkom det under förhandlingen uppgifter om att SN hade fått tillgång till en preliminär resultatrapport avseende verksamhetsårets första åtta månader, vilket utvisade ett negativt resultat, under det informella mötet. Denna resultatrapport innehöll en mycket stor avvikelse från vad som prognostiserats. Av denna anledning ansåg tingsrätten att SN hade haft vetskap om omständigheter, som var av sådant slag att de var ägnade att väsentligt påverka kursen om de offentliggjordes. Domstolen berörde inte den faktiska kursförändringen.

7.4 Jämförelse med otillbörlig marknadspåverkan

7.4.1 Allmänt

Min utredning i kapitel 7 har handlat om att undersöka hur begreppet insiderinformation tillämpas av domstolarna. Marknadsmisbruk består även av brottet otillbörlig marknadspåverkan, vilket inte innehåller rekvisitet insiderinformation. Detta brott har likaså varit föremål för en del betänkligheter. Jur.dr. Samuel Cavallin har uttalat att rekvisiten till

¹⁶⁷ Stockholms tingsrätt B 14-1829-96, 1996-10-30.

¹⁶⁸ Kristianstads tingsrätt B 1059-00, 2000-11-07.

otillbörlig marknadspåverkan är vagt utformade. De ger inte någon klar information om vilka transaktioner som är tillåtna eller otillåtna ur straffansvarssynpunkt. Enligt Cavallin är detta lagrum inte utformat så att det kan uppfylla lagstiftarens och marknadens förväntningar.¹⁶⁹ Problemet med eventuella vagheter i lagstiftningen verkar vara uppmärksammat både när det gäller insiderbrott som otillbörlig marknadspåverkan. Det är därav av intresse att undersöka brottens samband och skillnader. I kapitel 7.5 följer en komparation mellan brotten vad gäller antalet misstänkta fall, åtal och fällande domar som finns för de två brotten för att se om de ter sig liknande i praktiken eller om de skiljer sig åt.

7.4.2 Brottens samband och skillnader

Insiderbrott och otillbörlig marknadspåverkan är två helt skilda brott, som trots detta sammanfaller i vissa fall. Insiderbrott blir aktuellt om en person får insiderinformation, vilket är korrekt information som inte är offentlig. Otillbörlig marknadspåverkan däremot innebär att någon försöker manipulera kurserna på marknaderna, så att informationen inte längre återspeglar de rätta förhållandena. Då de påverkar samma marknader kan de dock komma att beröra samma områden. Ett exempel på detta är när ledningen i ett aktiebolag ger inkorrekta signaler till marknaden, för att genom insiderhandel sälja aktier, som skulle förlora i värde om korrekt information lämnades.¹⁷⁰ Ett exempel på detta är det så kallade Fermentamålet som omnämns i kapitel 4. Fermentas aktier blev föremål för en otillbörlig påverkan genom offentliggörande av oriktiga och vilseledande uppgifter om aktiebolagets resultat, i form av falska bokslut, prognoser och informationsgivning. Detta kombinerades med omfattande återköps- och bulvanavtal, vilket gjorde att prisbildningen sattes ur spel.¹⁷¹ Även brottet otillbörlig marknadspåverkan har begrepp som varit omdiskuterade. Själva otillbörlighetsbedömningen har granskats i doktrin. *Otillbörlighet* är ett begrepp som är allmänt hållet och präglat av vad som är godtagbart beteende eller inte, vilket ger upphov till en svår gränsdragning för rättsväsendet. Vad som är godtagbart beteende skapas främst genom så kallad. god sed på den aktuella marknaden. Enligt Samuelsson förutsätts det som är otillbörligt i civilrättslig mening likna vad som är otillbörligt i straffrättslig mening. Även detta begrepp kan ge upphov till oklarheter.¹⁷² Vid införandet av brottet otillbörlig marknadspåverkan ansåg flertalet remissinstanser att otillbörlighetsrekvisitet bör klargöras. Vid MmL:s införande utvidgades insiderregleringen. Det krävs inte längre grov oaktsamhet för att det ska vara fråga om vårdslöst insiderförfarande. Det nya brottet otillbörlig marknadspåverkan är utformat något vidare, än otillbörlig kurspåverkan i insiderstrafflagen, och omfattar således fler förfaranden. Marknadsmisbruksdirektivet innehåller långa uppräknningar av olika förfaranden som bör vara förbjudna.¹⁷³ Vidare togs kravet på direkt uppsåt

¹⁶⁹ Cavallin (2002/2003) s. 254.

¹⁷⁰ Samuelsson *et al* (2005) s. 158.

¹⁷¹ RH 1990:102.

¹⁷² Samuelsson (2002) s. 874-875.

¹⁷³ Prop. 2004/05:142 s. 68-72.

bort, när otillbörlig kurspåverkan ersattes av otillbörlig marknadspåverkan. Detta innebär att det inte finns något krav på att det skall ha funnits en avsikt att påverka priset direkt eller indirekt för att förfarandet skall vara förbjudet. Det är tillräckligt att den som påverkar kursen inser eller borde inse att de åtgärder som vidtas otillbörligt påverkar marknadspriset eller sänder vilseledande signaler till värdepappersmarknaden. Denna förändring medför att brottet vidgas och omfattar fler förfaranden. Enligt förarbetena sker detta emellertid på ett öppet sätt som medborgarna kan överblicka.¹⁷⁴

7.4.3 Tillämpning av otillbörlighetsrekvisitet

Tillämpningen av straffstadgandet bestäms i realiteten av hur rekvisitet otillbörlighet tolkas. Tolkningsproblem inträder då det blir svårt för domstolarna att bestämma de rättsliga relevanta grunderna som konstituerar otillbörlighet. Det skapas därav osäkerhet gällande förutsägbarheten, vilket leder till rättsäkerhetsproblematik. Enligt Samuelsson ter sig begreppet allmänt hållet och har en generalklausulusliknande karaktär.¹⁷⁵ I RH 2005:14¹⁷⁶ blev den tilltalade dömd, för otillbörlig kurspåverkan enligt insiderstrafflagen, då han drivit kursen uppåt genom att bedriva aktiehandel mellan egna depåer. Handel med sig själv blev åter aktuellt i Depå-målet¹⁷⁷, där T hade bedrivit aktiehandel mellan egna depåer. Tingsrätten ansåg inte att det var fråga om något otillbörligt beteende. I domskälen hänvisar tingsrätten till lagens förarbeten samt till artikel 1.2 MmD, och menar att de inte kan anses innehålla några klagande uttalanden i frågan om gränsdragningen mellan tillåtna och icke tillåtna transaktioner, utan att det överlämnas till domstolarna att slutligen avgöra detta. Tingsrätten ansåg inte att T:s transaktioner var av sådan omfattning att de varit ägnade att påverka marknadspriset eller vilseleda andra köpare och säljare. Åtalet ogillades därmed. Hovrätten hade en helt annan uppfattning och kom fram till att det knappast finns några legitima skäl att handla med sig själv på en aktiemarknad. Sådan handel innebär att övriga aktörer inte kan upptäcka att det är samma person som uppträder såväl som såväl köpare och säljare. Hovrätten konstaterade således att egenhandel är vilseledande för andra aktörer och otillbörlig.

I Alfaskopmålet¹⁷⁸ diskuterade domstolen huruvida åtgärden att lägga en dold säljorder, som förhindrade en kursuppgång, var ägnad att vilseleda och på så sätt otillbörlig. RP hade inför tolvslaget lämnat en mycket stor säljorder, varav den största delen varit dold, för att nästan omedelbart efter tolvslaget återkalla denna. Enligt RP hade säljorden inte enbart var avsedd att leda till en avyttring, utan hade även syftet att försvara sig mot otillbörliga köp från motsidan. Tingsrätten konstaterade att en säljorder av den omfattning som RP lämnade innebar att varje köpintresse fångades upp till den angivna kursen. Detta resulterade i att kursen låstes till detta belopp

¹⁷⁴ Prop. 2004/05:142 s. 47.

¹⁷⁵ Samuelsson (2002) s. 873-875.

¹⁷⁶ Svea Hovrätt B 7398-03, 2004-12-17.

¹⁷⁷ Svea hovrätt B 4343-07, 2008-05-30.

¹⁷⁸ Svea Hovrätt B 6675-00, 2001-10-30.

som lägsta säljkurs. Vid bedömningen gällande handlingens otillbörlighet satte tingsrätten likhetstecken mellan otillbörlighet och att gärningsmannens direkta avsikt varit att åsamka skada eller förtjänst genom kursmanipulationen. Tingsrätten ansåg inte att RP haft ett direkt uppsåt och ogillade således åtalet. Hovrätten gjorde en helt annan bedömning. Istället för att bedöma otillbörligheten genom att se till RP:s avsikt, bedömde domstolen handlingen som sådan. Hovrätten ansåg att det framgick av själva förfarandet runt tolvslaget att syftet med handlingen varit att förhindra en kursuppgång. Förfarandet var enligt Hovrätten att anse som otillbörligt.

7.5 Statistik

7.5.1 Finansinspektionen

FI får in rapporter från börser, marknadsplatser, värdepappers- företag och banker, som är skyldiga att rapportera transaktioner som kan ha samband med insiderbrott. Dessa ärenden vidarebefordrar FI sedan till åklagare på EBM. Siffrorna gäller t.o.m. 2008-12-31¹⁷⁹

| Marknaden | 2005* | 2006 | 2007 | 2008 |
|--|-------|------|------|------|
| Misstänkt insiderbrott | 11 | 49 | 113 | 98 |
| Misstänkt otillbörlig marknadspåverkan | 3 | 30 | 57 | 186 |

FI själva utför även egen marknadsövervakning, vilket resulterat i nedanstående ärenden. Siffrorna gäller t.o.m. 2008-12-31.¹⁸⁰

| Ärendetyp | 2005* | 2006 | 2007 | 2008 |
|--|-------|------|------|------|
| Misstänkt insiderbrott | 19 | 11 | 16 | 12 |
| Misstänkt otillbörlig marknadspåverkan | 6 | 3 | 3 | 4 |

Nedan framgår en sammanställning av samtliga ärenden som lämnats till EBM från FI.

| Samtliga ärenden lämnade till EMB | 2005* | 2006 | 2007 | 2008 |
|--|-------|------|------|------|
| Misstänkt insiderbrott | 30 | 60 | 129 | 110 |
| Misstänkt otillbörlig marknadspåverkan | 9 | 33 | 60 | 190 |

¹⁷⁹ http://www.fi.se/Templates/Page____7176.aspx

¹⁸⁰ http://www.fi.se/Templates/Page____7176.aspx

7.5.2 Ekobrottsmyndigheten

Statistiken nedan visar antalet misstänka, väckta åtal, samtliga domar varav antalet fällande domar är specificerade.¹⁸¹

| Insiderbrott | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008* |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Misstänka | 0 | 0 | 1 | 7 | 7 | 6 | 5 |
| Åtal | 0 | 0 | 1 | 3 | 3 | 5 | 3 |
| Domar | 2 | 2 | 1 | 2 | 4 | 4 | 10 |
| Fällande domar | 2 | 1 | 1 | 0 | 3 | 3 | 1 |

| OTM | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008* |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Misstänka | 0 | 2 | 2 | 1 | 6 | 10 | 34 |
| Åtal | 0 | 2 | 2 | 1 | 6 | 10 | 31 |
| Domar | 1 | 1 | 2 | 2 | 1 | 7 | 16 |
| Fällande domar | 1 | 1 | 1 | 2 | 1 | 4 | 15 |

¹⁸¹ Framtagen statistik från Anna Åkesson på EBM i Stockholm, Siffrorna för 2008 gäller t.o.m 2008-12-31.

8 Analys

8.1 Klassificering av insiderinformation och de problem som uppstår vid tillämpningen av insiderreglerna

8.1.1 Allmänt

Det har tillkommit en flod av regleringar på området. Det straffbara området har successivt utvidgats från att omfatta en begränsad krets av personer till att omfatta alla som får insiderinformation. Vidare omfattas numer all slags information. Har lagstiftaren varit alltför angelägen i sin strävan efter att bekämpa insiderbrottsligheten? Hinner rättstillämpningen med alla förändringar som ständigt sker? Det blir problematiskt om inte rättstillämparen hinner sätta praxis på gällande rätt innan den på nytt förändras. Genom min undersökning kan jag inledningsvis konstatera att det finns betydande problem vad avser bedömningen av de kriterier som ingår i legaldefinitionen av insiderinformation i 1 § 1 p MmL. Detta innebär att straffbestämmelser, som innehåller rekvisitet insiderinformation, träffas av tillämpningssvårigheter.

Insiderinformation definieras i MmL som, ”*information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument.*” Information kan vara uppgifter, kunskaper och vetande av vilket slag som helst. Enligt domstolens uttalande i Pinkerton/Securitas-målet så skall uppgifterna emellertid vara klara och entydiga för att det skall röra sig om insiderinformation. För att det skall vara insiderinformation krävs det vidare att informationen varken blivit offentliggjord eller allmänt känd. Detta sker i regel när en omständighet publiceras på en marknadsplats eller i massmedia. Gränsdragningen går rimligtvis vid spridning till en privat aktiesparklubb eller liknande. Om däremot publicering sker på en välkänd eller välbesökt internetsida kan detta, i flesta fall, likställas med ett offentliggörande i massmedia eller som allmänt känd. En välkänd och välbesökt blogg borde även kunna inrymmas under samma slags publicering. Det har i ett antal fall uppkommit gränsdragningsproblem beträffande frågan när en omständighet skall anses vara tillräckligt specifik för att utgöra insiderinformation samt när väsentlighetsrekvisitet är uppfyllt. Detta kommer att behandlas nedan i avsnitt 8.1.2 och 8.1.3.

8.1.2 Omständighet av specifik natur

En fråga som varit högst aktuell under 2008 gäller huruvida köp- och säljrekommendationer utgör insiderinformation och vart gränsen för omständighet av specifik natur inträder. Biacore-målet rör frågan hur

domstolarna bedömer köprekommendationer, när informationen blir så konkret att den blir insiderinformation. Tingsrätten diskuterade frågan och var av uppfattningen att bevissäkring om vad som exempelvis har sagts mellan två personer, torde vara i stort sett omöjligt. Det bör räcka att det av de omständigheter som förebringats framgår att det måste ha förhållit sig så som åklagaren påstått, för att åtalet skall vara styrkt. Tingsrätten bedömde att det var ställt utom rimligt tvivel att L.M försett I.C med information om att köpa aktier i Biacore. Med anledning av I.C:s kännedom om aktiehandel måste han ha varit medveten att informationen var konfidentiell. Hovrätten gjorde en helt annan bedömning. Hovrätten delade tingsrättens uppfattning, om att ett åtal kan vara styrkt även om det inte går att visa exakt vilken information som har lämnats ut. Det måste emellertid tillförlitligen styrkas att insiderinformation verkligen har lämnats ut, vilket inte var fallet här. Slutsatser som analyseras fram genom offentlig information omfattas inte av rekvisitet omständighet. Den friade således både L.M och I.C. I Tivox-målet gällde frågan en säljrekommendation. Domstolen hade till uppgift att bestämma huruvida information, som utbyts vid ett telefonsamtal kunde utgöra rekvisitet omständighet av specifik natur. Svårigheten ligger mångt och mycket i att bevisa vad som sagts mellan två individer, samt hur mycket övriga förhållanden, i den specifika situationen, skall spela in gällande ifall insiderinformation har utbyts. Ett fåtal ord eller sinnesstämningar kan säga mer än en specifik omständighet. Tingsrätten ansåg att T.L:s uttalanden vid samtalen med sin mäklade tydligt visade att han fått information om att något viktigt inträffat med Tivox, och att han därför borde sälja. Tingsrätten fällde både A.A och T.L för insiderbrott. Hovrätten och HD menade att utredningen inte gav stöd för uppfattningen att de omständigheter, som T.L blev informerad om, sammantagna klart utgjort insiderinformation. Som nämnts tidigare uttalade emellertid HD följande i domen:

”Det kan visserligen förekomma fall då ett råd lämnas under sådana förhållanden att den som ger rådet härigenom också i praktiken lämnar information om en viss omständighet av specifik natur”¹⁸²

Med anledning av citatet ovan verkar det finnas en möjlighet att ett råd skall kunna innebära insiderinformation. Frågan är vad gränsen går? Vilka förhållanden skulle det vara? I Tivox-målet visste T.L att A.A hade insiderposition samt att bolaget led av akuta ekonomiska svårigheter. Vidare visste T.L att A.A skulle träffa banken och om krediterna inte skulle bli förlängda skulle det garanterat innebära konkurs. Att i ett sådant läge svara jakande på en direkt fråga om personen bör sälja sina aktier borde inrymma mer information än så, med anledning av övriga förhållanden. Uppgiftslämnarens uttalande borde med andra ord sättas in i sitt sammanhang varvid samtliga omständigheter kring uttalandet beaktas. Av dessa mål drar jag slutsatsen att en köp- eller säljrekommendation, där ingen annan information lämnas ut, således inte utgör insiderbrott, för den mottagande parten. Det går då att kringgå lagstiftningen genom att antyda insiderinformationen utan att för den skull återge den helt. Däremot utgör lämnandet av denna ospecifika information ett brott då personen, som fått

¹⁸² NJA 2008 s. 292.

insiderinformation, föranleder annan till köp eller försäljning. I ovanstående fall fälldes den som lämnat rekommendationen, vilket gav domstolen anledning att förverka även den säljande personens, T.L:s, vinst. Det kan ändå verka orättfärdigt att endast den ena personen i det brottsliga handlandet blir fälld och den andra friad. Den kan tänkas att det borde vara tillräckligt att en misstänkt känner till exakt vad som hänt i bolaget. Endast vetskapen om att man får en rekommendation från en insider torde emellertid inte vara tillräckligt.

8.1.3 Ägnad att väsentligen påverka priset

Ett annat rekvisit som gett upphov till tolkningsproblematik är väsentlighetsrekvisitet. Varken lagrummet, förarbeten eller doktrin tydliggör hur rekvisitet skall tillämpas. Tidigare vägledning om tio procent har frångåtts, eftersom väsentlig påverkan kan variera mellan olika marknader och olika finansiella instrument. Det som skall ha avgörande betydelse är om omständigheten erfarenhetsmässigt är ägnad att väsentligen påverka kursen, inte om det faktiskt sker. Domstolen skall då bedöma huruvida informationen har varit av sådan karaktär att den generellt sätt medför en kurspåverkan. Utredningar av insiderbrott sker i efterhand vilket emellertid gör att det finns risk att utredarna påverkas av den faktiska utgången.

Vid ett flertal domstolsavgöranden har alltför stor vikt lagts vid den aktuella utgången såsom i Föreningsbanksmålet och i Export-målet. I Föreningsbanksmålet inleder domstolen med att lägga vikt vid och diskutera den verkliga kursförändringen, innan bedömningen går in på den av erfarenhet förväntade kursförändringen. Domstolen verkar till viss del tagit fasta på den i efterhand faktiska kursen vid sin bedömning. I detta fall handlade det om uppköp av en större aktiepost. Ett förestående företagsförvärv är i regel en sådan omständighet som är ägnad att väsentligen påverka kursen. Här handlade det dock om ett uppköp under 5 % (4,99 %). Efter att ha gått igenom börsstatistik konstaterade domstolen att det var ovanligt att kursförändringen översteg tio procent vid uppköp av denna storlek. Tingsrätten lade även stor vikt vid då gällande tioprocentkravet. Enligt då gällande förarbeten så talade tio procent generellt sätt för en väsentlig kurspåverkan men som inte under några omständigheter ensamt fick bli avgörande. För att bedöma om det är en omständighet, som är av sådan karaktär att den erfarenhetsmässigt påverkar kursen, krävs det att domstolen ser till flertalet parametrar. Sådana bedömningar ger lätt upphov till svåra gränsdragningar. När det infinner sig oroliga tider, såsom i dagens finanskris, borde detta inte påverka domstolens bedömning då det utgångspunkten skall vara sådana omständigheter som erfarenhetsmässigt påverkar kursen. Det är svårt att skriva en mer tydlig lagstiftning, gällande vad som erfarenhetsmässigt påverkar kursen, då detta varierar kraftigt mellan de olika finansiella instrumenten. Det behövs en omfattande lagstiftning för att fånga upp alla olika scenarion. Ett avkall får således göras på allmänna principer såsom legalitetsprincipen med anledning av att förutsebarheten rubbas något. Rekvisitet är enligt min mening vagt utformat och tolkningen lämnas öppen för domstolen. Detta

strider mot kriminaliseringens syfte då en lag måste vara tydlig och bestämt definierad. Finns det resurser för att ta fram vad som erfarenhetsmässigt påverkar kurserna på ett väsentligt sätt? Lagstiftningen är utformad på sådant sätt att det krävs komplexa ekonomiska kunskaper om den finansiella marknaden. Jag ställer mig frågande till huruvida de allmänna domstolarna bemäktigar med denna sortens lagstiftning.

Vad gäller klassificeringen av insiderinformation ger Bure-målet ett bra exempel på hur olika instanser bedömer olika i dessa fall. I Bure-målet konstaterade tingsrätten att P.S inte haft tillgång till insiderinformation med anledningen att det var minst lika sannolikt att kursnedgången hade sin främsta grund i marknadens besvikelse över att det inte fanns någon lösning på bolaget framtida kapitalbehov. Hovrätten gjorde sedermera en helt annan bedömning. Samma information bedömdes där vara klart kurspåverkande.

Det går att utröna en diskrepans mellan domstolarnas bedömningar gällande flertalet av rekvisiten i begreppet insiderinformation. Enligt min mening är regleringen, som innehåller begreppet insiderinformation, i flera avseenden vagt preciserad och präglad av oklarheter. Konsekvenserna av detta avspeglar sig i de domstolsavgöranden som finns på området. Vad gäller begreppet insiderinformation har det inte skett några betydande förändringar i materiellt hänseende, sedan införandet i lagstiftningen. Det har därför varit av intresse att undersöka domar från olika tidsperioder för att se om domstolarnas hantering av begreppet har förändrats med tiden. Domstolarna har, som nämnts, en benägenhet att tolka rekvisiten på olika sätt. Huruvida köp- och säljrekommendationer kan klassificeras som insiderinformation, har endast hanterats under 2000-talet, enligt min vetskap. Tingsrätterna tenderar här att bedöma begreppet vidare än högre instanser varit beredda på. Vad gäller bedömningen av väsentlighetsrekvisitet har jag undersökt domar från både 1990-talet och 2000-talet men finner ingen direkt skillnad på bedömningarna mellan decennierna. Att det råder delade meningar mellan olika instanser ter sig emellertid ske genomgående. De nya reglerna verkar ge upphov till ett system, där domstolarna får problem med att hantera lagstiftarens krav. Det är svårt att dra gränsen för när insiderinformation anses föreligga eller inte. Det blir en bedömningsfråga från fall till fall. Varje fall är unikt och det tar tid för domstolarna att bygga praxis. Otydliga regler resulterar således i oförutsägbara domar.

8.2 Vagt rekvisit? Jämförelse med otillbörlig marknadspåverkan

Ett uttryckligt insiderförbud har endast funnits i Sverige sedan cirka tre decennier tillbaka. Under denna tid har insiderbrotten kontinuerligt utvecklats i harmoni med EG-rätten. Förändringarna har medfört att reglerna blivit alltmer allmänt hållna och flexibla för att passa den föränderliga värdepappersmarknaden. Samtliga som får insiderinformation blir berörda av MmL i jämförelse med tidigare lagstiftning, där endast vissa personkretsar omfattades av förbudet. Rekvisitet information i begreppet

insiderinformation har utvidgats till att omfatta i praktiskt taget all information, vilket gör att övriga rekvisit sätter gränsen för vad som utgör insiderinformation. Som vägledning för att bedöma väsentlighetsrekvisitet utgick domstolarna tidigare från en tioprocentig kursförändring, vilken kommit att frångås med anledning av svårigheten med en specifik procentsats. Bedömningen har således överlämnats till rättstillämparen. Denna utvidgning riskerar att leda till en lagstiftning som inte är entydig och klar, vilket kan leda till tillämpningsproblem. Det finns även en tendens att skärpa rekvisiten. Detta gäller exempelvis rekvisitet omständighet. Det är en förutsättning att det finns en tydlig gräns mellan otillåtna och tillåtna transaktioner för att få en effektiv finansiell marknad. Råder oklarhet och osäkerhet över huruvida ett straffansvar inträder eller ej kan det medföra att de finansiella marknaderna, påverkas mer negativt av detta än av de oönskade beteendena Enligt ovan resonemang i 8.1.2 och 8.1.3 ter sig begreppet insiderinformation vara vagt preciserat och ge upphov till oklara och oförutsägbara domar. Denna slutsats har jag kommit fram till genom att granska ett antal domar på området.

Marknadsmisbruk innehåller även brottet otillbörlig marknadspåverkan. Likaså detta brott har beskyllts för att innehålla vaga rekvisit. Rekvisitet *otillbörligt* är ett begrepp, som ter sig vagt preciserat. Det är svårt att bedöma vilka handlingar som är att anse som otillbörliga. Att exempelvis handla med egna aktier har ansetts klart otillbörligt av vissa domstolar men inte av samtliga. Insiderbrott och otillbörlig marknadspåverka är två brott, som har liknande karaktär. Begreppen ger inte någon klar information om vilka transaktioner, som är tillåtna eller otillåtna ur straffansvarssynpunkt. Sedan MmL infördes krävs inte längre direktiv uppsåt för att otillbörlig marknadspåverkan skall vara aktuellt. En sådan förändring medför att regelverket vidgas och omfattar fler förfaranden. Detta innebär också att beviskraven sänkts något. Någon liknande sänkning har inte skett vad gäller insiderbrott men däremot när det gäller aktsamhetsbrottet, vårdslöst insiderförseelse, där kravet på grov oaktsamhet har slopats. Rent statistikmässigt har brotten följt varandra sida vid sida utan större skillnader, fram till MmL trädde i kraft 2005. I samband med MmL:s införande ersattes otillbörlig kurspåverkan med brottet otillbörlig marknadspåverkan. Den största skillnaden är att det direkta uppsåtet slopades men även att det nya brottet fick en mer generell och vittsyftande gärningsbeskrivning än tidigare. Efter 2005 har det skett en viss ökning av insiderbrotten. Vad gäller otillbörlig marknadspåverkan har det däremot skett en markant ökning, speciellt under det senaste året. Under 2008 har det kommit en fällande dom rörande insiderbrott till skillnad från femton fällande domar av otillbörlig marknadspåverkan. Vad beror denna avsevärda skillnad på? Båda brotten består av rekvisit som framstår som oklara och svåra att tillämpa för domstolarna. Otillbörlig marknadspåverkan har emellertid genomgått en förändring, som lett till att gärningsmannens avsikt vad gäller prismanipulation inte längre är ett krav. Brottet har vidare utvidgats till att omfatta fler förfaranden. I artikel 1.2 i MmD finns dessutom en mer utförlig definition av otillbörlig marknadspåverkan, som innehåller en mängd olika exempel, som tydliggör vilka förfaranden som är otillbörliga, vilket kan

vara en anledning till att begreppet otillbörligheten blivit lättare att tillämpa. Lagstiftningen har vidare skärps gällande marknadsövervakning, i och med införandet av VpmL. Det skall bli lättare att upptäcka överträdelser av handelsregler, otillbörliga marknadsförhållanden eller uppföranden som kan innebära marknadsmissbruk. Upptäckterna har ökat efter att Vpml trätt i kraft, men detta har ändå inte förändrat antalet väckta åtal eller fällande domar när det gäller insiderbrott. Trots att skärpning av kontrollen sker och fler misstänkta hittas sker det inga förändringar ännu vad gäller insiderbrotten. Den största förändringen har gällt otillbörlig marknadspåverkan, vilket skett under 2008. Anledningen därtill får framtiden utvisa.

8.3 Kriminalisering, de lege ferenda

Jag vill avslutningsvis även beröra kriminaliseringens framtidsutsikter. Som redogjorts för tidigare har förarbetena uttryckt att följande skall gälla:

*Regleringen av insiderhandel skall vara tydlig och funktionell. Den skall även vara utformad så att det står klart för aktörerna på den finansiella marknaden att överträdelser av förbudet mot insiderhandel löper risk att upptäckas samt att överträdelser handläggs snabbt och effektivt.*¹⁸³

Insiderlagen ansågs inte nå upp till denna nivå, inte heller insiderstrafflagen varför vi idag har marknadsmissbrukslagen. Frågan som jag då osökt ställer mig är huruvida marknadsmissbrukslagen når upp till denna nivå? Efter att jag undersökt begreppet insiderinformation och dess tillämpningssvårigheter råder det enligt mig vissa oklarheter med lagstiftningen. Det traditionella straffrättsliga systemet kan anses otillräckligt, då det är långsamt och resurskrävande. En straffrättslig reglering ställer vidare väldigt höga beviskrav, främst i subjektivt hänseende. Administrativa åtgärder har diskuterats vara en möjlig lösning för att sänka beviskraven och på så sätt skapa effektivare regler. En positiv följd av ett administrativt system är att sanktionsavgifter förmodas medföra en bättre effektivitet, eftersom de anses erbjuda en snabb, enkel och billig lösning på de problem, som beivrandet av regelöverträdelser utgör. Att avkriminalisera insiderbrott till förmån för enbart ett administrativt förfarande har inte ansetts önskvärt. Att beivra insiderbrott med administrativa sanktioner skulle riskera att strida mot artikel 6 EKMR. Den enskilde måste ha möjlighet till någon form av försvar som grundas på subjektiva förhållanden. En sådan bedömning ter sig bäst lämpad för domstol enligt svensk rättsordning. Det skulle eventuellt vara möjligt att införa ett förfarande hos FI i kombination med en överprövning hos förvaltningsdomstolarna för att i alla fall uppfylla EKMR:s krav. En annan lösning som har diskuterats är en kombination av straffrättsliga och administrativa åtgärder. Ett parallellt förfarande skulle endast bli aktuellt gällande överträdelser av mindre allvarligt slag, vilket framförallt skulle träffa handlingsbaserade kursmanipulativa åtgärder som rör beteenden som objektivt kan påvisas. En sådan ordning skulle innebära att personer kunde

¹⁸³ Prop. 1999/2000:109 s. 40.

riskera att drabbas av både straffrättsliga och administrativa påföljder för samma sak. Detta skulle strida mot principen att man inte skall kunna straffas två gånger för samma sak. Detta skulle kunna undvikas genom att systemet fungerar som ett alternativ till straffet. Administrativa sanktioner har inte införts med anledning av att den inte anses förenlig med svensk rättsordning men det har framförts att det kan finnas anledning att återkomma till frågan i framtiden.

Ett flertal länder i Europa avser att i varierande utsträckning avkriminalisera marknadsmissbruk och ersätta straffrättsliga regler med en administrativ sanktionsordning. Storbritannien och Frankrike har infört administrativa åtgärder, som gäller parallellt med de straffrättsliga reglerna. Våra grannländers insiderreglering är straffrättslig i grunden. Danmarks lagstiftning är snarlik den svenska. Den norska lagstiftningen skiljer sig något från den svenska då den norska lagstiftaren sänkt kravet på klassificeringen av insiderinformation. Istället för att informationen är ägnad att väsentligen påverka priset, är det tillräckligt att informationen är av sådan karaktär att en förnuftig investerare hade uppmärksammat informationens betydelse. En sådan förändring kan emellertid inte ske i svensk rätt då det skulle strida mot MmD. Även Finlands lagstiftning överensstämmer till stora delar med den svenska. Till skillnad från Sverige har den infört en ersättnings- eller skadeståndsregel då kriminaliseringen inte ansågs tillräcklig. Även USA har, utöver straffrättsliga och administrativa sanktioner, även sanktioner såsom civila skadestånd. Ett införande av skadeståndanspråk skulle dock vara förenat med flertal svårigheter. Vem skulle ha rätt till sådan ersättning? Vem är ansvarig? Även orsakssambanden kan bli svåra att utreda. Kriminaliseringsfrågan har även ifrågasatts i Danmark där tankar om ett administrativt förfarande har väckts. Hur det kommer att bli i svensk rätt återstår att se.

Enligt min åsikt finns det anledning att återigen göra en genomsyn av insiderregleringen. Det kan vara av intresse att på nytt göra en bedömning av ett system av parallella system med straffrättsliga samt administrativa regler med möjlighet till straffavgifter. Liknande ordningar finns inom konkurrensrätten samt i Bankrörelselagen (2004:297). Ett system baserat på straffavgifter istället för straff verkar därmed inte strida mot de EG-rättsliga direktiven på området och borde även gå att förena med den svenska rättsordningen vid vissa brott. Eftersom de EG-rättsliga direktiven föreskriver en lagstiftning framförs inte längre argumentet att lagstiftning ska ersättas av självreglering. Trots detta anser jag att självreglering innebär en utmärkt förstärkning av insiderlagstiftningen. Tack vare bland annat börsernas marknadsövervakning har fler misstankar om marknadsmissbruk hanterats av FI och EBM. Med anledning av detta, tillsammans med tidigare resonemang, har beivrandet av otillbörlig marknadspåverkan kommit att utvecklas i rätt riktning. Främst bör därför en grundlig jämförelse ske med brottet otillbörlig marknadspåverkan för att försöka nå samma resultat med att beivra insiderbrott inom den straffrättsliga ordningen.

9 Sammanfattande avslutning

Begreppet insiderinformation ter sig vara ett begrepp som är oklart utformat. Det är således inte möjligt att sätta exakta gränser för vad som utgör insiderinformation. Klassificering av när viss information är insiderinformation får ske med hänsyn till de specifika omständigheterna i varje unikt fall. Samtidigt som begreppet framstår som mycket omfattande är vissa rekvisit tämligen snävt utformade, såsom *omständighet*. Att möjliggöra för rättstillämparen att bedöma hela situationen och väga in övriga omständigheter skulle vara önskvärt. En utvidgning av regelverket skulle emellertid riskera att alltför stor andel av handeln blir kriminaliserad såsom olaglig insiderhandel. Vidare innebär väsentlighetsrekvisitet att bedömningssvårigheter uppstår vid rättstillämpningen. Det blir svårt för den enskilde att skilja de tillåtna handlingarna från de otillåtna. Rekvisitens vaghet leder till svårigheter med att förutse de brottsliga handlingarna. En sådan lagstiftning riskerar att stå i konflikt med straffrättens legalitetsprincip. Vid införandet av MmL utvidgades det straffbara området för att göra det lättare att komma tillrätta med ageranden som framstår som oacceptabla. Antalet misstänkta insiderbrott, väckta åtal och domstolsavgöranden har däremot stagnerat. Ändringarna verkar inte fått något direkt genomslag. Frågan är om det är möjligt att införa en mer tydlig och detaljerad lagstiftning för att öka förutsebarheten eller om det finns andra mer effektiva alternativ, som kan tillgodose de grundläggande rättssäkerhetsprinciperna. Gränsdragningsproblemen verkar svåra att lösa rent lagtekniskt. Flertalet länder har påbörjat en revidering av sin insiderlagstiftning och till viss del frångått kriminalisering.

I jämförelsen med otillbörlig marknadspåverkan har det framkommit att dessa brott har följts åt, vad gäller antalet väckta åtal och domar. Det vill säga fram till 2007/2008 då det sker en markant förändring. Det kan bero på att otillbörlig marknadspåverkans utformning i MmL har fått genomslag. Det kan av den anledningen vara av intresse att göra en mer grundlig genomsyn av lagstiftningen gällande insiderbrotten och jämföra med brottet otillbörlig marknadspåverkans utformning och tillämpning. Utöver en regelöversyn kan det även vara av intresse att se över kriminaliseringsfrågan. Det är av vikt att lagstiftningen upplevs som legitim för att den skall efterlevas. En administrativ straffavgift skulle troligen medföra en effektivare lagstiftning. Att ersätta den straffrättsliga regleringen av insiderbrott med en sådan ordning ter sig inte troligt i första anblicken, vilket innebär att dessa fortsättningsvis bör sanktioneras inom ramen för en straffrättslig ordning. Finns det andra möjligheter att göra insiderregleringen mer effektiv, såsom en ersättnings- eller skadeståndsregel som införts i Finland? Detta är intressanta frågor som uppkommit under mitt arbete, som jag lämnar vidare till efterkommande studenter att fördjupa sig ytterligare i. Förhoppningsvis kommer utredningen av "Sveriges hittills största insiderhärva" och dess följder ge oss svaren på delar av ovanstående frågor.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

| | |
|---------------------|---|
| Prop. 2006/07:115 | <i>Ny lag om värdepappersmarknaden</i> |
| Prop. 2004/05:142 | <i>Marknadsmisbruk</i> |
| SOU 2004:69 | <i>Marknadsmisbruk</i> |
| Prop. 1999/2000:109 | <i>Ny insiderlagstiftning m.m.</i> |
| Prop. 1995/96:215 | <i>Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor</i> |
| Prop. 1990/91:142 | <i>Om insiderhandel</i> |
| Prop. 1984/85:157 | <i>Förslag till lag om värdepappersmarknaden</i> |
| SOU 1970:38 | <i>Förtrolig företagsinformation och börshandel</i> |

Remisser

Gorton, L, Remiss: *marknadsmisbruk (SOU 2004:69)*, J Ä1 431/04, 2004-09-14, Yttrande från Lunds universitet, Juridiska fakultetsstyrelsen.
[cit. Gorton (2004)]

EG rättsakter

Rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 *om samordning av föreskrifter om insiderhandel*

Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 *om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan*

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 *om marknader för finansiella instrument.*

Kommissionens direktiv 2003/124/EG av den 28 januari 2003 *om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk).*

Kommissionens direktiv 2003/125/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.*

Kommissionens förordning (EG) nr 2273/2003 av den 22 december 2003 *om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller undantag för återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument.*

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, definitionen 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.

Rapport

En rapport från Stockholms fondbörs, *Fermenta, fakta och erfarenheter* Stockholm, 1988.

[cit. Rapport från Stockholms fondbörs (1988)]

Litteratur och artiklar

Afrell L, Klahr H, och Walldén, *Insiderlagen. En lagkommentar*, Allmänna Förlaget, Stockholm, 1991

[cit. Afrell *et al* (1991)]

Afrell, L, *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, 1998

[cit. Afrell *et al* (1998)]

Bernitz, U och Kjellgren, A, *Europarättens grunder*, Norstedts Juridik AB, Vällingby, 2007.

[cit. Bernitz, Kjellgren (2007)]

Cavallin, S, *Om kriminalisering med hjälp av vaga rekvisit*, JT, 2002/2003 s. 251 ff.

[cit. Cavallin 2002/2003)]

Hansen Lau, Jesper (ed.) *Nordic Financial Market Law, the regulation of the financial markets in Denmark, Finland, Iceland, Norway and Sweden*, DJØF Publishing, Köpenhamn, 2003.

[cit. Hansen Lau (2003)]

Hetzler, A, *Insiderbrott och regleringen av värdepappersmarknaden – en värdefråga?* Ur: Appelgren, Leif och Sjögren, Hans (red); Ekonomisk brottslighet och nationalstatens kontrollmakt, Smedjebacken, 2001.

[cit. Hetzler (2001)]

Jacobson, H och Lycke, J, *Marknadsmisbruksdirektivet och dess genomförande i Sverige*, Europarättslig tidskrift, 2005:2.

[cit. Jacobson, Lycke (2005)]

Jareborg, N, *Allmän kriminalrätt*, Iustus förlag AB, Uppsala, 2001

[cit. Jareborg (2001)]

Löfmarck, M, *Insiderbrott och svindleri – en studie av straffrättslig reglering till sydd för värdepappershandeln i USA och Sverige*, Juristförlaget, Stockholm, 1988.

[cit. Löfmarck (1988)]

Mattsson, G, L, *Insiderbrott och andra informationsbrott*, Rabén och Sjöberg AB, Kristianstad, 1992.

[cit. Mattson (1992)]

Nilsson M, *Insiderlagen*, Juristförlaget AB, Stockholm, 1994.

[cit. Nilsson (1994)]

Oker-Blom, M, *Insiderreglering – en fråga om effektivitet eller rättvisa?*, JFT, 1999. S. 343-371.

[cit. Oker-Blom (1999)]

Rundfelt, R, *Insiders affärer – om bruk och missbruk av information om börsbolag*, Bjärnum, 1989.

[cit. Rundfelt (1989)]

Samuelsson, P, *Normbildning rörande otillbörlig marknadspåverkan*, SvJT, 2002 s.873-893.

[cit. Samuelsson (2002)]

Samuelsson P, Afrell L, Cavallin S och Sjöblom N, *Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar*, Nordstedts Juridik AB, Stockholm, 2005

[cit. Samuelsson *et al* (2005)]

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

[cit. Af Sandeberg (2002)]

Af Sandeberg, *Strikt ansvar vid insiderbrott – administrativa sanktioner för effektivare brottsbekämpning*, JT 2002/2003.

[cit. Af Sandeberg 2002/2003]

Af Sandeberg C, Sevenius R, *Börsrätt*, Studentlitteratur, Polen, 2008.

[cit. Af Sandeberg, Sevenius (2008)]

Svensson A-P, Schedin H, *Vägledning till rätt kurs på värdepappersmarknaden. En praktisk handledning till lagen om marknadsmissbruk*, Svensk fondhandlareförening, Stockholm, 2006

[cit. Svensson, Schedin (2006)]

Träskman, P O, *Hur gick det med bekämpningen av ekonomiska brott? Erfarenheter från Sverige*, Amfaelisrit, Reykjavik, 2007.

[cit. Träskman (2007)]

Wesser, E, *Har du varit ute och shoppat Jacob? En studie av Finansinspektionens utredning av insiderbrott under 1990-talet*, Sociologiska institutionen, Lund, 2001.

[cit. Wesser (2001)]

Elektroniska källor

http://www.ekobrottsmyndigheten.se/templates/Page_5.aspx, hämtad 2009-01-24, kl 14:00.

http://www.fi.se/Templates/Page_7176.aspx, hämtad 2009-01-22, kl 23:00

http://nasdaqomx.com/digitalAssets/53/53210_Norex_Member_Rules_Svensk_Version_2.1_081013_sv.pdf, hämtad 2009-01-22, kl 22:55.

Övrigt

OMX Nordic Exchange *Noteringsavtal med handledningstext*, 2007-07-01. Stockholm AB

[citeras Noteringsavtalet]

Rättsfallsförteckning

Högsta domstolen

NJA 2008 s 292

NJA 1994 s.404

Hovrätterna

Svea Hovrätt, B 4343-07, 2008-05-30

Svea Hovrätt B 3917-06, 2006-12-20

Hovrätten för Västra Sverige B 3354-05, 2006-10-05

Svea Hovrätt B 7398-03, 2004-12-17

Svea Hovrätt B 1895-00, 2001-12-07

Svea Hovrätt B 6675/00, 2001-10-30

Svea Hovrätt B 1461-01, 2002-06-20

Svea Hovrätt B 291/95, 1996-12-13

Svea Hovrätt B 2118/94, 1995-06-02

Göta hovrätt B 320/90, 1991-05-03

RH 1990:102, 1990-03-01

Tingsrätterna

Stockholms tingsrätt B 18870-07, 2007-10-17

Stockholms tingsrätt B 25980-05, 2006-04-10

Göteborg tingsrätt B 11337-03, 2005-07-08.

Stockholms tingsrätt B 1432-99, 2001-01-25

Kristianstads tingsrätt B 1059-00, 2000-11-07

Stockholms tingsrätt B 3142-97, 2000-02-22

Stockholm tingsrätts dom B 14-1829-96, 1996-10-30

Kalmar tingsrätt B 312-89, 1989-04-27