



JURIDISKA FAKULTETEN  
vid Lunds universitet

Louise Björneman

# Utnyttjande av insiderinformation

*En jämförelse mellan marknadsmissbruksdirektivet och  
marknadsmissbrukslagen beträffande utnyttjanderekvisitet*

Examensarbete  
30 högskolepoäng

Handledare: Katarina Olsson

Ämnesområde: Aktiemarknadsrätt/Straffrätt

Termin 9

# Innehåll

<b>SUMMARY</b>	<b>1</b>
<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>2</b>
<b>FÖRORD</b>	<b>3</b>
<b>FÖRKORTNINGAR</b>	<b>4</b>
<b>1 INLEDNING</b>	<b>5</b>
1.1 Bakgrund och presentation av ämnet	5
1.2 Syfte och frågeställning	6
1.3 Metod och material	6
1.4 Avgränsningar	7
1.5 Disposition	7
<b>2 INSIDERLAGSTIFTNINGEN I EU OCH SVERIGE</b>	<b>9</b>
2.1 EU-rätt	9
2.1.1 Rättsverkan av direktiv	9
2.1.2 Insiderdirektivet	10
2.1.3 Marknadsmisbruksdirektivet	11
2.1.4 Call for evidence. Review of Directive 2003/6/EC	13
2.2 Svensk rätt	14
2.2.1 Lagen om registrering av aktieinnehav	14
2.2.2 Lagen om värdepappersmarknaden	15
2.2.3 Insiderlagen	16
2.2.4 Insiderstrafflagen	16
2.2.5 Marknadsmisbrukslagen	17
<b>3 AKTUELLA BESTÄMMELSER</b>	<b>19</b>
3.1 Inledning	19
3.2 Bestämmelser i marknadsmisbruksdirektivet	19
3.3 Bestämmelser i marknadsmisbrukslagen	20
<b>4 MÅL C-45/08 SPECTOR PHOTO GROUP MOT CBFA</b>	<b>24</b>
4.1 Inledning	24
4.2 Bakgrund och tolkningsfrågor	24

<b>4.3</b>	<b>Generaladvokatens förslag till förhandsavgörande</b>	<b>26</b>
4.3.1	Den första tolkningsfrågan	26
4.3.2	Den andra tolkningsfrågan	27
4.3.3	Den tredje tolkningsfrågan	27
<b>4.4</b>	<b>EU-domstolens dom</b>	<b>28</b>
4.4.1	Den andra och den tredje tolkningsfrågan	28
4.4.2	Den första tolkningsfrågan	32
<b>5</b>	<b>DISKUSSION</b>	<b>33</b>
5.1	Inledning	33
5.2	EU-rätt och svensk rätt	33
5.3	Dansk rätt	35
5.4	Brittisk och tysk rätt	36
5.5	Call for evidence. Review of Directive 2003/6/EC	37
5.6	Generaladvokatens förslag till förhandsavgörande	38
5.7	EU-domstolens dom	39
5.8	Slutkommentar	42
	<b>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</b>	<b>45</b>
	<b>RÄTTSFALLSFÖRTECKNING</b>	<b>48</b>

# Summary

The concept *using inside information* has its origin in Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation, Market Abuse Directive. The Market Abuse Directive requires Member States to prohibit and penalize market abuse. The expression *using inside information* is found in the prohibition on insider dealing in Article 2.1 in the Directive. This article requires Member States to prohibit a person who possesses inside information from *using that information* by acquiring or disposing of, for his own account or for the account of a third party, financial instruments to which that information relates. Article 2.1 has been implemented differently in the Member States. The concept *using inside information* has been replaced with other concepts. Sweden is one of the Member States where this has occurred.

The Swedish prohibition on insider dealing is regulated primarily in the 2 § in the Law (2005:377) on Penalties for Market Abuse in Trading Financial Instruments, Market Abuse Law. The 2 § states that a person who *receives* inside information and who acquires or disposes financial instruments to which such information relates, for his own account or the account of a third party, is convicted of insider crime. Instead of writing *use*, the Swedish legislator has chosen to write *receive*. The significance of the Swedish prohibition is that a person who has *access* to inside information is forbidden to trade with any financial instruments to which that information relates, *regardless* if the information is used or not.

The diverse formulations raise the question whether the Directive allows the implementation of the prohibition in accordance with the Swedish model. The Court of the European Union (EUC) recently pronounced sentence in a case concerning the interpretation and application of Article 2.1. With the EUC's decision it is established that one must take the purpose of the Directive into consideration when judging if a person has infringed upon the prohibition. The purpose of the Directive is all about maintaining efficient financial markets that investors can rely on. The EUC ascertains that it is of great importance to regard if financial participants have been on an equal level regarding information when a transaction was fulfilled. It is significant to consider possible misuse of the inside information such as if an involved person takes an advantage of inside information.

According to me the Swedish ban does not comply with the Directive. There is no indication that the prohibition only applies when a person who possesses inside information *misuses* its benefit. There is also no section that clarifies that prohibition on insider dealing is essential because it ensures equality between the financial parties. This is an important issue and problem in the Market Abuse Law, because the purpose of the Directive will be hard to achieve – to protect the integrity of the financial markets and to enhance investor confidence.

# Sammanfattning

Begreppet *utnyttjande av insiderinformation* har sitt ursprung i direktiv 2003/6/EG om marknadsmissbruk, MmD. MmD ålägger medlemsstaterna att förbjuda och beivra marknadsmissbruk. Uttrycket *utnyttjande av insiderinformation* återfinns i förbudet mot insiderhandel, som i huvudsak regleras i artikel 2.1 i MmD. Artikel 2.1 föreskriver att medlemsstaterna ska förbjuda en person som förfogar över insiderinformation att utnyttja denna för att förvärva eller avyttra, finansiella instrument som omfattas av denna information, för egen eller annans räkning. Artikeln har implementerats på olika sätt i medlemsstaterna. Begreppet *utnyttjande av insiderinformation* har bytts ut mot andra begrepp. Detta har bland annat skett i Sverige.

Det svenska förbudet mot insiderhandel regleras huvudsakligen i 2 § lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument, marknadsmissbrukslagen, MmL. I 2 § stadgas att den som *får* insiderinformation och som för egen eller någon annans räkning, genom handel på värdepappersmarknaden, förvärvar eller avyttrar sådana finansiella instrument som informationen rör döms för insiderbrott. Istället för att skriva *utnyttja* har lagstiftaren valt att skriva *får*. Innebörden av det svenska förbudet är att den som har *tillgång* till insiderinformation förbjuds att handla med de finansiella instrument som informationen avser, *oberoende av* om informationen utnyttjas eller inte.

De skilda formuleringarna väcker frågan om direktivet tillåter en implementering i enlighet med den svenska modellen. Europeiska Unionens domstol (EU-domstolen) har avkunnat ett förhandsavgörande rörande just tolkningen och tillämpningen av artikel 2.1. Genom EU-domstolens avgörande har det fastställts att syftet med direktivet måste tas i beaktande, vid avgörande av om en person har överträtt insiderförbudet. Direktivets syfte innebär i huvudsak att de finansiella marknaderna ska vara effektiva och tillförlitliga. EU-domstolen slår även fast att det är viktigt att ta hänsyn till om de finansiella aktörerna har varit på en jämställd nivå i informationshänseende då transaktionen genomfördes. Domstolen framhåller att det är av betydelse att beakta om det förekommit otillbörligt utnyttjande av insiderinformationen, det vill säga om personen ifråga har dragit nytta av informationen till men för motparten.

Enligt min uppfattning står det svenska förbudet inte i överensstämmelse med MmD. Inte någonstans föreskrivs att förbudet endast är tillämpligt när en person som förfogar över insiderinformation *otillbörligt utnyttjar* den fördel som informationen ger personen. Det saknas en formulering som klarlägger att förbudet handlar om att garantera likabehandling av parterna i en transaktion. Detta är en stor brist i MmL, då det kommer att bli mycket svårt att uppnå målet med direktivet – att garantera finansmarknadernas integritet och höja investerarnas förtroende för dem.

# Förord

Jag vill ta tillfället i akt att tacka de som har bidragit med stöd, kunskap och inspiration under skrivandeprocessen av mitt examensarbete.

Tack till Lars Afrell, direktör för Svenska Fondhandlareföreningen och tidigare ansvarig på Finansdepartementet för införandet av MmD, för att jag har fått ta del av din stora kunskap avseende insiderfrågor.

Tack också till Jesper Lau Hansen, professor vid Köpenhamns universitet, för värdefulla råd.

Min familj har underlättat skrivandet med kloka synpunkter. Tack!

Till sist vill jag rikta ett varmt tack till min handledare Katarina Olsson, jur dr docent och studierektor vid Juridiska fakulteten i Lund, som har givit mig god vägledning och tydliga riktlinjer. Med en inspirationskälla som Katarina har skrivandet blivit roligt och givande.

Lund 29 april 2010

Louise Björneman

# Förkortningar

AnmL	Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Bet.	Betänkande
CBFA	Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen
Dir.	Direktiv
EC	European Commission
EEG	Europeiska Ekonomiska Gemenskapen
EG	Europeiska Gemenskapen
EU	Europeiska Unionen
EUC	The Court of the European Union
EU-domstolen	Europeiska Unionens domstol
FiU	Finansutskottet
FSA	Financial Services Authority
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
LRA	Lag (1971:827) om registrering av aktieinnehav
LVPM	Lag (1985:571) om värdepappersmarknaden
MmD	Europaparlamentets och Rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk)
MmL	Lag (2005:377) om straff för marknadsmisbruk vid handel med finansiella instrument
Prop.	Proposition
REG	Rättsfallssamling för avgöranden av EG-domstolen (som numera heter EU-domstolen)

# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund och presentation av ämnet

År 1972 infördes lag (1971:827) om registrering av aktieinnehav, LRA. Lagen innebar en skyldighet för vissa personer, i eller med nära anknytning till ett bolags ledning, att registrera sitt aktieinnehav. LRA var den första lagen i Sverige som reglerade insiderhandel med värdepapper. Genom åren har många ändringar skett i den svenska lagstiftningen kring insiderhandel och därtill hörande frågor. År 2005 trädde den nuvarande lagen om insiderhandel i kraft – lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument, MmL. Marknadsmissbruk är den gemensamma beteckningen för olaglig insiderhandel och kursmanipulation.

MmL bygger på direktiv 2003/6/EG om marknadsmissbruk, MmD. MmD grundar sig på en utvidgning av föreskrifterna i det föregående insiderdirektivet 89/592/EEG. MmD avser också att reglera otillbörlig marknadspåverkan på europeisk nivå. Huvudsyftet med MmD är att garantera finansmarknadernas integritet i Europeiska Unionen (EU) och höja investerarnas tilltro till dessa marknader. Marknadsmissbruk skadar finansmarknadernas integritet och försvagar allmänhetens förtroende för värdepapper.<sup>1</sup> Målet vid framtagandet av MmD var därför att införa effektiva bestämmelser som motverkar insiderhandel och marknadsmissbruk. Detta konstaterande leder in på ämnesvalet till förevarande examensarbete – *Utnyttjande av insiderinformation. En jämförelse mellan MmD och MmL beträffande utnyttjanderekvisitet.*

Förbudet mot insiderhandel regleras huvudsakligen i artikel 2.1 i MmD respektive 2 § 1 st MmL. Den språkliga utformningen av bestämmelserna skiljer sig idag åt. Artikel 2.1 i MmD innehåller ett utnyttjanderekvisit; det föreskrivs att den som förfogar över insiderinformation är förbjuden att *utnyttja* denna för att förvärva eller avyttra, eller försöka förvärva eller avyttra, finansiella instrument som omfattas av denna information, för egen eller annans räkning, direkt eller indirekt. Något utnyttjanderekvisit återfinns inte i 2 § 1 st MmL; där stadgas istället att den som *får* insiderinformation och som för egen eller någon annans räkning, genom handel på värdepappersmarknaden, förvärvar eller avyttrar sådana finansiella instrument som informationen rör döms för insiderbrott. Som synes skiljer sig formuleringarna väsentligt åt, ett faktum som är intressant att undersöka vidare.

Det svenska förbudet betyder att den som har *tillgång* till insiderinformation förbjuds att handla med de finansiella instrument som informationen avser,

---

<sup>1</sup> Dir. 2003/06/EG, preambeln p. 1-2.



*oberoende* av om informationen utnyttjas eller inte. De skilda formuleringarna väcker frågan om direktivet verkligen tillåter en implementering i enlighet med den svenska modellen. År 2008 väcktes en liknande fråga vid en domstol i Belgien. Domstolen begärde då att EU-domstolen skulle svara på huruvida medlemsstaterna får skärpa rekvisiten för insiderhandel i förhållande till vad som stadgas i artikel 2 i MmD, liksom hur begreppet utnyttjande av insiderinformation i den mening som avses i artikel 2 i MmD ska tolkas. EU-domstolen meddelade den 23 december 2009 dom i målet – C-45/08 Spector Photo Group mot Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA).

## 1.2 Syfte och frågeställning

Syftet med min uppsats är att granska huruvida 2 § 1 st MmL är förenlig med artikel 2.1 i MmD avseende utnyttjanderekvisitet. Vid en första anblick kan det tyckas att den svenska lagens formulering är alltför vidsträckt i förhållande till utformningen i MmD, då betydligt fler situationer kan komma att träffas av det svenska förbudet. Mitt mål med uppsatsen är att få svar på om det i 2 § 1 st MmL möjligtvis ska intolkas ett utnyttjande-/missbruksrekvisit, samt om så inte är fallet, om det borde finnas ett utnyttjanderekvisit för att den svenska lagstiftningen ska vara förenlig med direktivet. De centrala frågeställningarna lyder enligt följande:

1. Ska det intolkas ett utnyttjande-/missbruksrekvisit i 2 § 1 st MmL?
2. Om svaret är nej på fråga 1, borde det finnas ett sådant rekvisit för att MmL ska vara förenlig med MmD?

## 1.3 Metod och material

För att uppnå syftet med uppsatsen har följande källor använts och behandlats.

Jag har valt att arbeta utifrån en rättsdogmatisk metod i uppsatsen. I och med valet av den rättsdogmatiska metoden består mitt material bland annat av lagstiftning och förarbeten som behandlar insiderfrågor. Jag har även granskat praxis och doktrin som rör dessa frågor. Eftersom mitt arbete rör både EU-rätt och nationell rätt har jag studerat båda områdena, i viss mån har jag även undersökt dansk, brittisk och tysk rätt. Jag har dessutom granskat dokument från EU-kommissionen.

Viss information i uppsatsen baseras på uppgifter som har lämnats av Lars Afrell vid e-mailkorrespondens. Afrell är direktör för Svenska Fondhandlareföreningen och var tidigare ansvarig på Finansdepartementet för implementeringen av MmD. Jag har fått Afrells godkännande till att offentliggöra informationen som han har uppgivit vid vår korrespondens.

Avslutningsvis vill jag uppmärksamma läsaren på att utbudet av material som rör mitt uppsatsämne är begränsat. Vidare vill jag också påpeka att det i skrivande stund (april 2010) inte finns något svenskt rättsfall som behandlar mitt ämne.

## 1.4 Avgränsningar

Denna uppsats begränsar sig till att behandla utnyttjanderekvisitets icke språkliga existens i 2 § 1 st MmL. Uppsatsen undersöker främst EU-rätt samt svensk rätt. Det förekommer emellertid ett inslag av dansk, brittisk och tysk rätt i den avslutande diskussionen. Med hjälp av den danska, brittiska och tyska rätten vill jag tydliggöra de skillnader som förekommer mellan EU-rätten och den svenska rätten. Jag har valt att studera den danska rätten med anledning av att tolkningen av artikel 2.1 i MmD varit föremål för granskning av danska Højesteretten relativt nyligen. Valet av brittisk respektive tysk rätt beror på att finansinspektionerna i respektive land uttalat sig om tolkningen.

Jag har valt att kort beskriva ett EU-rättsligt direktivs rättsverkan. Övriga rättsakters rättsverkan har jag valt att inte presentera eftersom förevarande uppsats endast behandlar direktiv.

En presentation av definitionen av insiderinformation i MmD respektive MmL framställs för att underlätta förståelsen av ansvarsbestämmelserna. En grundlig och ingående förklaring till ansvarsbestämmelsernas utformning i de två rättssystemen presenteras. Uppsatsen ger inte någon djupare beskrivning av de olika graderna av brott som återfinns i lagtexten. En sådan beskrivning saknar relevans för uppsatsen.

Jag har valt att djupgående granska mål C-45/08, då målet tydligt speglar problematiken kring olika formuleringar och tolkningar av förbudet mot insiderhandel. Det finns ett annat mål, C-391/04 Ypourgos Oikonomikon, Prostamenos Doy Amfissass mot Charilaos Georgakis, som rör liknande frågor, men eftersom målet behandlar insiderdirektiv 89/592/EEG och inte är dagsaktuellt har jag valt att inte granska det. Dessutom har mitt mål med uppsatsen varit att skapa så mycket klarhet som möjligt kring mitt ämnesval, och enligt min mening skapar det större oreda än klarhet att även presentera mål C-391/04 i detta sammanhang.

## 1.5 Disposition

Efter inledningen följer i kapitel 2 en redogörelse över insiderlagstiftningens utveckling inom Europa och i Sverige. Syftet med redogörelsen är att ge läsaren en god överblick över utvecklingen. I detta kapitel redovisar jag även ett dokument som kommissionen har publicerat angående artikel 2 i MmD samt angående artikelns implementering i medlemsstaterna. Med

ledning av informationen i andra kapitlet, kan läsaren förhoppningsvis lättare ta till sig innehållet i efterföljande kapitel.

I kapitel 3 introduceras den lagstiftning som är aktuell för uppsatsen. Först behandlar jag de bestämmelser som är aktuella i MmD, sedan presenterar jag de bestämmelser som är aktuella i MmL. Tredje kapitlet ska tydliggöra de skillnader som idag finns mellan EU:s respektive Sveriges reglering kring förbudet mot insiderhandel.

I kapitlet därpå, kapitel 4, ger jag en ingående beskrivning av mål C-45/08 som rör just tolkningen av begreppet utnyttjande av insiderinformation i artikel 2 i MmD. Avsikten med beskrivningen är att komma fram till vad som döljer sig bakom begreppet utnyttjande av insiderinformation.

I kapitel 5 presenteras en diskussion. I diskussionsavsnittet kommer jag att utveckla mina egna åsikter kring förbudet mot insiderhandel och begreppet utnyttjande av insiderinformation. Mitt mål med diskussionen är att besvara de frågor som ställts under avsnitt 1.2.

# 2 Insiderlagstiftningen i EU och Sverige

## 2.1 EU-rätt

### 2.1.1 Rättsverkan av direktiv

EU-rätten utgör ett eget rättssystem, men ingår också som en integrerad del i medlemsstaternas rättsordningar. Medlemsstaternas domstolar och myndigheter är alltså skyldiga att tillämpa EU-rätten. EU-domstolen har fastställt att gemenskapsrätten har företräde i förhållande till nationell rätt även när den nationella lagstiftningen tillkommit senare.<sup>2</sup> EU:s fundamentala rättskällor – primärrätten – består bland annat av EG-fördraget (Romfördraget). Fördraget utgör gemenskapsrättens grundläggande rättskälla.<sup>3</sup> Den sekundära EU-rätten omfattar de regler som utformas av institutionerna inom EU. De sekundära reglerna skapas i enlighet med de befogenheter institutionerna givits i fördragen. Enligt artikel 249 i EG-fördraget har rådet och kommissionen rätt att utfärda följande rättsakter: förordningar, direktiv, beslut och rekommendationer. Rättsakterna har olika rättsverkan i medlemsstaterna.<sup>4</sup> Med anledning av att förevarande uppsats behandlar EU-rättsliga direktiv följer här endast en närmare beskrivning av ett direktivs rättsverkan.

Av artikel 249 i EG-fördraget framgår att direktiv är bindande för de medlemsstater de riktar sig till i vad avser det resultat som ska uppnås, men överlåter till de nationella myndigheterna att välja form eller sätt för genomförandet. Direktiven måste följaktligen implementeras i nationell lagstiftning. Om det redan finns nationella regler som uppfyller direktivets krav behövs emellertid inga särskilda åtgärder.<sup>5</sup>

I direktiven anges vanligtvis en tidsgräns inom vilken direktiven ska vara genomförda. Om en medlemsstat underlåter att implementera ett direktiv helt eller delvis inom den fastställda tidsfristen, har staten gjort sig skyldig till fördragsbrott. Det är relativt vanligt att medlemsstater implementerar direktiv för sent. Försenad, ofullständig eller felaktig implementering av direktiv i medlemsstaterna är ett problem som fördröjer integrationsprocessen. Problemet missgynnar även enskilda. Kommissionen har till uppgift att övervaka att medlemsstaterna följer tidsfrister samt

---

<sup>2</sup> Craig, Paul och Gráinne de Búrca: EU Law – text, cases and materials, Oxford, (2003) s. 275.

<sup>3</sup> Steiner, Josephine, Woods, Lorna och Twigg-Flesner, Christian: EU Law, Oxford, (2006) s. 3.

<sup>4</sup> Craig och de Búrca, (2003) s. 112.

<sup>5</sup> Craig och de Búrca, (2003) s. 114-115.

genomför direktiven korrekt. Om kommissionen anser att något brister i en medlemsstats implementering, kan kommissionen föra talan mot medlemsstaten inför EU-domstolen.<sup>6</sup>

Vissa av gemenskapsrättens regler har direkt effekt. Direkt effekt innebär att reglerna kan åberopas av enskilda, trots att de främst riktar sig till medlemsstaterna. Eftersom direktiv riktar sig till medlemsstaterna kan direktiv som huvudregel inte ha direkt effekt. För att sätta press på medlemsländerna har emellertid EU-domstolen fastställt att även direktiv omfattas av direkt effekt i de fall där en korrekt implementering inte har skett. Det finns emellertid en mycket viktig skillnad från andra typer av EU-regler. Såväl fördragsartiklar och förordningar kan ha horisontell direkt effekt, det vill säga åberopas av den enskilde gentemot en annan fysisk eller juridisk person. Direktiv kan dock *enbart* ha vertikal direkt effekt, vilket betyder att direktiv endast kan åberopas av den enskilde gentemot staten.<sup>7</sup>

Direktivens huvudsakliga syfte är att harmonisera lagstiftningen i medlemsstaterna. Omfattningen och ambitionsnivån rörande direktiven skiftar beroende på vilket område som berörs. Direktiven kan ibland vara så detaljerade att de i stor utsträckning bestämmer utförandet av medlemsländernas lagstiftning på det ifrågavarande området. I de fall sådana direktiv också ålägger medlemsstaterna att de varken får under- eller överskrida den skyddsnivå som direktivet föreskriver – ett fullharmoniseringsdirektiv – kan direktiven i princip utgöra en färdig lag. Det kan även vara så att ett direktiv endast reglerar en eller några specifika frågor. I dessa fall är det vanligt att direktivet tillåter medlemsstaterna att tillämpa längre gående nationella skyddsregler. Ett sådant direktiv kallas minimidirektiv.<sup>8</sup>

## 2.1.2 Insiderdirektivet

1989 antog EG:s ministerråd ett direktiv angående samordning av regler om insiderhandel – insiderdirektivet.<sup>9</sup> Insiderdirektivet var det första direktivet som berörde insiderfrågor. Syftet med direktivet var att harmonisera medlemsstaternas bestämmelser rörande insiderhandel. Genom överensstämmande regler och samverkan mellan tillsynsorganen i medlemsstaterna skulle insiderhandel kunna bekämpas mer verkningsfullt menade kommissionen.<sup>10</sup> Insiderdirektivet innehöll minimiregler mot insiderhandel och det preciserade bland annat vad som utgjorde insiderinformation samt vilka personer som skulle urskiljas som insiders. I direktivet återfanns även bestämmelser som angav när det var förbjudet för

---

<sup>6</sup> Craig och de Búrca, (2003) s. 62.

<sup>7</sup> Craig och de Búrca, (2003) s. 115, 178 och 202-203.

<sup>8</sup> Craig och de Búrca, (2003) s. 114-115.

<sup>9</sup> Rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 angående samordning av regler om insiderhandel.

<sup>10</sup> Dir. 89/592/EEG, preambeln.

en insider att genomföra transaktioner då denne hade tillgång till icke offentliggjord kurspåverkande information.<sup>11</sup>

I insiderdirektivet beskrevs insiderinformation som icke offentliggjord information av specifik karaktär beträffande värdepapper eller utgivare av värdepapper och som, om den offentliggjordes, skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset för värdepappren ifråga.<sup>12</sup>

Insiderdirektivet grundade sig på ett vidsträckt insiderbegrepp. Det var inte enbart personer som fått icke offentliggjord kurspåverkande information på grund av sin ställning eller sitt aktieinnehav som omfattades. Även de personer som informationen vidarebefordrades till omfattades.<sup>13</sup> I direktivet föreskrevs att då det rörde sig om en juridisk person som omfattades av förbudet mot insiderhandel, skulle förbudet tillämpas på de fysiska personer som för den juridiska personens räkning tagit del i beslut avseende den aktuella transaktionen.<sup>14</sup>

Enligt direktivet skulle varje medlemsstat förbjuda en insider som förfogade över insiderinformation och som hade *full insikt i förhållandena, att dra nytta av denna information* vid direkt eller indirekt förvärv eller avyttring för egen eller tredje mans räkning av överlåtbara värdepapper, utgivna av den eller de emittenter som informationen gällde.<sup>15</sup> Formuleringen ”*full insikt i förhållandena, att dra nytta av denna information*” skapade viss förvirring bland medlemsstaterna vid implementeringen av förbudet och förbudet fick olika innebörd i medlemsstaterna. Den europeiska lagstiftaren ansåg därför att det var nödvändigt att ändra uttrycket. Formuleringen kom att ändras då MmD infördes.<sup>16</sup> Trots ändringen skulle det emellertid ta ytterligare ett antal år innan ett svar gavs på hur själva användandet av insiderinformation skulle definieras och tolkas, se kapitel 2.1.3 och kapitel 4.

### 2.1.3 Marknadsmisbruksdirektivet

Under åren som följde efter insiderdirektivets införande 1989, utvecklades och förändrades finansmarknaderna mycket. Medlemsstaternas lagstiftning rörande insiderfrågor uppvisade dessutom markanta skillnader. Med anledning av detta antog EU år 2003 ett nytt direktiv om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan – marknadsmisbruksdirektivet, MmD.<sup>17</sup> MmD var det första direktivet på värdepappersmarknaden som antogs enligt

---

<sup>11</sup> Dir. 89/592/EEG, art. 1-4 och prop. 1990/91:42, s. 35-36.

<sup>12</sup> Dir. 89/592/EEG, art. 1.1.

<sup>13</sup> Prop. 1990/91:42, s. 36.

<sup>14</sup> Dir. 89/592/EEG, art. 2.

<sup>15</sup> Dir. 89/592/EEG, art. 2.

<sup>16</sup> Mål C-45/08, EU-domstolens dom den 23 december 2009, p. 33-34.

<sup>17</sup> Europaparlamentets och Rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk) och prop. 2004/05:142, s. 36.

Lamfalussymodellen<sup>18</sup> (modellen är uppkallad efter Alexandre Lamfalussy som var ordförande för den kommitté som tog fram modellen). Modellen syftar till att möjliggöra ett snabbare lagstiftningsförfarande och en mer flexibel lagstiftning.<sup>19</sup> Lamfalussymodellen har inneburit att kommissionen, efter införandet av MmD, antagit fyra rättsakter som kompletterar direktivet. Akterna består av tre genomförandedirektiv och en förordning.<sup>20</sup>

MmD:s ändamål är att säkerställa finansmarknadernas integritet i EU och höja investerarnas förtroende för dessa marknader.<sup>21</sup> MmD innebär att harmoniseringen ökar beträffande insiderlagstiftningen inom EU. Det huvudsakliga innehållet i direktivet bygger på en utvidgning av föreskrifterna i insiderdirektivet samt en reglering på europeisk nivå av otillbörlig marknadspåverkan.<sup>22</sup> Otillbörlig marknadspåverkan innebär att en aktör bland annat genom transaktioner, handelsorder eller informations spridning ger falska eller vilseledande signaler till värdepappersmarknaden om tillgång, efterfrågan eller pris på finansiella instrument.<sup>23</sup>

Enligt artikel 10 i MmD ska varje medlemsstat tillämpa direktivets krav och förbud på all handel med finansiella instrument som har tagits upp till handel på en reglerad marknad i medlemsstaten eller för vilka en ansökan om upptagande har lämnats in. Det sagda gäller oberoende av om handeln sker i medlemsstaten eller utomlands. Direktivets bestämmelser ska också appliceras på handlingar som vidtas i medlemsstaten och som rör finansiella instrument som har tagits upp till handel på en reglerad marknad i någon annan medlemsstat eller för vilka en ansökan om upptagande har lämnats in.<sup>24</sup>

I insiderdirektivet återfinns bestämmelser om förbud mot insiderhandel och obehörigt röjande av insiderinformation. MmD har inte inneburit någon betydande förändring avseende dessa regler.<sup>25</sup> Som nämntes under avsnitt 2.1.2 har det dock skett en viss förändring avseende själva användandet av insiderinformation och formuleringen kring användandet i insiderförbudet. I insiderdirektivet föreskrevs att den som förfogade över insiderinformation och som hade *full insikt i förhållandena* skulle förbjudas att dra nytta av denna information vid en transaktion. När MmD introducerades förändrades förbudet genom att medlemsstaterna ålades att förbjuda personer att *utnyttja insiderinformation* för att handla eller råda någon att handla. Förändringen

---

<sup>18</sup> Samuelsson, Per, Afrell, Lars, Cavallin, Samuel och Sjöblom, Nils: Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar, Stockholm, (2005) s. 33.

<sup>19</sup> Prop. 2004/05:142, s. 37.

<sup>20</sup> Dir. 2003/124/EG, Dir. 2003/125/EG, Dir. 2004/72/EG och förordning (EG) nr 2273/2003.

<sup>21</sup> Bet. 2004/05:FiU27, s. 1.

<sup>22</sup> Prop. 2004/05:142, s. 36.

<sup>23</sup> Dir. 2003/06/EG, art. 1.2.a.

<sup>24</sup> Dir. 2003/06/EG, art. 10.

<sup>25</sup> Jacobson, Hans och Lycke, Johan: Marknadsmissbruksdirektivet och dess genomförande i Sverige, Europarättslig tidsskrift, 2005:2, s. 305.

skedde för att skapa klarhet, men trots att detta var avsikten har formuleringen *utnyttja insiderinformation* skapat ytterligare frågetecken. När medlemsstaterna har implementerat förbudet har de tolkat begreppet *utnyttja insiderinformation* på olika sätt, och de nationella förbuden har därmed fått skiftande betydelse.<sup>26</sup>

De skilda formuleringarna avseende begreppet *utnyttja insiderinformation*, väcker frågan om direktivet tillåter att medlemsstaterna implementerar förbudet på olika sätt. En aspekt som därför är mycket viktig att beröra vid granskning av MmD:s inverkan på medlemsstaternas nationella lagstiftning är huruvida direktivet utgör ett minimidirektiv eller ett fullharmoniseringsdirektiv. Den rådande uppfattningen tycks vara att det inte går att ge ett klart besked. Enligt Lars Afrell, direktör för Svenska Fondhandlareföreningen och tidigare ansvarig på Finansdepartementet för införandet av direktivet, utgör MmD inte ett regelrätt fullharmoniseringsdirektiv då det lämnar utrymme för medlemsstaterna att reglera vissa frågor. Afrell menar att varje artikel i direktivet måste granskas var för sig för att avgöra om det är minimistandard som föreskrivs eller om det är så att medlemsstaterna tvingas följa artikeln fullt ut.<sup>27</sup> Frågan behandlas ytterligare i samband med mål C-45/08 Spector Photo Group mot CBFA under avsnitt 4.

## 2.1.4 Call for evidence. Review of Directive 2003/6/EC

I början på år 2009 presenterade EU-kommissionen ett konsultationsdokument rörande MmD – *Call for evidence. Review of Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation, (Market Abuse Directive)*. Målet med konsultationsdokumentet var att samla in myndigheters och andra personers åsikter kring funktionen och utformningen av MmD. Synpunkterna skulle vara kommissionen tillhanda senast den 10 juni 2009. Med ledning av dessa synpunkter ska kommissionen fastställa huruvida det är nödvändigt att ändra vissa bestämmelser i direktivet för att stärka regelverket avseende kapitalmarknaden.<sup>28</sup>

Under avsnitt 2.2.3 i konsultationsdokumentet behandlas förbudet mot insiderhandel. Där skrivs bland annat följande:

”As a key element of the insider dealing prohibition, the concept of ‘using’ inside information should be sufficiently clear and leading to harmonised application

---

<sup>26</sup> Call for evidence. Review of Directive 2003/6/EC, s. 11-12.

<sup>27</sup> Enligt e-maillkorrespondens med Lars Afrell 2010-02-04. Afrell har givit sitt godkännande till att publicera informationen som han har uppgivit vid e-maillkorrespondensen.

<sup>28</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2009/market\\_abuse\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/market_abuse_en.htm), 2010-02-09 kl. 15.04.



across the EU. It should also be sufficiently broad to cover all situations where an individual takes an advantage from the possession of inside information.”

Vad kommissionen säger är att begreppet *utnyttjande av insiderinformation* i insiderförbudet borde vara tillräckligt tydligt för att åstadkomma en harmonisering inom EU. Det framförs också att begreppet borde vara tillräckligt brett för att täcka alla de situationer där en person drar fördel av tillgången till insiderinformation.<sup>29</sup>

Kommissionen förklarar i dokumentet att trots det faktum att kärnan i förbudet mot insiderhandel utgörs av begreppet *utnyttjande av insiderinformation*, har medlemsstaterna inte tagit hänsyn till begreppet och betydelsen av detta vid implementeringen av förbudet mot insiderhandel. Vidare framhålls i konsultationsdokumentet att det särskilt är två skilda utföranden som förekommer i de nationella lagstiftningarna idag. Den ena utformningen av lagstiftningen innebär att närhelst en person har tillgång till insiderinformation och handlar eller försöker handla bryter denna person mot förbudet mot insiderhandel. Det andra utförandet går ut på att utnyttjande av insiderinformation äger rum endast när en person handlar eller försöker handla på grundval av insiderinformationen. De två utförandena skiljer sig mycket från varandra och medför skiftande utfall. Vid en granskning av det förstnämnda utförandet kan konstateras att ett relativt brett spektra av situationer kan komma att träffas av förbudet. Det andra framställningssättet får istället till följd att antalet situationer där förbudet skulle kunna bli aktuellt är betydligt färre.<sup>30</sup>

Kommissionen avslutar avsnittet som rör förbudet mot insiderhandel, med att framhålla att problematiken behandlas av EU-domstolen i ett förhandsavgörande – C-45/08 Spector Photo Group mot CBFA. Det anförs att kommissionen har för avsikt att avvakta med att vidta åtgärder tills EU-domstolen har yttrat sig i saken.<sup>31</sup>

EU-domstolen har den 23 december 2009 meddelat dom i målet C-45/08 Spector Photo Group mot CBFA. I slutet av april 2010 har kommissionen emellertid inte uttalat sig om det dagsaktuella rättsläget rörande förbudet mot insiderhandel.

## 2.2 Svensk rätt

### 2.2.1 Lagen om registrering av aktieinnehav

Före år 1972 fanns ingen lagstiftning rörande insiderhandel i Sverige. Affärer av brottslig karaktär kunde till viss del bekämpas genom allmän

---

<sup>29</sup> Call for evidence. Review of Directive 2003/6/EC, s. 11.

<sup>30</sup> Call for evidence. Review of Directive 2003/6/EC, s. 11-12.

<sup>31</sup> Call for evidence. Review of Directive 2003/6/EC, s. 12.

strafflagstiftning och civilrättsliga bestämmelser. Lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav, LRA, var den första lagstiftningen vars ändamål var att beivra insiderhandel.<sup>32</sup> Genom att göra handeln offentlig skulle insiderspekulation motverkas. Insiderinformation definierades i lagen som företagsspecifik information.<sup>33</sup> I lagen stadgades att vissa specificerade personkategorier, i eller med nära anknytning till bolagets ledning, skulle registrera sina aktieinnehav i bolaget och ändringar i innehavet hos den som förde aktieboken. Lagen var tillämplig på aktier i svenska aktiebolag som var noterade vid Stockholms fondbörs. Anmälan skulle äga rum inom en månad från förändringen. Den som underlät anmälan, inkom försent med anmälan, lämnade felaktiga uppgifter eller den som brast i registerföringen kunde riskera att bli straffad. Straffet kunde antingen bli böter eller fängelse i högst sex månader.<sup>34</sup>

## 2.2.2 Lagen om värdepappersmarknaden

Under 1980-talet ökade antalet affärer på den svenska aktiemarknaden kraftigt. Allmänheten hade fått ett större intresse för aktier och utländska placerare hade fått bättre tillgång till den svenska marknaden. Med anledning av de stora förändringarna på finansmarknaden ansågs reglerna om anmälningsplikt inte längre vara tillräckliga för att bekämpa insiderbrott.<sup>35</sup> LRA reformerades och de bestämmelser som motverkade insiderhandel infördes i lag (1985:571) om värdepappersmarknaden, LVPM.<sup>36</sup> Genom LVPM infördes direkta förbud mot insiderhandel. Reglerna i lagen byggde på ett snävt insiderbegrepp och deras tillämpningsområde begränsades till värdepapper som påverkas av företagsspecifik information, såsom aktier, emissionsbevis, interimsbevis, konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning och vinstandelsbevis. Reglerna omfattade inte allmänt kurspåverkande faktorer såsom obligationer och andra räntekänsliga papper.<sup>37</sup> LVPM inriktade sig på två olika situationer. Där återfanns ett allmänt förbud för personer med insynsställning i aktiemarknadsbolag, att med vetskap om kurspåverkande ännu inte offentliggjorda fakta i det egna bolaget, handla med dess aktier. Det andra förbudet rörde det fall där en svensk juridisk person ämnade förvärva aktierna i ett aktiemarknadsbolag.<sup>38</sup>

---

<sup>32</sup> Prop. 1990/91:42, s. 30.

<sup>33</sup> af Sandeberg, Catarina: Marknadsmisbruk – insiderbrott och kursmanipulation, Uppsala, (2002) s. 57-58.

<sup>34</sup> Prop. 1990/91:42, s. 30-31.

<sup>35</sup> af Sandeberg, (2002) s. 59-60.

<sup>36</sup> Moberg, Krister och Samuelsson, Per: Börsrätt, Stockholm, (1989) s. 106. LVPM är numera upphävd. En ny lag har dock trätt i kraft, lag (2007:528) om värdepappersmarknaden. Den nya lagen benämns med sitt fullständiga namn i den löpande texten.

<sup>37</sup> af Sandeberg, (2002) s. 60.

<sup>38</sup> Prop. 1990/91:42, s. 31.

## 2.2.3 Insiderlagen

Som nämnts i avsnitt 2.1.2 antog EU insiderdirektivet 1989. Direktivet implementerades i svensk rätt 1991 genom införandet av insiderlagen (1990:1342). Lagen ersatte de regler om insiderhandel som fanns intagna i LVPM. Lagstiftningen innebar en utvidgning av förbudet mot insiderhandel. Insiderlagens primära bestämmelser utgjordes av förbud mot att handla med värdepapper vid tillgång till icke offentliggjord information som var ägnad att väsentligt påverka kursen på värdepappren ifråga. Förbudet omfattade den handel som tog plats på en börs eller en annan organiserad marknadsplats eller genom värdepappersinstitut. I princip samtliga finansiella instrument som förekom på marknaden kunde träffas av förbudet. Lagen föreskrev att personer som genom sin anställning, sitt uppdrag eller som genom annan befattning normalt sett har tillgång till insiderinformation, inte enbart var förbjudna att med hjälp av informationen, för egen eller annans räkning handla med vissa värdepapper. Lagen stadgade dessutom att dessa personer inte heller med råd fick förmå någon annan till handel med värdepappren. Förbudet träffade även den som erhållit information eller vetskap om en omständighet som avsåg ett aktiebolag där personen ifråga ägde aktier. Den som genom tips fick vetskap om insiderinformation och handlade med vissa värdepapper som informationen rörde, omfattades också av förbudet.<sup>39</sup>

## 2.2.4 Insiderstrafflagen

År 2001 ersattes insiderlagen och bestämmelserna om otillbörlig kurspåverkan som då återfanns i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument, LHF. Insiderfrågor kom nu främst att regleras av insiderstrafflagen (2000:1086) och lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument, AnmL.<sup>40</sup>

Anledningen till ny lagstiftning var att tidigare reglering påvisade vissa otydligheter i utförandet. Det ansågs av stor vikt att insiderlagstiftningen fungerade och hade preventiv verkan och ändringar var därför nödvändiga. Insiderbestämmelser skulle vara tydliga och praktiska. Aktörerna på de finansiella marknaderna skulle vara väl medvetna om, att vid överträdelse av förbudet mot insiderhandel kunde det finnas risk för att upptäckas. Det skulle också klargöras att utredningar om sådan överträdelse behandlades snabbt och effektivt.<sup>41</sup>

Insiderstrafflagen innebar bland annat att en definition av insiderinformation infördes i lagstiftningen. Detta gjordes för att skapa en större likhet mellan den svenska lagstiftningen och insiderdirektivet. Med insiderinformation åsyftades information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd

---

<sup>39</sup> Afrell, Lars, Haag, Göran, Klahr, Håkan och Walldén, Catarina: Insiderlagen. En lagkommentar, Stockholm, (1991) s. 13-14.

<sup>40</sup> Prop. 2004/05:142, s. 35.

<sup>41</sup> Prop.1999/2000:109, s. 40.

omständighet som var ägnad att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument. Genom insiderstrafflagen kom också ringa fall av insiderbrott att kriminaliseras – insiderförseelse. Den nya kriminaliseringen motiverades med att all insiderhandel skadade allmänhetens förtroende för finansmarknaden. Mot bakgrund av att den svenska lagen skulle vara förenlig med insiderdirektivet infördes också ett helt nytt brott – obehörigt röjande av insiderinformation. Regeln innebar att primära och sekundära insiders löpte risk att dömas för brottet om de röjde insiderinformation. I det fall informationen blev allmänt känd i anknytning till röjandet skulle inte dömas till ansvar, då det inte bedömdes skada allmänhetens förtroende.<sup>42</sup>

## 2.2.5 Marknadsmisbrukslagen

Under 2003 utredde den svenska lagstiftaren vilka ändringar som krävdes i den dåvarande lagstiftningen rörande insiderfrågor för att lagstiftningen skulle stämma överens med MmD och de därtill hörande rättsakterna.<sup>43</sup> Målet med utredningen var att så långt som möjligt ta ställning till hur kommissionens genomförandeåtgärder borde handhas och att analysera hur sanktionssystemet skulle se ut i framtiden. Utredningen skulle även föreslå de ändringar i övrigt som ansågs väsentliga för en effektiv bekämpning av marknadsmisbruk.<sup>44</sup> Utredningen redovisades 2004 och den 1 juli 2005 trädde lag (2005:377) om straff för marknadsmisbruk vid handel med finansiella instrument, MmL, och ändringarna i AnmL i kraft.<sup>45</sup>

MmL innehåller bland annat lagregler som är nödvändiga för att uppfylla MmD:s krav. Begreppet marknadsmisbruk inbegriper insiderhandel, röjande av insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan.<sup>46</sup> Insiderhandel innebär att en aktör på den finansiella marknaden köper eller säljer finansiella instrument samtidigt som aktören ifråga har kännedom om en omständighet som inte är allmänt känd och som väsentligt skulle påverka kursen på det finansiella instrumentet om den blev offentlig. En aktör som bedriver insiderhandel begår ett insiderbrott.<sup>47</sup> För att beivra insiderhandel är det inte tillåtet att obehörigen röja insiderinformation. Röjandeförbudet innebär att, den som uppsåtligen röjer information som denne inser eller borde inse är insiderinformation, kan dömas för obehörigt röjande av insiderinformation.<sup>48</sup> Otillbörlig marknadspåverkan består bland annat av att en person genom transaktioner, handelsorder eller informationsspridning ger falska eller vilseledande signaler till värdepappersmarknaden om tillgång, efterfrågan eller pris på finansiella instrument.<sup>49</sup>

---

<sup>42</sup> Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom, (2005) s. 58-60.

<sup>43</sup> Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom, (2005) s. 33.

<sup>44</sup> Prop. 2004/05:142, s. 38.

<sup>45</sup> Den tidigare gällande insiderstrafflagen upphävdes samma dag.

<sup>46</sup> Prop. 2004/05:142, s. 1.

<sup>47</sup> Svensson, Alf-Peter och Schedin, Hans: Vägledning till rätt kurs på värdepappersmarknaden, Stockholm, (2006) s. 14.

<sup>48</sup> Svensson och Schedin, (2006) s. 26-27.

<sup>49</sup> Dir. 2003/06/EG, art. 1.2.a.

Genom att införa MmL ska den svenska lagstiftningen harmoniseras med andra medlemsstaters lagstiftning inom EU. Trots en önskan om harmonisering från den europeiska lagstiftaren skiljer sig insiderlagstiftningen i medlemsstaterna fortfarande åt på vissa punkter. En av dessa punkter rör formuleringen kring förbudet mot insiderhandel. Som förklarats under avsnitt 2.1 har medlemsstaterna implementerat förbudet på skiftande sätt. Så har bland annat skett i Sverige, och i nästkommande avsnitt ges en presentation av skillnaderna mellan insiderförbudet i MmD respektive MmL.

# 3 Aktuella bestämmelser

## 3.1 Inledning

Det finansiella och tekniska framåtskridandet i samhället har inneburit att lagstiftningen rörande insiderfrågor utvecklats mycket genom åren. Som framgår av kapitel 2 har utvecklingen skett både på europeisk och nationell nivå. Förändringarna har skett mot bakgrund av att lagstiftarna har ansett att det är av stor betydelse att utforma bestämmelser som kan bevara allmänhetens förtroende för de finansiella marknaderna. Bestämmelserna måste vara lämpade för de krav som kan ställas på en väl fungerande handel med finansiella instrument och även vara överensstämmande med utvecklingen av denna handel.

På europeisk nivå regleras idag insiderfrågor i MmD. Direktivet ligger till grund för den svenska lagstiftningen kring insiderfrågor. Förbudet mot insiderhandel regleras huvudsakligen i artikel 2 i MmD respektive 2 § MmL. Den språkliga utformningen av bestämmelserna skiljer sig åt i viss mån, och följande två avsnitt ämnar illustrera olikheterna.

## 3.2 Bestämmelser i marknadsmissbruksdirektivet

Följande bestämmelser i MmD åskådliggör jag för att uppnå syftet med denna uppsats. Jag återkommer till bestämmelserna i analysen under avsnitt 5.

Definitionen av insiderinformation återfinns i artikel 1.1 i MmD, och där framgår bland annat följande:

### 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.

Förbudet mot att utnyttja insiderinformation återfinns i artikel 2 i MmD och där stadgas bland annat detta:

## Artikel 2

1. Medlemsstaterna skall förbjuda varje person som avses i andra stycket och som förfogar över insiderinformation att utnyttja denna för att förvärva eller avyttra, eller försöka förvärva eller avyttra, finansiella instrument som omfattas av denna information, för egen eller annans räkning, direkt eller indirekt.

Enligt artikel 2.1 i MmD ska medlemsstaterna förbjuda varje aktör att *utnyttja* insiderinformation för att handla med finansiella instrument som omfattas av denna information. MmL saknar detta rekvisit. En ingående förklaring till denna åtskillnad ges under avsnitt 3.3.

## 3.3 Bestämmelser i marknadsmissbrukslagen

Nedan omnämnda bestämmelser i MmL beskriver utformningen av förbudet mot insiderhandel i Sverige. Jag knyter an till bestämmelserna i analysen under avsnitt 5.

Insiderinformation definieras i 1 § 1 p MmL.

1 § I denna lag förstås med

1. insiderinformation: information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument.

Det centrala i definitionen av insiderinformation är prispåverkande information som inte har offentliggjorts. En legaldefinition av insiderinformation återfinns i lagen för att underlätta förståelsen av bland annat ansvarsbestämmelsen i 2 § MmL. Innan en presentation av 2 § MmL framställs, ska ytterligare några begrepp i 1 § MmL förklaras. I 1 § 2 p MmL, definieras handel på värdepappersmarknaden.

1 § I denna lag förstås med

2. handel på värdepappersmarknaden: handel på en reglerad marknad eller någon annan organiserad marknadsplats eller handel med eller genom någon som yrkesmässigt bedriver sådan verksamhet som avses i 2 kap. 1 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

Värdepappersmarknaden är det gemensamma uttrycket för primär- och sekundärmarknaden för aktier, andra delägarätter och räntebärande obligationer. Det straffbara området omfattar inte bara handel på värdepappersmarknaden utan även all handel med finansiella instrument som är godkända för handel på en reglerad marknad i minst en medlemsstat, eller för vilka en ansökan om godkännande för handel på en sådan marknad har överlämnats, oberoende av om handeln äger rum på

värdepappersmarknaden eller inte. MmL ska även appliceras på finansiella instrument som i sig inte är godkända för handel på någon reglerad marknad, men vars värde är avhängigt av ett sådant instrument.<sup>50</sup> Definitionen av finansiellt instrument återfinns i 1 § 3 p MmL.

1 § I denna lag förstås med

3. finansiellt instrument: det som anges i 1 kap. 4 § första stycket 1 lagen om värdepappersmarknaden.

1 kap. 4 § 1 st 1 lagen om värdepappersmarknaden: I denna lag betyder finansiella instrument: överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, fondandelar och finansiella derivatinstrument.

Reglerad marknad definieras i 1 § 4 p MmL.

1 § I denna lag förstås med

4. reglerad marknad: det som anges i 1 kap. 5 § 20 lagen om värdepappersmarknaden.

1 kap. 5 § 20 lagen om värdepappersmarknaden: I denna lag betyder reglerad marknad: ett multilateralt system inom EES som sammanför eller möjliggör sammanförande av ett flertal köp- och säljintressen i finansiella instrument från tredje man – regelmässigt, inom systemet och i enlighet med icke skönsmässiga regler – så att detta leder till avslut.

Efter en introduktion till 1 § MmL följer nu en beskrivning av ansvarsbestämmelsen i 2 § 1 st MmL. I 2 § 1 st MmL föreskrivs:

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

Gärningsbeskrivningen i första stycket innefattar två förbud – handelsförbudet respektive rådgivningsförbudet – som var för sig utgör insiderbrott. Var och en som erhåller insiderinformation och som bryter mot något av förbuden genom att utföra en transaktion som informationen rör, kan dömas för insiderbrott.<sup>51</sup>

Den svenska lagstiftaren har valt en lagteknisk lösning som skiljer sig från den som finns i MmD. Artikel 2.1 i MmD föreskriver att den som förfogar över insiderinformation förbjuds att *utnyttja* insiderinformation vid handel med finansiella instrument. En insiderlagstiftning kan utformas på olika sätt

---

<sup>50</sup> Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom, (2005) s. 201-202.

<sup>51</sup> Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom, (2005) s. 215.



för att åstadkomma en avgränsning av det straffbara området. Ett alternativ är att gärningsbeskrivningen formuleras så att den som har tillgång till insiderinformation ska ha *utnyttjat* informationen i samband med en affär. Det finns också en annan valmöjlighet. Denna innebär att lagen förbjuder den som har *tillgång* till insiderinformation att handla med de finansiella instrument som informationen avser, oberoende av om informationen utnyttjas eller inte, och samtidigt ta in ett antal undantag i lagstiftningen för varierande situationer där det typiskt sett inte är aktuellt att tala om något missbruk av insiderinformation.<sup>52</sup>

Den sistnämnda möjligheten valdes av den svenska lagstiftaren. I förarbetena framfördes att ett införande av ett generellt krav på att information faktiskt utnyttjas medför alltför stora bevis- och bedömningssvårigheter vid tillämpning av straffbestämmelserna.<sup>53</sup> Valet motiverades därför bland annat av effektivitetshänsyn och behovet av klarhet i lagtexten, vilket ansågs bäst kunna tillgodoses genom den senare lösningen. Som gärningsbeskrivningen är formulerad fordras inte att det kan konstateras att ett utnyttjande av insiderinformation skett vid genomförandet av den aktuella transaktionen. Det krävs inte bevis för att den som erhåller insiderinformation, och som handlar med sådana finansiella instrument som informationen avser för sin egen eller annans räkning, använt sig av insiderinformation. Detsamma gäller för rådgivningsförbudet. I denna kontext ska också nämnas att undantag för skilda scenarion där det typiskt sett inte är aktuellt att tala om något missbruk av insiderinformation återfinns i 5 § MmL. Bestämmelserna om insiderbrott måste därför läsas parallellt med bestämmelserna i 5 § MmL.<sup>54</sup>

5 § Trots bestämmelserna i 2-4 §§ får

1. befattningshavare hos företag som driver värdepappersrörelse med stöd av 2 kap. 1 § eller 4 kap. 1 eller 2 § lagen om värdepappersmarknaden fullgöra uppdrag som lämnats företaget att förvärva eller avyttra finansiella instrument samt, utan att använda insiderinformation, fullgöra verksamhet som följer av avtal om att upprätthålla en marknad i ett eller flera finansiella instrument eller att fullgöra uppdrag om rådgivning eller förvaltning,
2. finansiellt instrument förvärvas när insiderinformationen är ägnad att sänka priset på instrumentet och avyttras när informationen är ägnad att höja priset på instrumentet,
3. uppgifter fullgörs som någon har på grund av vad som föreskrivits i lag eller annan författning,
4. aktier i ett aktiebolag eller ett europabolag förvärvas för en fysisk eller juridisk persons räkning, om insiderinformationen endast utgörs av information om en åtgärd som syftar till och är ägnad att leda till ett offentligt erbjudande av den personen till en vidare krets om förvärv av aktier i bolaget,

<sup>52</sup> Prop. 2004/05:142, s. 58-59.

<sup>53</sup> Prop. 2004/05:142, s. 59.

<sup>54</sup> Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom, (2005) s. 216-217.

5. den som innehar en option som har ett ekonomiskt värde vid löptidens slut avyttra optionen eller utnyttja den enligt dess villkor,
6. den som utfärdar en option i samband med lösen avyttra eller förvärva den underliggande tillgång som optionen avser,
7. ingångna terminskontrakt fullgöras på slutdagen,
8. den som innehar en tilldelad emissionsrätt eller inlösenrätt som har ett ekonomiskt värde avyttra rätten eller utnyttja den enligt dess villkor,
9. andra finansiella instrument än aktier förvärvas eller avyttras, om förvärvet eller avyttringen sker utan att insiderinformation används.

Det som föreskrivs om aktie i första stycket 4 och 9 skall också tillämpas på aktierelaterade finansiella instrument såsom teckningsrätt, interimbevis, optionsbevis, konvertibelt skuldebrev, skuldebrev förenat med optionsrätt till nyteckning, vinstandelsbevis, aktieoption och aktietermin.

I 5 § MmL radas ett antal situationer upp då olika grader av insiderbrott inte ska anses vara för handen, trots att rekvisiten i straffbestämmelserna är uppfyllda. Gemensamt för de situationer som beskrivs i 5 § är att det inte är motiverat att förbjuda transaktionernas genomförande trots förekomsten av insiderinformation. Detta med anledning av att transaktionerna inte anses vara till skada för värdepappersmarknaden. För att fastställa om en transaktion är att betrakta som insiderbrott enligt 2 § MmL, måste således 5 § läsas jämsides med 2 §.<sup>55</sup>

---

<sup>55</sup> Samuelsson, Afrell, Cavallin och Sjöblom, (2005) s. 251.

# 4 Mål C-45/08 Spector Photo Group mot CBFA

## 4.1 Inledning

Hof van Beroep te Brussel (Belgien) begärde under 2008 att EU-domstolen skulle lämna ett förhandsavgörande rörande förbudet mot insiderhandel enligt MmD. Artikel 2 i direktivet föreskriver att det är förbjudet att handla med finansiella instrument genom att utnyttja insiderinformation. Den belgiska domstolen önskade i huvudsak få svar på huruvida medlemsstaterna får skärpa rekvisiten för insiderhandel i förhållande till vad som stadgas i artikel 2 i MmD, liksom hur begreppet utnyttjande av insiderinformation i den mening som avses i artikel 2 i MmD ska tolkas.<sup>56</sup>

Målet är komplext och innehåller många olika aspekter. Jag har emellertid valt att fokusera på de partier som är förknippade med förevarande uppsats syfte.

## 4.2 Bakgrund och tolkningsfrågor

Parterna i målet i nationell domstol är: Spector Photo Group NV, Chris van Raemdonck (nedan kallat Spector) mot Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (den belgiska finansinspektionen, nedan kallad CBFA).

Spector är ett börsnoterat företag bildat enligt belgisk lagstiftning. I företagets vinstdelningspolitik ingår bland annat att bolaget erbjuder ett optionsprogram som ger personalen möjlighet att anskaffa aktier. För att fullgöra sina åligganden om dessa optioner utnyttjas, hade Spector planerat att först och främst använda de aktier som företaget självt förfogade över. Om det visade sig nödvändigt, skulle bolaget köpa upp återstående aktier på marknaden. Under år 2002 behövde bolaget därför köpa mer än 45 000 aktier på marknaden.<sup>57</sup>

I maj 2003 underrättades börserna Euronext Brussels av Spector, om det planerade återköpet av egna aktier för att genomföra aktieoptionsprogrammet. Spector köpte från och med den 28 maj 2003 till och med den 30 augusti 2003 totalt 27 773 aktier. Återköpen skedde genom sex olika transaktioner. I början verkställdes fyra transaktioner om vardera

---

<sup>56</sup>Avsnitt 4.1 och 4.2 bygger i princip enbart på mål C-45/08, EU-domstolens dom den 23 december 2009, och härfter refererar jag endast till numreringen i domen. Punkt 19.

<sup>57</sup>Punkt 11.

2 000 aktier. Något senare, den 11 och den 13 augusti 2003, lade Spector två order, vilket medförde att Spector kunde anskaffa 19 773 aktier till ett genomsnittspris av 9,97 euro. Inlösenpriset för optionerna var 10,45 euro.<sup>58</sup>

Spector kungjorde efter detta vissa uppgifter avseende sina resultat och sina affärsplaner, varpå företagets aktiekurs steg. Den 31 december 2003 låg aktiekursen på 12,50 euro.<sup>59</sup>

Det belgiska förbudet mot insiderhandel föreskriver att ”det är förbjudet för var och en som *förfogar* (min kursivering) över upplysningar som han vet eller borde veta utgör insiderinformation att för egen eller annans räkning, direkt eller indirekt förvärva eller avyttra, eller försöka förvärva eller avyttra, sådana finansiella instrument som omfattas av denna information eller därmed sammanhängande finansiella instrument”.<sup>60</sup>

Genom beslut den 28 november 2006 fastslog CBFA att de köp som gjordes enligt ordena av den 11 och den 13 augusti 2003 var att betrakta som insiderhandel, förbjuden enligt belgisk lag.<sup>61</sup> Beslutet grundades på att inköpsmönstret hade ändrats, såväl vad gällde antalet aktier som prislimit. Dessutom hade köpen fått en brådskande karaktär som inte kunde förklaras. Det kunde således antas att Spector hade vetskap om att aktiekursen skulle stiga så snart bolagets resultat och affärsplaner offentliggjordes. Spector utgick alltså från att bolaget efter kungörandet skulle ha fått betala ett högre inköpspris, vilket indirekt skulle ha medfört en förlust för bolaget.<sup>62</sup>

Spector överklagade CBFA:s beslut till Hof van Beroep te Brussel.<sup>63</sup> Denna domstol beslöt att vilandeförklara målet och ställde bland annat följande frågor till EU-domstolen:<sup>64</sup>

1. Utgör direktiv 2003/6, särskilt artikel 2 i detta direktiv, en fullständig harmonisering, med undantag för de bestämmelser där medlemsstaterna uttryckligen ges utrymme att genomföra sina åtgärder, eller är det sett som en helhet en minimiharmonisering?

Frågan kan sammanfattas enligt följande: Utgör MmD ett fullharmoniserings- eller minimidirektiv?

2. Ska artikel 2.1 i direktiv 2003/6 tolkas så, att redan den omständigheten att en sådan person som avses i artikel 2.1 första stycket i nämnda direktiv som förfogar över insiderinformation förvärvar eller avyttrar, eller försöker

---

<sup>58</sup> Punkt 12-13.

<sup>59</sup> Punkt 14.

<sup>60</sup> Lagen om tillsyn över finanssektorn och finansiella tjänster (Wet Financieel Toezicht), artikel 25.1 i lagen av den 2 augusti 2002, i dess lydelse enligt ramlagen av den 22 december 2003 (Belgisch Staatsblad av den 31 december 2003, s. 62160).

<sup>61</sup> CBFA ålade Spector och Chris van Raemdonck sanktionsavgifter på 80 000 respektive 20 000 euro. Punkt 15.

<sup>62</sup> Mål C-45/08, Förslag till förhandsavgörande av generaladvokat Juliane Kokott, punkt 11.

<sup>63</sup> Punkt 15.

<sup>64</sup> Punkt 23.

förvärva eller avyttra, finansiella instrument som omfattas av denna information, för egen eller annans räkning, i sig innebär att denne utnyttjar insiderinformation?

Frågan innebär: Ska artikel 2.1 i MmD tolkas så, att redan den omständigheten att en person som förfogar över insiderinformation och som köper eller säljer finansiella instrument som informationen rör, i sig betyder att personen utnyttjar insiderinformation?

3. Om svaret på den andra frågan är nekande, ska det då antas att tillämpning av artikel 2 i direktiv 2003/6 fordrar att det fattas ett medvetet beslut att utnyttja insiderinformation?

Om ett sådant beslut inte behöver vara skriftligt, krävs det då att beslutet om utnyttjande framgår av omständigheter som inte kan tolkas på annat sätt, eller räcker det att de kan tolkas på detta sätt?

Frågan kan också uttryckas: Om svaret är nej på fråga två, innebär det att artikel 2 i MmD kräver att det tas ett medvetet beslut att utnyttja insiderinformation? Om ett sådant beslut inte behöver vara skriftligt, krävs det då att beslutet om utnyttjande tydligt framgår av faktorer som inte kan tolkas på annat sätt än att utnyttjande faktiskt föreligger, eller räcker det att faktorerna *kan* tolkas på detta sätt?

## 4.3 Generaladvokatens förslag till förhandsavgörande

### 4.3.1 Den första tolkningsfrågan

Beträffande den första tolkningsfrågan menar generaladvokaten att frågan om graden av harmonisering i MmD inte kan besvaras generellt för hela direktivet. Det krävs att varje enskild bestämmelse undersöks. För att avgöra harmoniseringsgraden är ordalydelsen, innebörden i, och ändamålet med de relevanta bestämmelserna av betydelse.<sup>65</sup>

Ordalydelsen i vissa bestämmelser i MmD visar tydligt att bestämmelserna endast utgör minimikrav och att medlemsstaterna får lov att införa strängare regler. Kokott framhåller att det inte uttryckligen framgår huruvida förbudet mot insiderhandel som regleras i artikel 2.1 i direktivet är uttömmande eller inte i detta avseende, det vill säga om förbudet utgör ett fullharmoniserings- eller minimikrav. Vid en jämförelse med det föregående direktivet till MmD – insiderdirektivet – kan emellertid konstateras att det föreligger ett indicium för att artikel 2.1 är uttömmande. Enligt artikel 6 i insiderdirektivet fick nämligen medlemsstaterna uttryckligen införa strängare regler än vad

---

<sup>65</sup> Avsnitt 4.3 bygger på mål C-45/08, Förslag till förhandsavgörande av generaladvokat Juliane Kokott, och härefter refererar jag endast till numreringen i förslaget. Punkt 75-76.

som stadgades i insiderdirektivet. Artikel 6 i insiderdirektivet innebar att en medlemsstat särskilt fick utöka räckvidden för förbudet mot insiderhandel i artikel 2. I MmD har det inte införts någon liknande bestämmelse till denna tidigare artikel 6, vilket enligt generaladvokaten talar för att medlemsstaterna enbart får införa strängare regler på de områden där detta tydligt regleras i MmD.<sup>66</sup>

Även syftet med MmD talar för att artikel 2.1 är uttömmande. Syftet är att stärka marknadsaktörernas förtroende för finansmarknadernas integritet genom förbudet mot insiderhandel och därigenom även stärka dessa marknader i sig. Genom direktivet tillförsäkras att förbudet är allmänt gällande i alla medlemsstater och att det till följd därav inte kvarstår några oreglerade finansmarknader. Aktörerna ska kunna lita på att förbudet mot insiderhandel berör hela EU.<sup>67</sup>

Utöver ovan nämnda skäl, finns det ytterligare skäl som tyder på att förbudet mot insiderhandel är uttömmande. Enbart på detta sätt kan ett omfattande och uniformt skydd för investerarna uppnås. Ur ett rättssäkerhetsperspektiv kan dessutom konstateras att osäkerhet från de ekonomiska aktörernas sida avseende förbudets räckvidd undanröjs.<sup>68</sup>

Slutligen bestyrker också förbudets innehåll i sig att artikel 2 är uttömmande. Med beaktande av samtliga uppräknade omständigheter menar Kokott att det ska fastställas att artikel 2.1 i MmD utgör en uttömmande harmonisering. Följaktligen får medlemsstaterna inte fritt föreskriva ett strängare förbud mot insiderhandel än det som regleras i direktivet.<sup>69</sup>

### 4.3.2 Den andra tolkningsfrågan

Enligt generaladvokaten ska artikel 2.1 i MmD tolkas enligt följande. Den omständigheten att en person förfogar över insiderinformation samtidigt som personen inser eller borde ha insett att informationen är insiderinformation, och personen köper eller säljer finansiella instrument som informationen rör, innebär i princip att personen *utnyttjar* informationen. I de fall där insiderinformationen inte alls inverkar på en persons agerande, medför inte vetskapen om informationen i sig att personen utnyttjar informationen.<sup>70</sup>

### 4.3.3 Den tredje tolkningsfrågan

Rörande den tredje tolkningsfrågan anför Kokott att det inte krävs något skriftligt eller medvetet beslut att använda informationen. Vid ett handlande

---

<sup>66</sup> Punkt 77-80.

<sup>67</sup> Punkt 81-82.

<sup>68</sup> Punkt 87.

<sup>69</sup> Punkt 85.

<sup>70</sup> Punkt 69.

med kännedom om insiderinformation kan en person inte helt ignorera denna, utan snarare fästs avseende vid informationen vid dennes beslut att köpa eller sälja. I allmänhet kan sålunda utgångspunkten vara att det de facto rör sig om utnyttjande av insiderinformation. Ytterligare bevisning krävs inte.<sup>71</sup>

## 4.4 EU-domstolens dom

### 4.4.1 Den andra och den tredje tolkningsfrågan

Den belgiska domstolen ställde den andra och den tredje tolkningsfrågan för att få klarhet i betydelsen av begreppet *utnyttjande av insiderinformation* i den mening som avses i artikel 2.1 i MmD. EU-domstolen förklarar i domen att i denna artikel preciseras en förbjuden transaktion uttryckligen utifrån två slags rekvisit, dels vilka personer som inbegrips av bestämmelsens tillämpningsområde, dels det faktiska handlande som utgör en sådan transaktion. I bestämmelsen fastställs däremot inte uttryckligen några subjektiva rekvisit beträffande vilka avsikter som legat till grund för det faktiska agerandet. Domstolen anger att det i detta sammanhang ska poängteras att gemenskapslagstiftaren vid framtagandet av MmD ville fylla vissa brister i insiderdirektivet. Artikel 2.1 i insiderdirektivet föreskrev att medlemsstaterna skulle förbjuda ”var och en som...förfogar över insiderinformation att, med full insikt i förhållandena, dra nytta av denna information” vid transaktioner med överlåtbara värdepapper. Implementeringen av denna bestämmelse i nationell rätt gav upphov till tolkningsnyanser i medlemsstaterna. Uttryckssättet *full insikt i förhållandena* kom i vissa medlemsstaters rättssystem att omfatta ett subjektivt rekvisit, det vill säga ett rekvisit som rör gärningsmannens tankesätt vid handlingens utförande. Gemenskapslagstiftaren strök denna formulering vid utarbetandet av MmD och dessutom ersattes formuleringen *dra nytta av* med *utnyttja* för att inte behålla något inslag av syfte eller uppsåt i definitionen av insiderhandel. Domstolen förklarar att dessa faktorer, visar att artikel 2.1 i MmD baseras på en objektiv definition av insiderhandel där intentionen bakom transaktionerna inte uttryckligen ska iaktas, istället ska fokus ligga på själva handlingen vid genomförandet av transaktionerna. På så sätt kan en enhetlig harmonisering av medlemsstaternas nationella lagstiftning uppnås.<sup>72</sup>

Vidare klarlägger EU-domstolen att grunden till att det inte återfinns något uttryckligt subjektivt rekvisit i artikel 2.1 i MmD kan förklaras av insiderhandelns speciella karaktär, som medför att detta kan presumeras vara uppfyllt när alla de rekvisit som nämns i artikeln är uppfyllda. Förtroendeförhållandet mellan insidern och emittenten av de finansiella instrument som insiderinformationen avser, medför ett visst ansvar. En

---

<sup>71</sup> Punkt 70.

<sup>72</sup> Avsnitt 4.4 bygger i princip enbart på mål C-45/08, EU-domstolens dom den 23 december 2009, och herefter refererar jag endast till numreringen i domen. Punkt 31-35.

transaktion utgörs också av en mängd beslut som ingår i ett komplext sammanhang, där det i allmänhet kan uteslutas att den som genomför transaktionen hade kunnat agera utan insikt i sitt agerande. Slutligen, när en transaktion av detta slag utförs och personen som genomför den förfogar över insiderinformation, ska personen i princip anses ha iakttagit informationen i sin beslutsprocess.<sup>73</sup>

Avsaknaden av ett subjektivt rekvisit kan också förklaras med direktivets ändamål. Ändamålet är att garantera finansmarknadernas integritet inom EU och höja investerarnas förtroende för dem. Domstolen framför att ett effektivt genomförande av förbudet mot insiderhandel uppnås genom en enkel konstruktion där möjligheterna att försvara sig på subjektiva grunder är inskränkta. Då leder systemet inte enbart till påföljder för faktiska överträdelser av förbudet, utan även till att verka preventivt.<sup>74</sup>

EU-domstolen uttrycker att om alla rekvisit för insiderhandel enligt artikel 2.1 i MmD är uppfyllda, kan följaktligen uppsåt presumeras hos den som genomfört transaktionen. En presumtion av detta slag får emellertid inte kränka de grundläggande rättigheterna, särskilt inte oskuldspresumtionen, som bland annat regleras i artikel 6.2 i Europeiska konventionen om skydd för de mänskliga rättigheterna och de grundläggande friheterna (Europakonventionen).<sup>75</sup> Artikel 6.2 i Europakonventionen föreskriver att ”var och en som blivit anklagad för brott skall betraktas som oskyldig till dess hans skuld lagligen fastställts”. De grundläggande rättigheterna är enligt rättspraxis en integrerad del av de allmänna rättsgrundsatser vilkas åttlydnad EU-domstolen ska trygga.<sup>76</sup> EU-domstolens praxis visar också att efterlevnaden av de mänskliga rättigheterna är en förutsättning för att gemenskapsrättsakter ska vara lagenliga och att det inom EU är otillåtet att företa handlingar som strider mot de mänskliga rättigheterna.<sup>77</sup>

Domstolen framför att artikel 14.1 i MmD visserligen inte föreskriver att medlemsstaterna ska införa straffrättsliga påföljder för den som ägnar sig åt insiderhandel, utan fastställer endast att medlemsstaterna ska ”säkerställa att lämpliga administrativa åtgärder kan vidtas eller lämpliga administrativa påföljder kan beslutas beträffande de personer som är ansvariga för att de bestämmelser som antagits enligt detta direktiv inte har följts”. Vidare framför domstolen att medlemsstaterna ska tillförsäkra att sådana åtgärder är ”effektiva, proportionerliga och avskräckande”. EU-domstolen summerar och uttalar att mot bakgrund av svårighetsgraden av de straff som insiderförbudet kan innebära, kan dessa påföljder emellertid ses som straffrättsliga påföljder vid tillämpningen av Europakonventionen.<sup>78</sup>

---

<sup>73</sup> Punkt 36.

<sup>74</sup> Punkt 37.

<sup>75</sup> Punkt 38-39.

<sup>76</sup> Punkt 40 och EU-domstolens dom den 3 september 2008 i de förenade målen C-402/05 P och C-415/05 P.

<sup>77</sup> Punkt 41 och EU-domstolens dom den 3 september 2008 i de förenade målen C-402/05 P och C-415/05 P.

<sup>78</sup> Punkt 42.



Europeiska domstolen för de mänskliga rättigheterna har konstaterat att alla rättssystemens lagar innehåller presumtioner. Europakonventionen förbjuder inte detta. På straffrättsområdet föreskriver dock Europakonventionen att nationell lagstiftning ska hålla sig inom vissa gränser. Oskuldspresumtionen i artikel 6.2 i Europakonventionen handlar om att ge presumtioner i straffrättslig lagstiftning skäliga begränsningar. Oskuldspresumtionen betyder att staterna ska ge dessa presumtioner rimliga inskränkningar med beaktande av sakens allvar och med skydd för rätten till försvar.<sup>79</sup>

EU-domstolen framhåller i domen att oskuldspresumtionen inte utgör något hinder mot presumtionen i artikel 2.1 i MmD. Intentionen hos den aktör som ägnar sig åt insiderhandel kan nämligen utläsas av de faktorer som utgör överträdelsen. Rätten till försvar säkerställs och personen som är anklagad för insiderhandel har dessutom rätt att motbevisa presumtionen att denne är skyldig.<sup>80</sup>

Viljan att införa ett uniformt regelverk som motverkar insiderhandel samt tryggar finansmarknadernas integritet har således fått gemenskapslagstiftaren att precisera insiderhandel med rekvisit som rör själva handlingen som måste utföras för att det ska bli aktuellt att tala om överträdelse av insiderförbudet – objektiva rekvisit. Domstolen upplyser om att den omständigheten att artikel 2.1 i MmD inte omfattar något explicit subjektivt rekvisit, det vill säga ett rekvisit som avser tankesättet vid handlingens utförande, innebär inte att artikeln ska förstås som att varje person som förfogar över insiderinformation och som genomför en transaktion, automatiskt träffas av förbudet mot insiderhandel. Ett sådant synsätt skulle kunna medföra att vissa transaktioner, som inte med nödvändighet är till skada för de intressen som direktivet ska värna om, förbjöds. Följaktligen krävs det att det görs en distinktion mellan sådant *utnyttjande av insiderinformation* som kan vålla dessa intressen skada, och ett sådant utnyttjande som inte äventyrar att göra det.<sup>81</sup>

EU-domstolen framhåller att målsättningen med förbudet mot insiderhandel i artikel 2.1 i MmD är att garantera likabehandling av avtalsparterna i en börstransaktion. Den part som förfogar över insiderinformation och som på så sätt är i en gynnsammare position i förhållande till andra investerare, ska hindras från att dra nytta av informationen till men för den andra avtalsparten, som inte har någon vetskap om den. Förbudet mot insiderhandel är alltså tillämpligt när en aktör som förfogar över insiderinformation, otillbörligt utnyttjar den fördel som informationen ger aktören i samband med en transaktion.<sup>82</sup> Detta leder till att när en person som förfogar över insiderinformation, genomför en transaktion med de finansiella instrument som informationen avser, ska denna person betraktas

---

<sup>79</sup> Punkt 43 och Europadomstolens dom för de mänskliga rättigheterna: dom den 7 oktober 1988 i målet *Salabiaku* mot Frankrike och dom den 25 september 1992 i målet *Pham Hoang* mot Frankrike.

<sup>80</sup> Punkt 44.

<sup>81</sup> Punkt 45-46.

<sup>82</sup> Punkt 52.

*utnyttja informationen* i den bemärkelse som avses i artikel 2.1 i MmD, under förutsättning att rätten till försvar, särskilt rätten att kunna motbevisa denna presumtion, beaktas.<sup>83</sup>

Vidare anför EU-domstolen att det är viktigt att i vissa fall göra en fördjupad prövning av de faktiska sakförhållandena för att kunna avgöra om utnyttjandet av insiderinformationen är sådant otillbörligt utnyttjande som nämnts ovan. Förbudet ska nämligen inte omfatta mer än vad som är skäligt för att uppnå syftet med direktivet. I ingressen till MmD återfinns ett flertal exempel på situationer där en ekonomisk aktör som förfogar över insiderinformation genomför en transaktion utan att det faktiskt rör sig om ett *utnyttjande av insiderinformation* i enlighet med artikel 2.1 i MmD. EU-domstolen tar bland annat upp skäl 29 i ingressen till MmD som ett exempel. Skäl 29 föreskriver att det inte bör anses utgöra insiderhandel att ha *tillgång* till insiderinformation angående ett annat bolag och att använda den i samband med ett offentligt uppköpserbjudande för att vinna kontroll över detta bolag eller föreslå en fusion med detta bolag. Domstolen framhäver att en transaktion som består i att ett bolag, efter att ha fått insiderinformation avseende ett visst företag, sedan lämnar ett offentligt uppköpserbjudande rörande aktierna i det företaget till ett högre pris än marknadskursen, kan i princip inte anses som förbjuden insiderhandel, då transaktionen inte skadar de intressen som direktivet värnar om.<sup>84</sup>

Med beaktande av de argument som presenterats ovan, meddelar domstolen att frågan huruvida en aktör som förfogar över insiderinformation utnyttjar denna i enlighet med artikel 2.1 i MmD, ska besvaras i ljuset av direktivets ändamål. Ändamålet är att tillförsäkra finansmarknadernas integritet och höja investerarnas förtroende för dem. Förtroendet grundar sig bland annat på att investerarna har garanterats likabehandling och skydd mot otillbörligt utnyttjande av insiderinformation. Det är *enbart* ett utnyttjande som strider mot ändamålet med direktivet som utgör förbjuden insiderhandel.<sup>85</sup>

EU-domstolen anför slutligen att den andra och den tredje tolkningsfrågan ska besvaras enligt följande. Artikel 2.1 i MmD ska förstås så, att den person som förfogar över insiderinformation och som köper eller säljer finansiella instrument som informationen rör, ska anses utnyttja informationen i den mening som avses i artikeln. Rätten till försvar och rätten att kunna motbevisa nämnda presumtion måste beaktas. Vidare ska frågan om överträdelse av förbudet har skett, avgöras mot bakgrund av MmD:s syfte, vilket är att tillförsäkra finansmarknadernas integritet och höja investerarnas förtroende för dem. Förtroendet baseras på att marknadsaktörerna har garanterats likabehandling och skydd mot otillbörligt utnyttjande av insiderinformation.<sup>86</sup>

---

<sup>83</sup> Punkt 54.

<sup>84</sup> Punkt 55, 56 och 59.

<sup>85</sup> Punkt 61.

<sup>86</sup> Punkt 62.

## 4.4.2 Den första tolkningsfrågan

Den belgiska domstolen ställde den första tolkningsfrågan för att få svar på om förbudet mot insiderhandel i artikel 2.1 i MmD utgör en fullständig harmonisering. Om det är så, kan medlemsstaterna inte skärpa reglerna i sin nationella lagstiftning i detta hänseende.<sup>87</sup>

EU-domstolen förklarar att frågan ställdes för det fall att artikel 2.1 i direktivet *inte* innebar att en person, som förfogar över insiderinformation och som köper eller säljer värdepapper som informationen rör, kunde anses *utnyttja insiderinformationen* i den mening som avses i artikel 2.1 i MmD. Med beaktande av svaret på den andra och tredje tolkningsfrågan, fastslår domstolen att detta fall inte är för handen. Domstolen konstaterar att det därmed inte föreligger något skäl till att besvara den första tolkningsfrågan.<sup>88</sup>

---

<sup>87</sup> Punkt 63.

<sup>88</sup> Punkt 64.

# 5 Diskussion

## 5.1 Inledning

Utvecklingen kring värdepapper går fort framåt. Likaså utvecklingen inom den tekniska industrin. För att tillförsäkra trygghet på finansmarknaderna runtom i världen krävs, i takt med den finansiella och tekniska utvecklingen, att lagstiftningen rörande finansmarknaderna uppdateras. År 2003 skedde en sådan uppdatering genom införandet av MmD, vilket då ersatte det föregående insiderdirektivet från 1989.

MmD ålägger medlemsstaterna att förbjuda och beivra marknadsmissbruk. Marknadsmissbruk motverkar transparens på finansmarknaderna, något som är en viktig förutsättning för handel på integrerade finansmarknader. Genom transparens på finansmarknaderna finns det goda utsikter för en gynnsam ekonomisk tillväxt.<sup>89</sup>

Beträffande svensk lagstiftning urskiljdes behovet av att reglera insiderhandel med värdepapper under 1970-talet. Under årens lopp har ett antal olika lagar reglerat insiderhandel och därtill hörande frågor. År 2005 trädde den nuvarande lagen om insiderhandel i kraft – MmL. Lagen innehåller bland annat bestämmelser som är nödvändiga för att uppfylla MmD:s krav.

## 5.2 EU-rätt och svensk rätt

Förbudet mot insiderhandel regleras i huvudsak av artikel 2.1 i MmD respektive 2 § 1 st MmL. Den språkliga utformningen av bestämmelserna skiljer sig åt. Artikel 2.1 i MmD innehåller ett utnyttjanderekvisit. Något utnyttjanderekvisit återfinns inte i 2 § 1 st MmL, där stadgas istället att den som *får* insiderinformation och som köper eller säljer finansiella instrument som informationen rör, ska dömas för insiderbrott. Vid en första anblick på bestämmelsernas utformning skiljer de sig väsentligt åt. Rekvisitet *utnyttja* är inte en synonym till rekvisitet *får*. Orden har helt olika innebörd. Som jag uppfattar det är den svenska lagens formulering språkligt sett alltför omfattande i förhållande till utformningen i MmD. Ett betydligt bredare spektra av situationer kan nämligen komma att träffas av det svenska förbudet då det saknas ett utnyttjande-/missbruksrekvisit. Kan det emellertid möjligtvis vara så att det ska intolkas ett utnyttjande-/missbruksrekvisit i 2 § 1 st MmL? För att kunna besvara den frågan, går jag tillbaka till förarbetena till MmL.

---

<sup>89</sup> Dir. 2003/6/EG, preambeln p. 15.

Varken i utredningen eller i propositionen till MmL finns något som tyder på att ett utnyttjande-/missbruksrekvisit ska intolkas i 2 § 1 st MmL. Det som framgår av propositionen är istället att den svenska lagstiftaren valde en annan lagstiftningsmetod än den metod som MmD grundar sig på. I propositionen förklaras att för att få en rimlig avgränsning av det straffbara området kan en insiderlagstiftning utformas på två olika sätt. Lagen kan utformas på så vis, att personen ifråga ska ha *utnyttjat* insiderinformationen i samband med en affär, för att kunna dömas för insiderbrott. Lagen kan också formuleras så, att lagen förbjuder den som har *tillgång* till insiderinformation att handla med de finansiella instrument som informationen avser, oberoende av om informationen utnyttjas eller inte, och samtidigt ta in ett antal undantag i lagstiftningen för varierande situationer där det typiskt sett inte är aktuellt att tala om något missbruk av insiderinformation. Den sistnämnda tekniken valdes av den svenska lagstiftaren. I propositionen anförs att ett införande av ett generellt krav på att information faktiskt utnyttjas medför alltför stora och omfattande bevis- och bedömningssvårigheter vid tillämpning av straffbestämmelserna. Det är alltså effektivitetsskäl som är en av anledningarna till det svenska upplägget. Intressant att notera är att det i propositionen samtidigt uttrycks att ”mot det upplägget talar i någon mån att det inte är den teknik som MmD använder”.<sup>90</sup> I utredningen skrivs till och med ”mot det upplägget ... talar risken att förbudsregeln kommer att träffa förfaranden där insiderinformation inte utnyttjas”. Vidare framförs i utredningen att ”listan på undantag kommer sannolikt inte att kunna täcka in alla tänkbara situationer där handel sker utan att insiderinformationen utnyttjas.”<sup>91</sup> Mot bakgrund av att det, såväl i propositionen som i utredningen, framförs argument som talar mot den svenska lagstiftningsmetoden, tolkar jag det som att den svenska lagstiftaren de facto vet att valet som görs inte är fullständigt korrekt och att det inte är överensstämmande med MmD. Av någon anledning väljer den svenska lagstiftaren ändå att bortse från att metoden inte stämmer överens med metoden som används i direktivet. Vad hände med harmoniseringen beträffande insiderlagstiftningen inom EU? Tanken att harmonisera lagstiftningen för att uppnå trygghet och transparens på finansmarknaderna tycks inte ha haft avgörande betydelse vid implementeringen av insiderförbudet.

Enligt gärningsbeskrivningen i 2 § 1 st MmL påfordras inte att det kan fastställas att ett utnyttjande av insiderinformation skett vid genomförandet av den ifrågakvarande transaktionen. Det krävs inte bevis för att den som erhåller insiderinformation, och som handlar med sådana finansiella instrument som informationen avser för sin egen eller annans räkning, använt sig av insiderinformation. Detta gäller även för rådgivningsförbudet, 2 § 1 st MmL. Förbudet mot insiderhandel ska läsas parallellt med 5 § MmL där ett antal undantag har tagits in. Undantagen utgörs av olika situationer där det inte är aktuellt att påtala att missbruk av insiderinformation ägt rum. Att den svenska lagstiftaren har infört en katalog av undantag i 5 § MmL för att stärka regelverket räcker emellertid inte. Katalogen av undantag är inte

---

<sup>90</sup> Prop. 2004/05:142, s. 59.

<sup>91</sup> SOU 2004:69, s. 78-79.

heltäckande enligt min mening. Detta kan illustreras med följande exempel. Två avtalsparter förfogar över information angående en transaktion som ingen annan innehar. Avtalsparterna förfogar över samma information. Om två avtalsparter förfogar över samma information innebär det att de är jämställda i informationshänseende. Informationen som de förfogar över och använder vid en transaktion utgör, enligt min uppfattning, inte utnyttjande av insiderinformation, eftersom ingen av avtalsparterna drar fördel av situationen på den andres bekostnad. Det uppseendeväckande med denna situation är att den inte fångas upp av något av undantagen i 5 § MmL, utan träffas istället av förbudet i 2 § MmL som saknar ett utnyttjande-/missbruksrekvisit. Detta är, enligt min mening, *inte* en korrekt implementering i svensk lagstiftning av artikel 2 i MmD. Det bör således införas någon form av utnyttjande-/missbruksrekvisit i den svenska lagen för att denna ska stämma överens med direktivet, se vidare avsnitt 5.7.

### 5.3 Dansk rätt

För att få ytterligare en dimension på problematiken kring de olika formuleringarna i MmD och MmL är det av intresse att jämföra hur förbudet mot insiderhandel har reglerats i Danmark. I Danmark regleras insiderförbudet i 35 § værdipapirhandelsloven.<sup>92</sup> Den danska regleringen liknar till viss del den svenska. Det finns nämligen inget uttryckligt krav på utnyttjande. I 34 § værdipapirhandelsloven föreskrivs emellertid att insiderbestämmelserna i lagen baseras på *missbruk av insiderinformation*. Paul Krüger Andersen och Nis Jul Clausen förklarar att det i och för sig inte finns någon generell princip om att det i den danska rätten ska intolkas ett missbruksrekvisit. Enligt Krüger Andersen och Jul Clausen måste det emellertid i en del situationer företas en särskild missbruksvärdering vid fastställandet av insiderförbudets räckvidd. Krüger Andersen och Jul Clausen anför vidare att missbruksvärderingen ska genomföras då det finns grund att tro att transaktionen är berättigad utifrån ett affärsmässigt perspektiv.<sup>93</sup> Även danska Højesteretten har uttryckt detta synsätt, se nedan.

För några år sedan behandlades det danska förbudet mot insiderhandel av danska Højesteretten i mål 384/2004, Rigsadvokaten ./ Midtbank A/S med flera.<sup>94</sup> Målet rörde Midtbank A/S köp av egna aktier samtidigt som Midtbanks styrelse hade vetskap om ett beslut av Svenska Handelsbanken att köpa aktier i Midtbank. Informationen bedömdes utgöra insiderinformation, men domstolen konstaterade att det inte rörde sig om sådan *uhæderlig anvendelse af intern viden/ohederlig anvendning af insiderinformation* som avsågs med förbudet mot insiderhandel. Højesteretten uttryckte bland annat att det följer av förarbetena till værdipapirhandelsloven att när en transaktion har en normal affärsmässig

<sup>92</sup> Værdipapirhandelsloven, LBK nr 795 af 20/08/2009.

<sup>93</sup> Krüger Andersen, Paul och Jul Clausen, Nis: Børsretten II. Notering, oplysningspligt, overtagelsestilbud, markedsmissbrug og tillsyn, Köpenhamn, (2008) s. 338.

<sup>94</sup> Højesterettens dom den 22 december 2004, sag 384/2004, Rigsadvokaten ./ Midtbank A/S med flera.

karaktär, men ändå misstänks utgöra förbjuden insiderhandel, ska en konkret värdering göras för att avgöra om det föreligger ohederlig användning av intern vetskap.<sup>95</sup> Värderingen ska genomföras eftersom ett bolags handel med egna aktier kan vara berättigad. Detta innebär att intern vetskap inte nödvändigtvis behöver utgöra ett ohederligt användande.<sup>96</sup>

Som Højesteretten yttrar och som även kan utläsas ur de danska förarbetena till värdepapirhandelsloven handlar insiderförbudet om ohederlig användning av insiderinformation. Uttrycket *ohederlig användning* är enligt min uppfattning i överensstämmelse med EU-domstolens uttryck *otillbörligt utnyttjande*, se avsnitt 4.4.1. Jag delar ståndpunkten att insiderförbudet rör ohederlig användning/otillbörligt utnyttjande av insiderinformation. Jag anser nämligen att det är av stor betydelse att det ur en medlemsstats insiderlagstiftning, framgår att insiderförbudet handlar om att en avtalspart drar fördel av insiderinformation på den andre avtalspartens bekostnad. Att det inte återfinns något utnyttjande-/missbruksrekvisit i den svenska gärningsbeskrivningen, varken uttryckligen i lagen eller i förarbetena till denna, menar jag utgör en betydande brist. Detta med anledning av att harmoniseringen som eftersträvas av EU inte får den önskade effekten. Tanken med MmD är att säkerställa finansmarknadernas integritet i EU och höja investerarnas förtroende för dessa marknader. Eftersom Sverige har valt en lagstiftningsmetod som skiljer sig väsentligt från EU:s metod, motarbetas harmoniseringstanken. Detta är olyckligt då målet med MmD kommer bli svårt att nå.

## 5.4 Brittisk och tysk rätt

Nedan följer en framställning av hur insiderförbudet tillämpas och tolkas i brittisk respektive tysk rätt. Anledningen till att rättssystemen presenteras under samma avsnitt beror på att de påminner om varandra i sättet att hantera insiderförbudet. Detta trots att det rör sig om två vitt skilda rättssystem.

Den brittiska insiderlagstiftningen kräver att insiderinformationen på något sätt påverkar marknadsaktörens insiderhandel för att insiderförbudet ska vara tillämpligt. Lagstiftningen föreskriver att förbjuden insiderhandel föreligger då en person handlar eller försöker handla på grundval av ("on the basis of") insiderinformationen.<sup>97</sup> Financial Services Authority (FSA, en oberoende, icke-statlig institution som reglerar den finansiella marknaden i Storbritannien)<sup>98</sup> har uttryckt att förbudet ska tolkas som att informationen måste ha en betydande inverkan på beslutet att bedriva insiderhandel.

---

<sup>95</sup> Jfr det danska betänkandet nr 1216/1991 om insiderhandel sida 34.

<sup>96</sup> Jfr det danska betänkandet nr 1216/1991 om insiderhandel sida 47.

<sup>97</sup> Financial Services and Markets Act 2000, sektion 118(2).

<sup>98</sup> <http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/Who/index.shtml>, 2010-04-27 kl. 12.30.

Informationen behöver dock inte vara den enda anledningen till insiderhandelns genomförande.<sup>99</sup>

I Tyskland föreskriver förbudet mot insiderhandel att aktören som bedriver insiderhandel ska ha utnyttjat ("unter Verwendung") insiderinformationen i samband med en transaktion.<sup>100</sup> Lagtexten har tolkats av Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin, en oberoende federal institution som kontrollerar finansmarknaden i Tyskland).<sup>101</sup> BaFin menar att insiderinformationen ska ha inverkat på beslutet att utföra transaktionen, men precis som i Storbritannien, krävs inte att informationen utgör det enda skälet till genomförandet av transaktionen.<sup>102</sup>

Den tyska rätten föreskriver att en marknadsaktör ska ha *utnyttjat* insiderinformation. Av den brittiska rätten framgår detta inte uttryckligen. Det uttrycks dock såväl i Tyskland som i Storbritannien att insiderhandel föreligger då en marknadsaktör handlar eller försöker handla *på grundval av* insiderinformationen. En omständighet som dessvärre inte krävs enligt den svenska insiderlagstiftningen. Enligt den svenska gärningsbeskrivningen fordras inte att det kan fastställas att ett *utnyttjande av insiderinformation* skett vid genomförandet av den aktuella transaktionen. Det krävs inte heller bevis för att personen som får insiderinformation, och som handlar med sådana värdepapper som informationen rör, använt sig av insiderinformationen. Det sagda ger ännu en dimension på hanteringen av insiderförbudets implementering i svensk lagstiftning.

## 5.5 Call for evidence. Review of Directive 2003/6/EC

Kommissionen tar i *Call for evidence. Review of Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation, (Market Abuse Directive)* upp ett flertal intresseväckande aspekter som jag anser är värda att belysa.

I konsultationsdokumentet uppmärksammar kommissionen bland annat förbudet mot insiderhandel och dess tolkning. I dokumentet föreskrivs att begreppet *utnyttjande av insiderinformation* borde vara tillräckligt tydligt och klart för att harmonisera insiderlagstiftningen inom EU. Begreppet borde också vara tillräckligt brett för att täcka alla situationer där en person drar fördel av tillgången till insiderinformation. Kommissionen framhåller emellertid att trots att begreppet borde vara tillräckligt tydligt och klart samt

---

<sup>99</sup> MAR 1 The Code of Market Conduct, MAR 1.5 Market abuse (misuse of information) och The Financial Services and Markets Tribunal: beslut den 29 mars 2005 i målet Arif Mohammed mot FSA.

<sup>100</sup> Gesetz über den Wertpapierhandel in der Fassung der Bekanntmachung vom 09 September 1998 (BGBl. I S. 2708), 14 § p. 1.

<sup>101</sup> [http://www.bafin.de/cln\\_152/SharedDocs/Downloads/EN/Service/Broschueren/080819\\_flyer\\_templateId=raw,property=publicationFile.pdf/080819\\_flyer.pdf](http://www.bafin.de/cln_152/SharedDocs/Downloads/EN/Service/Broschueren/080819_flyer_templateId=raw,property=publicationFile.pdf/080819_flyer.pdf), 2010-04-27 kl. 12.02.

<sup>102</sup> Emittentenleitfaden der BaFin 2009, III 2.2.1.2.



täcka alla situationer där en person drar fördel av tillgången till insiderinformationen har förbudet inte fått den verkan. Grundbulten i förbudet mot insiderhandel utgörs av begreppet *utnyttjande av insiderinformation*, men alla medlemsstater har inte beaktat begreppet och betydelsen av detta vid införandet av förbudet mot insiderhandel. Kommissionen förklarar att det främst är två typer av lagtekniska utföranden som förekommer i medlemsländernas nationella lagar. Det ena utförandet innebär att närhelst en person har tillgång till insiderinformation och handlar eller försöker handla bryter denna person mot förbudet mot insiderhandel. Det andra utförandet går ut på att utnyttjande av insiderinformation endast sker när en person handlar eller försöker handla på grundval av insiderinformationen. Framställningssätten skiljer sig mycket från varandra och medför skiftande utfall. Det förstnämnda utförandet träffar ett relativt brett spektra av situationer. Det andra framställningssättet får istället till följd att antalet situationer där förbudet skulle kunna bli aktuellt är betydligt färre.

Som synes har även kommissionen uppmärksammat problemet med tolkningen och implementeringen av begreppet *utnyttjande av insiderinformation*. Det jag tycker är intressant med kommissionens uttalanden är att det uttrycks att, de skilda utförandena av insiderförbudet som förekommer i medlemsstaterna, får mycket olikartade utfall. Något som knappast kan vara önskvärt när målet med MmD är att harmonisera insiderlagstiftningen inom EU.

Som nämndes under avsnitt 2.1.4 har kommissionen valt att inte presentera något slutligt ställningstagande kring begreppet *utnyttjande av insiderinformation*. Det skulle emellertid kunna tolkas som att kommissionen föredrar det senare av de två alternativa utförandena. Kommissionen uttrycker nämligen att begreppet borde vara tillräckligt brett för att täcka samtliga situationer där en marknadsaktör drar fördel av tillgången till insiderinformation. Uttrycket ”dra fördel” indikerar att ett specifikt utnyttjande av insiderinformation måste vara för handen för att insiderförbudet ska vara tillämpligt. Detta innebär att det föreligger ytterligare argument som tyder på att den svenska lagstiftaren har brustit i implementeringen av artikel 2.1 i MmD.

## **5.6 Generaladvokatens förslag till förhandsavgörande**

Problematiken kring insiderförbudets tolkning har som nämnts ovan, se avsnitt 4, behandlats i en nyligen avkunnad dom av EU-domstolen – mål C-45/08 Spector Photo Group mot CBFA.

Innan EU-domstolen kungjorde domen i målet, offentliggjordes generaladvokatens förslag till förhandsavgörande. Generaladvokaten framför bland annat att medlemsstaterna inte fritt får föreskriva ett strängare

förbud mot insiderhandel än det som regleras i direktivet. Detta uttalande är intressant ur svensk synvinkel, då det enligt min mening finns många faktorer som talar för att den svenska lagstiftaren de facto har infört ett strängare förbud mot insiderhandel.

Jesper Lau Hansen har kommenterat generaladvokatens förslag till avgörande och framför bland annat följande i sin kommentar. Han menar att förslaget behöver viss vägledning för att det klart ska framgå vad artikel 2.1 i MmD de facto innebär. Lau Hansen förklarar att förslaget tillbakavisar ståndpunkten att insiderförbudet överträds närhelst en person har tillgång till insiderinformation och en transaktion genomförs. Enligt Lau Hansen klargör förslaget att det krävs *utnyttjande av insiderinformation* för att överträdelse ska vara för handen. Vad som emellertid inte tydliggörs, enligt Lau Hansen, är vad som konstituerar *utnyttjande*. Lau Hansens ställningstagande är att begreppet *utnyttjande av insiderinformation* handlar om en aktörs informationsövertag gentemot andra potentiella marknadsaktörer. Han menar att det rör sig om att en person aktivt försöker dra fördel av insiderinformationen. Det är viktigt att tillägga att detta betraktelsesätt är för handen oavsett om någon vinst eller fördel faktiskt uppnås. Lau Hansen anför avslutningsvis att när ingen sådan fördel eftersträvas, till exempel om parterna i en transaktion innehar samma information och det därmed föreligger jämlikhet mellan parterna, har ingen överträdelse av insiderförbudet skett.<sup>103</sup>

Genom att studera generaladvokatens svar, Lau Hansens nämnda åsikter och formuleringen i 2 § 1 st MmL, anser jag att det finns ytterligare argument för att det föreligger brister i den svenska formuleringen av insiderförbudet. Varken av den svenska lagen eller av dess förarbeten framgår att begreppet *utnyttjande av insiderinformation* handlar om att en avtalspart aktivt försöker dra fördel av insiderinformationen gentemot andra avtalsparter. 2 § 1 st MmL är alltför vagt skriven, det saknas uppenbarligen ett rekvisit som uttrycker att aktören ifråga på något sätt missbrukar eller drar fördel av insiderinformationen gentemot andra avtalsparter. Med beaktande av nyss sagda borde således en formulering som uttrycker någon form av missbruk, införas i lagen, se vidare avsnitt 5.7.

## 5.7 EU-domstolens dom

Domstolen väljer att svara på den andra och den tredje tolkningsfrågan först, och inleder med att klargöra att i artikel 2.1 i MmD definieras en förbjuden transaktion utifrån två slags rekvisit. Det ena rekvisitet rör vilka personer som inbegrips av bestämmelsens tillämpningsområde. Det andra rekvisitet rör det faktiska handlande som utgör en sådan transaktion. Dessa omständigheter innebär att artikel 2.1 i MmD utgör en objektiv definition av insiderhandel där intentionen bakom transaktionen inte direkt ska iakttas.

---

<sup>103</sup> Lau Hansen, Jesper: What constitutes insider dealing? – The Advocate General's opinion in Case C-45/08 Spector Photo Group, (2009) s. 13-14.

EU:s lagstiftare har valt en objektiv definition för att skapa en enhetlig harmonisering av lagstiftningen inom EU. Efter domstolens konstaterande att artikeln grundar sig på en objektiv definition, går domstolen vidare och förklarar följande.

Domstolen tydliggör att om alla rekvisit för insiderhandel enligt artikel 2.1 i MmD är uppfyllda, kan uppsåt presumeras hos den som genomfört transaktionen. En presumtion av detta slag får emellertid inte kränka de grundläggande rättigheterna. Särskilt inte oskuldspresumtionen, som bland annat regleras i artikel 6.2 i Europakonventionen. EU-domstolen uttrycker att oskuldspresumtionen emellertid inte utgör något hinder mot presumtionen i artikel 2.1 i MmD. Domstolen förklarar att avsikten hos den person som bedriver insiderhandel förstås av de omständigheter som utgör själva överträdelsen. Rätten till försvar säkerställs och personen som är anklagad för insiderhandel har rätt att motbevisa presumtionen att denne är skyldig. Domstolen utvecklar inte vad som de facto menas med att personen som är anklagad för insiderhandel garanteras rätt till försvar, samt har rätt att motbevisa att denne är skyldig. Jag förstår det dock som att domstolen dels syftar på artikel 14.1 i MmD och dels artikel 6.3 i Europakonventionen. I artikel 14.1 i MmD föreskrivs om åtgärder och påföljder vid överträdelser av bestämmelser i direktivet, se avsnitt 4.4.1. Artikel 6.3 i Europakonventionen stadgar att var och en som blivit anklagad för brott har ett antal minimirättigheter. Den som blivit anklagad för brott har bland annat rätt att förbereda sitt försvar, samt rätt till att försvara sig personligen eller genom rättegångsbiträde.<sup>104</sup>

Efter fastställandet att oskuldspresumtionen inte utgör något hinder mot presumtionen i artikel 2.1 i MmD framför domstolen, enligt min uppfattning, några mycket tankeväckande domskäl. Domstolen förklarar att enbart för att artikel 2.1 i MmD inte omfattar något uttryckligt subjektivt rekvisit, betyder det inte, att artikeln ska tolkas som att varje aktör som förfogar över insiderinformation och som genomför en transaktion, automatiskt träffas av insiderförbudet. Domstolen anser att en sådan tolkning skulle kunna få till följd, att vissa transaktioner som inte med nödvändighet är till skada för de intressen som direktivet ska värna om, förbjöds. Det anføres att det måste göras en åtskillnad mellan sådant *utnyttjande av insiderinformation* som kan vålla dessa intressen skada och ett sådant utnyttjande som inte riskerar att göra det. Domstolen säger uttryckligen att artikeln inte ska tolkas som så, att varje aktör som förfogar över insiderinformation och som genomför en transaktion, automatiskt ska träffas av insiderförbudet. Vid en granskning av den svenska regleringen kring förbudet mot insiderhandel, anser jag att den svenska regleringen ska tolkas precis så, som insiderförbudet inte ska tolkas enligt domstolen. I 2 § 1 st MmL föreskrivs att den som *får* insiderinformation och genomför en transaktion som informationen rör kan dömas för insiderbrott. Denna reglering innebär att personen ifråga automatiskt omfattas av förbudet mot insiderhandel.

---

<sup>104</sup> Europakonventionen, artikel 6.3 b-c.

Innan jag presenterar mina slutkommentarer kring det svenska förbudet mot insiderhandel vill jag bland annat lyfta fram det som EU-domstolen benämner *otillbörligt utnyttjande*. Domstolen betonar att syftet med förbudet mot insiderhandel i artikel 2.1 i MmD är att garantera likabehandling av avtalsparterna i en börstransaktion, genom att hindra att en av dem som förfogar över insiderinformation och som på så sätt är i en gynnsammare position i förhållande till andra investerare, drar nytta av informationen till men för den andra avtalsparten, som inte har någon vetskap om den. Det kan således konstateras att insiderförbudet är tillämpligt när en person som förfogar över insiderinformation *otillbörligt utnyttjar* den fördel som informationen ger personen, genom att utföra en transaktion som grundar sig på informationen. EU-domstolen summerar och meddelar att detta innebär att när en person som förfogar över insiderinformation genomför en transaktion med de finansiella instrument som informationen avser, ska denna person betraktas *utnyttja informationen* i den bemärkelse som avses i artikel 2.1 i MmD, under förutsättning att rätten till försvar och rätten att kunna motbevisa denna presumtion, beaktas.

Lars Klöhn har kommenterat EU-domstolens ställningstagande rörande likabehandling av avtalsparterna i en transaktion. Klöhn uttalar att genom att domstolen förklarar att insiderförbudet handlar om att hindra en avtalspart från att dra fördel av insiderinformation till men för andra avtalsparter i samband med en transaktion, har domstolen formulerat en princip om likabehandling. Principen ska användas då det ska avgöras om en person har *utnyttjat information* i enlighet med artikel 2.1 i MmD. Klöhn menar att domstolen genom ståndpunkten om likabehandling har skapat en rättslig guide för hur medlemsstaterna ska tolka hela MmD.<sup>105</sup> Enligt min mening är guiden av stort värde då det tydliggörs vad som de facto ska tas i beaktande vid bedömningen om överträdelse av insiderförbudet har ägt rum.

EU-domstolen framhåller vidare att det i en del situationer är av betydelse att göra en fördjupad prövning av de faktiska sakförhållandena för att kunna avgöra om utnyttjandet av insiderinformationen är sådant *otillbörligt utnyttjande* som nämnts ovan. Domstolen poängterar att förbudet inte ska omfatta mer än vad som är rimligt för att uppnå syftet med direktivet, och därför kan en sådan prövning vara viktig att utföra. Ett exempel på en situation där det faktiskt inte rör sig om ett *utnyttjande av insiderinformation* i enlighet med artikel 2.1 i MmD, trots att en aktör förfogar över insiderinformation och genomför en transaktion, återfinns i skäl 29 i ingressen till direktivet. Skäl 29 föreskriver att det inte bör anses utgöra insiderhandel att ha *tillgång* till insiderinformation angående ett annat bolag och att använda den i samband med ett offentligt uppköpserbjudande för att vinna kontroll över detta bolag eller föreslå en fusion med detta bolag.

Här är en återkoppling till danska Højesterettens uttalanden i Midtbanksmålet av intresse, se avsnitt 5.3. Som framförts ovan uttryckte Højesteretten

---

<sup>105</sup> Klöhn, Lars: The European Insider Trading Regulation after the ECJ's Spector Photo Group-decision, (2010) s. 10.

att insiderbestämmelserna baseras på *uhæderlig anvendelse af intern viden/ohederlig anvendning av insiderinformation*. Detta konstaterande bekräftas alltså av EU-domstolen några år efter Midtbanks-målets avgörande. EU-domstolens etikett är i och för sig *otillbörligt utnyttjande*, men enligt min mening är uttryckssätten jämställda med varandra. Vidare framhåller Højesteretten att det krävs att en konkret bedömning utförs för att kunna fastställa om ohederligt användande har förekommit. Højesteretten förklarar att det kan finnas situationer där det trots tillgång till insiderinformation inte är aktuellt att tala om ett ohederligt användande. EU-domstolens utlåtanden ger även stöd åt detta konstaterande.

Efter granskning av både danska Højesterettens uttalanden och EU-domstolens uttalanden, börjar min bild av begreppet *utnyttjande av insiderinformation* att klarna. Det finns emellertid ytterligare något att tillägga om EU-domstolens dom innan jag presenterar mina avslutande kommentarer.

EU-domstolen menar att begreppet *utnyttjande av insiderinformation* ska besvaras mot bakgrund av direktivets ändamål. Ändamålet är att garantera finansmarknadernas integritet och höja investerarnas förtroende för dem. Förtroendet grundar sig bland annat på att investerarna har tillförsäkrats likabehandling och skydd mot otillbörligt utnyttjande av insiderinformation. Det är enbart ett utnyttjande som strider mot detta syfte som utgör förbjuden insiderhandel.

Just den sista meningen i föregående stycke, anser jag är viktig att ha i åtanke vid studie av begreppet *utnyttjande av insiderinformation* – det är *enbart* ett utnyttjande som strider mot direktivets syfte, som utgör förbjuden insiderhandel.

EU-domstolens slutgiltiga svar på den andra och den tredje tolkningsfrågan kan behöva läsas både en, två och tre gånger för att innebörden tydligt ska framgå. Därför har jag valt att återge svaret på nytt här. Enligt EU-domstolen ska artikel 2.1 i MmD förstås så, att en marknadsaktör som förfogar över insiderinformation och som köper eller säljer värdepapper som informationen rör, innebär att aktören ska anses *utnyttja* informationen i den mening som avses i artikeln. Rätten till försvar och rätten att kunna motbevisa presumtionen att aktören är skyldig till insiderbrott *måste* beaktas. Bedömningen om en aktör har överträtt förbudet mot insiderhandel, ska ske mot bakgrund av syftet med direktivet. Direktivets syfte är att garantera finansmarknadernas integritet och höja investerarnas tilltro till dem. Tilltron grundar sig på att investerarna tillförsäkrats likabehandling och skydd mot otillbörligt utnyttjande av insiderinformation.

## 5.8 Slutkommentar

Jag har kommit fram till följande slutsats. Den svenska formuleringen i 2 § 1 st MmL innebär att lagen förbjuder den som har *tillgång* till

insiderinformation att handla med de finansiella instrument som informationen avser, oberoende av om informationen utnyttjas eller inte. Regleringen ska läsas parallellt med 5 § MmL där det tagits in ett antal undantag för varierande situationer där det typiskt sett inte är aktuellt att tala om något missbruk av insiderinformation. Som förbudet mot insiderhandel hanteras i svensk lagstiftning står det inte i överensstämmelse med hur det hanteras i MmD. Jag menar att den svenska lagstiftaren särskilt har brustit i den del som rör direktivets syfte och otillbörligt utnyttjande. Varken i lagtexten eller i förarbetena till lagen finns någon formulering som anger att vid bedömningen om överträdelse av förbudet har ägt rum, ska målet med direktivet tas i beaktande. Det finns inte heller någon antydning om att insiderförbudet endast är tillämpligt när en insider *otillbörligt utnyttjar* den fördel som informationen ger denne. Jag saknar en formulering som förklarar att insiderförbudet handlar om att garantera likabehandling av avtalsparterna i en transaktion.

För att en harmonisering av insiderlagstiftningen inom EU ska kunna uppnås bör den svenska lagstiftaren justera förbudet mot insiderhandel i MmL. Justeringen bör utformas på så vis att det framgår att insiderförbudet enbart är tillämpligt när en ekonomisk aktör förfogar över insiderinformation och denne *otillbörligt utnyttjar* den fördel som informationen ger denne i samband med en transaktion. Mitt förslag är att insiderförbudet formuleras enligt följande:

Den som förfogar över insiderinformation och som otillbörligt utnyttjar den fördel som informationen ger denne, och som för egen eller någon annans räkning, genom handel på värdepappersmarknaden, förvärvar eller avyttrar sådana finansiella instrument som informationen rör döms för insiderbrott till fängelse i högst två år. Detsamma ska gälla den som förfogar över insiderinformation och som otillbörligt utnyttjar den fördel som informationen ger denne, och som med råd eller på annat sådant sätt föranleder någon att förvärva eller avyttra finansiella instrument som informationen rör genom handel på värdepappersmarknaden.

Den svenska lagstiftaren har i propositionen till nuvarande MmL uttalat att det krävs klarhet i lagtexten. Enligt min uppfattning går detta endast att uppnå om den svenska regleringen rörande insiderförbudet stämmer överens med regleringen i MmD. Då undviks förvirring och otydlighet. Det blir då även möjligt att nå MmD:s mål – att säkerställa finansmarknadernas integritet i EU och höja investerarnas förtroende för dessa marknader.

I inledningen under avsnitt 1.2 ”Syfte och frågeställning” formulerade jag följande frågor:

1. Ska det intolkas ett utnyttjande-/missbruksrekvisit i 2 § 1 st MmL?
2. Om svaret är nej på fråga 1, borde det finnas ett sådant rekvisit för att MmL ska vara förenlig med MmD?

För att summera och avsluta mitt examensarbete är det dags att besvara de två frågorna.

Mot bakgrund av vad jag anförde under avsnitt 5, är svaret på min första fråga: Nej, det ska inte intolkas ett utnyttjande-/missbruksrekvisit i 2 § 1 st MmL. Det går inte att utläsa av lagtexten att ett sådant intolkande ska ske, och det framgår inte heller av förarbetena till MmL att ett sådant intolkande ska göras.

Med beaktande av min diskussion under avsnitt 5 är svaret på min andra fråga att: Ja, det borde finnas ett sådant rekvisit. Ett rekvisit som uttrycker att överträdelse av förbudet äger rum när en ekonomisk aktör förfogar över insiderinformation, och denne *otillbörligt utnyttjar* den fördel som informationen ger denne vid en transaktion.

# Käll- och litteraturförteckning

## Offentligt tryck

### *Sverige*

Prop. 2004/05:142 Marknadsmisbruk.  
Prop.1999/2000:109 Ny insiderlagstiftning m.m.  
Prop. 1990/91:42 Om insiderhandel.

SOU 2004:69 Marknadsmisbruk

Bet. 2004/05:FiU27 Marknadsmisbruk.

### *Danmark*

Betænkning nr 1216/1991 om insiderhandel.

## EU-rättsakter

Call for evidence. Review of Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation, (Market Abuse Directive). Refereras: Call for evidence. Review of Directive 2003/6/EC. Dokumentet kan hämtas på följande webbsida:

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2009/market\\_abuse/call\\_for\\_evidence.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/market_abuse/call_for_evidence.pdf), 2010-02-09 kl.15.30.

Kommissionens direktiv 2004/72/EG av den 29 april 2004 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller godtagan marknadspraxis, definition av insiderinformation rörande råvaruderivat, upprättande av förteckningar över personer som har tillgång till insiderinformation, anmälan av transaktioner som utförs av personer i ledande ställning och rapportering av misstänkta transaktioner. Europeiska unionens officiella tidning nr L 162, 2004-04-30 s. 70-75.

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. Europeiska unionens officiella tidning nr L 336, 2003-12-23 s. 33-38.

Kommissionens direktiv 2003/125/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller skyldigheten att presentera investeringsrekommendationer sakligt och att uppges intressekonflikter. Europeiska unionens officiella tidning nr L 339, 2003-12-24 s. 73-77.



Kommissionens direktiv 2003/124/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller definition och offentliggörande av insiderinformation och definition av otillbörlig marknadspåverkan. Europeiska unionens officiella tidning nr L 339, 2003-12-24 s. 70-72.

Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk). Europeiska unionens officiella tidning nr L 96, 2003-04-12 s. 16-25.

## **Litteratur**

af Sandeberg, Catarina, Marknadsmissbruk – insiderbrott och kursmanipulation, Iustus Förlag AB, Uppsala, 2002.

Afrell, Lars, Haag, Göran, Klahr, Håkan och Walldén, Catarina, Insiderlagen. En lagkommentar, 1 uppl, Allmänna Förlaget, Stockholm, 1991.

Craig, Paul och de Búrca, Gráinne, EU Law – text, cases and materials, 3 uppl, Oxford University Press, Oxford, 2003.

Krüger Andersen, Paul och Jul Clausen, Nis, Børsretten II. Notering, oplysningspligt, overtagelsestilbud, markedsmissbrug og tillsyn, 3 uppl, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, Köpenhamn, 2008.

Moberg, Krister och Samuelsson, Per, Börsrätt, Norstedts Förlag AB, Stockholm, 1989.

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

Steiner, Josephine, Woods, Lorna och Twigg-Flesner, Christian, EU Law, 9 uppl, Oxford University Press, Oxford, 2006.

Svensson, Alf-Peter och Schedin, Hans, Vägledning till rätt kurs på värdepappersmarknaden, Svenska Fondhandlareföreningen, Stockholm, 2006.

## **Tidsskrifter**

Klöhn, Lars, The European Insider Trading Regulation after the ECJ's Spector Photo Group-decision, European Company and Financial Law Review, februari 2010. Refereras: Klöhn, Lars, The European Insider Trading Regulation after the ECJ's Spector Photo Group-decision, (2010). Artikeln kan hämtas på följande webbsida:

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1566943](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1566943), 2010-04-24 kl. 17.12.

Lau Hansen, Jesper, What constitutes insider dealing? – The Advocate General's opinion in Case C-45/08 Spector Photo Group, International and Comparative Corporate Law Journal, 3 November 2009. Refereras: Lau Hansen, Jesper, What constitutes insider dealing? – The Advocate General's opinion in Case C-45/08 Spector Photo Group, (2009). Artikeln kan hämtas på följande webbsida:

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1499093](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1499093), 2010-03-11 kl. 16.38.

Jacobson, Hans och Lycke, Johan, Marknadsmisbruksdirektivet och dess genomförande i Sverige, Europarättslig tidskrift, 2005:2.

### **Elektroniska källor**

[http://www.bafin.de/cln\\_152/SharedDocs/Downloads/EN/Service/Broschueren/080819\\_flyer.templateId=raw,property=publicationFile.pdf/080819\\_flyer.pdf](http://www.bafin.de/cln_152/SharedDocs/Downloads/EN/Service/Broschueren/080819_flyer.templateId=raw,property=publicationFile.pdf/080819_flyer.pdf), 2010-04-27 kl. 12.02.

Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2009,

[http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Leitfaeden/emittentenleitfaden\\_2009.templateId=raw,property=publicationFile.pdf/emittentenleitfaden\\_2009.pdf](http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Leitfaeden/emittentenleitfaden_2009.templateId=raw,property=publicationFile.pdf/emittentenleitfaden_2009.pdf), 2010-04-24 kl. 17.30.

<http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/Who/index.shtml>, 2010-04-27 kl. 12.30.

MAR 1 The Code of Market Conduct, <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/MAR/1/5>, 2010-04-24 kl. 16.30.

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2009/market\\_abuse\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/market_abuse_en.htm), 2010-02-09 kl. 15.04.

### **Övriga källor**

E-mailkorrespondens med Lars Afrell, direktör för Svenska Fondhandlareföreningen och tidigare ansvarig på Finansdepartementet för införandet av MmD, 2010-02-04. Afrell har givit sitt godkännande till att publicera informationen som han har uppgivit vid e-mailkorrespondensen.

# Rättsfallsförteckning

## EU-domstolen

*Mål C-45/08 Spector Photo Group NV Chris van Raemdonck mot Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen*

EU-domstolens dom (tredje avdelningen) den 23 december 2009. Domen har inte registrerats i REG än. Europeiska unionens officiella tidning C 51, 2010-02-27, s. 6.

Förslag till avgörande av generaladvokat Juliane Kokott, föredraget den 10 september 2009. Förslaget har inte registrerats i REG än. Förslaget kan inhämtas på följande webbsida: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:62008C0045:SV:HTML>, 2010-04-20.

*Mål C-402/05 P och C-415/05 P Yassin Abdullah Kadi och Al Barakaat International Foundation mot Europeiska unionens råd och Europeiska kommissionen*

EU-domstolens dom (stora avdelningen) den 3 september 2008 i de förenade målen C-402/05 P och C-415/05 P. REG 2008 s. I-06351.

*Mål C-391/04 Ypourgos Oikonomikon, Prostamenos Doy Amfissass mot Charilaos Georgakis*

EU-domstolens dom (tredje avdelningen) den 10 maj 2007. REG 2007 s. I-03741.

## Europeiska domstolen för de mänskliga rättigheterna

Dom den 25 september 1992 i målet Pham Hoang mot Frankrike, serie A nr 243, § 33.

Dom den 7 oktober 1988 i målet Salabiaku mot Frankrike, serie A nr 141-A, § 28.

## Belgien

\*A6\* Hof van Beroep te Brussel, 18e kamer, arrest van 01/02/2008 (A.R. 2006/SF/2; Rep. nr 2008/1006).

## Storbritannien

The Financial Services and Markets Tribunal: beslut den 29 mars 2005 i målet Arif Mohammed mot The Financial Services Authority. Referens FSA/PN/034/2005, 6 april 2005.

## Danmark

Højesterettens dom den 22 december 2004, sag 384/2004, Rigsadvokaten mot Midtbank A/S med flera.