



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Albin Bergvall

Marknadsmisbruk
Ett rättsområde i förändring

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet
30 högskolepoäng

Handledare: Per Samuelsson

Termin för examen: VT13

Innehåll

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	3
FÖRKORTNINGAR	5
1 INLEDNING	6
1.1 Introduktion	6
1.2 Syfte	7
1.3 Metod och material	7
1.4 Avgränsningar	8
1.5 Disposition	9
2 INTRODUKTION TILL INSIDERREGLERNA	10
2.1 Syftet med en reglering av insiderhandel	10
2.2 Begreppet insider	10
2.3 Insiderreglernas utveckling i Sverige	11
2.3.1 Översikt	11
2.3.2 IL	13
2.3.3 ISL och AnmL	14
2.3.4 MmL	15
2.4 Insiderreglernas utveckling i EU	16
2.4.1 Översikt	16
2.4.2 Insiderdirektivet	16
2.4.3 Marknadsmisbruksdirektivet	17
3 REGELVERKET IDAG	19
3.1 Insiderinformation	19
3.1.1 Legal definition	19
3.1.2 Offentliggörande eller allmänt känt	20
3.1.3 Väsentlig kurspåverkan	21
3.2 Insiderbrotten	22
3.2.1 Allmänt	22
3.2.2 Uppsåt och oaktsamhet	23
3.2.3 Handelsförbudet	24
3.2.4 Rådgivningsförbudet	25
3.2.5 Vårdslöst insiderförfarande	26
3.2.6 Försöksbrott	27

3.2.7	Undantag	28
3.2.8	Röjandeförbud	29
3.3	Otillbörlig marknadspåverkan	30
3.3.1	Allmänt	30
3.3.2	Uppsåt och oaktsamhet	31
3.3.3	Direkt och indirekt marknadspåverkan	31
3.3.4	Otillbörlighetsrekvisitet	32
3.3.5	Självreglering	32
3.3.6	Medverkan	33
3.3.7	Svindleri	33
3.4	Rapporteringsskyldighet och meddelarförbud	34
3.4.1	Rapporteringsskyldighet	34
3.4.2	Meddelandeförbud	35
3.4.3	Åsidosättande av rapporteringsskyldighet och meddelarförbud	35
3.4.4	Tillsyn	35
3.4.5	Insynsställning och insiderförteckning	36
4	PRAXIS	37
4.1	Insiderbrott	37
4.1.1	Begreppet insiderinformation	37
4.1.2	Offentliggörande eller allmänt känd	38
4.1.3	Väsentlighetsrekvisitet	39
4.1.4	Uppsåtsbedömningen	40
4.1.5	Bevisning	41
4.2	Otillbörlig marknadspåverkan	42
4.2.1	Otillbörlighetsbedömningen	42
4.2.2	Uppsåtsbedömningen	44
5	ETT FUNGERANDE REGELVERK?	46
5.1	Insiderbrott	46
5.2	Otillbörlig marknadspåverkan	48
6	FÖRSLAG TILL NYTT EU-RÄTTSLIGT REGELVERK	50
6.1	Översikt	50
6.2	Förslag till ny förordning	51
6.2.1	Inledning	51
6.2.2	Utvidgat tillämpningsområde	52
6.2.3	Offentliggörande av insiderinformation	53
6.2.4	Utökade befogenheter	54
6.2.5	Otillbörlig marknadspåverkan	54
6.2.6	Administrativa sanktioner	55
6.3	Förslag till nytt direktiv	56
7	ANALYS	58

7.1 Inledning	58
7.2 Det EU-rättsliga förslaget och dess inverkan på svensk rätt	58
7.2.1 Harmonisering	58
7.2.2 En utvidgning av begreppet insiderinformation	59
7.2.3 Insiderhandel	60
7.2.4 Otillbörlig marknadspåverkan	61
7.2.5 Administrativa och straffrättsliga sanktioner	61
7.2.6 Hårdare sanktioner	62
7.2.7 Utökade befogenheter för tillsynsmyndigheten	63
7.3 En skärpning av rättsläget?	64
8 SLUTSATSER	65
KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	67
RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	71

Summary

The purpose of this thesis is to describe the Swedish legislation regarding market abuse and, on the basis of case law analyze the practical function of the legal field. In addition, the European Commission's proposal for a new regulatory framework regarding market abuse will be described and analyzed from a Swedish perspective.

Provisions aimed to prevent insider trading was introduced in Sweden during the early 1970s. The regulation has since undergone extensive alterations that mainly have been necessitated by the technological development of the securities market and adjustments to the legal framework of the EU. The aim of these regulations has consistently been to maintain the society's confidence in the financial markets. In Sweden, the regulations governing market abuse is found in MmL, which was implemented following the introduction of the Market Abuse Directive in 2005. In a review of these rules and related case law, it's possible to identify major deficiencies with the current regulations. There are very few court cases concerning insider trading and only a few of the cases brought to court has led to guilty verdicts, even though there are many indications that the defendant is guilty. One of the reasons for this may be that the structure of the provisions leads to great difficulties regarding the provision of evidence. Criminal law generally imposes high standards of proof, and the complicated structure of the Insider offence makes it even more difficult for the prosecution to present evidence that meets these requirements.

Due to the deficiencies identified in the current regulations, it is encouraging that the European Commission has presented a new draft framework for market abuse. The reason for this proposal is mainly the legal developments within the EU following the introduction of MiFID and the technical developments in the financial markets. The proposal consists of a Regulation containing the main provisions and a Directive containing additional criminal penalties. Should these rules be implemented according to the current proposal it will result in major changes for the Swedish provisions regarding market abuse.

One of the main aims of the proposal is to create a harmonized regulation of market abuse in the EU, which has not been achieved with the implementation of the current Market Abuse Directive. Trading in securities contains many international elements, which implies a need for harmonized regulations in order to avoid inhibition of the development of the legal field. Furthermore, the proposal will involve an extension of the scope of the provisions, which is accomplished through an expansion of the term Insider information. If the proposal is implemented, the regulations will comprise considerably more information than the previous legislation. In addition, Financial Supervisory Authority's mandate will be extended to facilitate the Agency's function as supervising authority.

The definition of insider trading is no different from that provided in the Market Abuse Directive, but despite this, the proposal will entail major changes for the Swedish legislation. The reason for this is that Sweden in introducing the Market Abuse Directive opted for a system stating that no one who gets inside information may acquire or dispose of instruments attributable to the information. The provision of the Market Abuse Directive and the draft on the other hand, contains a requirement that the information actually has been used in the transaction. Since the Regulation is directly applicable in the member states, Sweden will have to adapt to the system used in the EU legislation. Furthermore, the proposal for a new Regulation suggests an implementation of administrative sanctions while the Directive contains requirements stating that the member states need to impose criminal sanctions. The Swedish regulation only has criminal sanctions available to ensure compliance with the provisions on market abuse, which implies that further sanctions will be applicable in the Swedish legislation.

It's difficult to determine exactly what impact the proposed new market abuse regulations would have on the Swedish legislation. It may however be concluded that the proposal, if implemented, will have major consequences for the Swedish regulation and definitely imply a strengthening of the provisions concerning market abuse.

Sammanfattning

Syftet med denna uppsats är att redogöra för gällande rätt avseende marknadsmissbruk och utifrån praxis analysera rättsområdets praktiska funktion. Därutöver beskrivs och analyseras Europeiska kommissionens förslag till ny reglering av marknadsmissbruk utifrån ett svenskt perspektiv.

Bestämmelser som syftar till att förhindra insiderbrott har funnits i Sverige sedan början av 1970-talet. Regleringen har sedan dess genomgått omfattande förändringar som främst varit påkallade av den tekniska utvecklingen på värdepappersmarknaden och anpassningen till det EU-rättsliga regelverket. Avsikten med dessa regler har genomgående varit att upprätthålla allmänhetens förtroende för de finansiella marknaderna. De bestämmelser som idag reglerar marknadsmissbruk är MmL som tillkommit efter införandet av MmD under 2005. Vid en genomgång av dessa regler och tillhörande rättspraxis kan det konstateras att det finns stora brister i dagens marknadsmissbruksregler. Det finns mycket få rättsfall avseende insiderbrott och många av de mål som tagits upp i domstol har lett till friande domar, trots att mycket talar för att den tilltalade är skyldig. En av orsakerna till detta kan vara att bestämmelsernas utformning leder till stora bevissvårigheter. Det uppställs höga beviskrav vid straffrättsliga brott och insiderbrottets komplicerade konstruktion gör det därmed svårt för åklagaren att presentera bevisning som uppfyller dessa krav.

Med anledning av de brister som identifierats i dagens regelverk är det därför positivt att Europeiska kommissionen har presenterat ett nytt förslag till ramverk för marknadsmissbruk. Skälet till detta förslag är framförallt den EU-rättsliga utveckling som skett sedan införandet av MiFID samt den tekniska utvecklingen på de finansiella marknaderna. Förslaget består av en förordning som innehåller de huvudsakliga bestämmelserna och ett direktiv med kompletterande straffrättsliga sanktioner. Skulle dessa bestämmelser genomföras enligt det rådande förslaget kommer det medföra stora förändringar för det svenska rättsläget.

Ett av de huvudsakliga syftena med förslaget är att skapa en harmoniserad reglering av marknadsmissbruk inom EU, något som inte åstadkoms vid genomförandet av MmD. För värdepappershandeln som har en tydlig internationell prägel innebär detta att marknadernas utveckling hämmas och därför finns det behov av en tydlig harmonisering av rättsområdet. Vidare kommer förslaget innebära en utvidgning av bestämmelsernas tillämpningsområde. Detta sker bland annat genom att begreppet insiderinformation utvidgas till att inbegripa betydligt mer information än den tidigare regleringen. Även FI:s befogenheter kommer utvidgas för att underlätta myndighetens övervakande funktion.

Definitionen av insiderbrott skiljer sig inte från det som föreskrivs i MmD men trots detta kommer förslaget innebära stora förändringar för den

svenska tillämpningen av detta förbud. Detta beror på att Sverige vid införandet av MmD valde en modell som innebar att ingen som får insiderinformation får utföra transaktioner med instrument hänförliga till informationen. MmD och förslaget föreskriver i stället att bestämmelsen innehåller ett förbud att utnyttja informationen och eftersom förordningen blir direkt tillämplig i Sverige kommer den svenska bestämmelsen ändras. Vidare föreskrivs i förordningsförslaget att administrativa sanktioner ska införas och samtidigt uppställs i direktivförslaget krav på att medlemsstaterna även ska tillämpa straffrättsliga sanktioner. Det svenska regelverket har idag endast straffrättsliga sanktioner att tillgå för att säkerställa att bestämmelserna om marknadsmissbruk efterlevs vilket alltså innebär att ytterligare sanktioner kommer införas i den svenska regleringen.

Det är svårt att avgöra exakt vilka effekter förslaget till nya marknadsmissbruksregler kommer få på det svenska regelverket i praktiken. Däremot kan det konstateras att förslaget, om det genomförs, kommer få stora konsekvenser för den svenska regleringen och innebära en ordentlig skärpning av rättsläget.

Förkortningar

AnmL	Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument
ARL	Lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav
BrB	Brottsbalk (1962:700)
EBM	Ekobrottsmyndigheten
EEG	Europeiska ekonomiska gemenskapen
ESMA	European Securities and Markets Authority
EKMR	Europeiska konventionen om skydd för de mänskliga rättigheterna
FFFS	Finansinspektionens föreskrifter
FI	Finansinspektionen
HD	Högsta domstolen
HovR	Hovrätten
IL	Insiderlag (1990:1342)
ISL	Insiderstrafflagen (2000:1086)
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
LVM	Lag (1985:571) om värdepappersmarknaden
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MmD	Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan
MmL	Lag (2005:377) om marknadsmissbruk
MTF	Multilateral Trading Facility
NJA	Nytt juridiskt arkiv
OTC	Over the Counter
OTF	Organised Trading Facility
Prop.	Proposition
SOU	Statens Offentliga Utredningar
SvJT	Svensk Juristtidning
VPC	Värdepapperscentralen
VpmL	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden

1 Inledning

1.1 Introduktion

Lika länge som organiserad värdepappershandel har existerat har det även förekommit olika former av insiderhandel.¹ Trots detta var det först under 1970-talet som behovet av att reglera insiderhandel identifierades och det skulle dröja till 1985 innan det i svensk rätt infördes förbud mot olaglig insiderhandel.² Rättsområdet marknadsmissbruk har sedan dess genomgått omfattande förändringar och redan genom införandet av insiderdirektivet³ under 1989 har denna utveckling skett på EU-nivå. Detta ersattes senare av marknadsmissbruksdirektivet⁴ och i samband med detta infördes i Sverige MmL som är den lagstiftning som idag tillämpas vid insiderbrott och otillbörlig marknadspåverkan, tillsammans benämnt marknadsmissbruk.

Att ha tillgång till information av betydelse för ett finansiellt instruments värde på värdepappersmarknaden som ingen annan aktör har tillgång till är onekligen mycket värdefullt. Denna information medför ofta en möjlighet att göra stora börsklipp med minimerad risk. Det kan liknas med en person som spelar på en fotbollsmatch med vetskap om att den är uppgjord på förhand. Innehavaren av informationen har erhållit kunskap som påverkar börskursernas utveckling innan dessa inträffat.

Idag läser vi allt fler artiklar om misstänkt insiderhandel eller otillbörlig marknadspåverkan och ofta handlar det om vinster som uppgår till svindlande belopp. Trots detta ser vi sällan att personer döms för brott mot dessa förbud och fängelsestraff eller andra kännbara påföljder är i stort sett obefintliga. Detta väcker frågor om den nuvarande regleringen av marknadsmissbruk är ett väl fungerande rättsområde. Detta bekräftas även av en genomgång av senare års rättspraxis där det framgår att mycket få åtal rörande insiderhandel leder till fällande domar och i de fall där det sker är påföljderna inte särskilt avskräckande.

I dagens moderna samhälle där värdepappersmarknaden spelar en central roll är det viktigt att dessa regler upprätthåller ett gott förtroende för den svenska aktiemarknaden och handeln med finansiella instrument. En förutsättning för en väl fungerande aktiemarknad är att de olika marknadsaktörerna som finns hyser ett stort förtroende för marknaden och dess möjligheter att genomföra en hederlig handel. Risken finns annars att investerare drar sig från att utnyttja värdepappersmarknaden för kapitalanskaffning.

¹ Elofsson, m.fl., 2013, s. 15.

² af Sandeberg, 2002, s. 57.

³ Rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter om insiderhandel.

⁴ Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan.

Trots att det under flera år skett ett flertal förändringar så står nu en större revidering för dörren i form av ett EU-förslag till ny reglering av marknadsmissbruk. Frågan som uppstår är då vilka konsekvenser detta förslag kommer få för det svenska regelverket och om det kommer leda till en skärpning av rättsläget.

1.2 Syfte

Det huvudsakliga syftet med denna uppsats är dels att beskriva och analysera den svenska regleringen av marknadsmissbruk och dels att utreda vilken betydelse Europeiska kommissionens förslag till nytt ramverk för marknadsmissbruk kommer få för det svenska regelverket.

Den svenska regleringen av marknadsmissbruk har av flera kritiserats för att vara bristfällig och det kan ifrågasättas om regleringen verkligen uppfyller de bakomliggande motiven till regleringen. Det är därför relevant att med utgångspunkt i regelverket och hänförliga rättsfall göra en utredning av dess funktion i den praktiska tillämpningen av bestämmelserna.

Samtidigt sker det stora förändringar inom rättsområdet genom det EU-rättsliga förslaget till nya bestämmelser för marknadsmissbruk. Frågan uppstår då vilken effekt detta förslag kommer få på det svenska regelverket och om förslaget kommer medföra en skärpning av rättsläget samt lösa några av bristerna i de svenska rättsreglerna.

De frågeställningar som uppsatsen avser att besvara är följande:

- Hur regleras marknadsmissbruk i Sverige idag och är detta ett väl fungerande system?
- Hur kommer den svenska regleringen påverkas av det EU-rättsliga förslaget till ny marknadsmissbruksreglering?

1.3 Metod och material

Denna uppsats bygger framförallt på den rättsdogmatiska metodläran vilket innebär att lagtext, förarbeten, doktrin och rättspraxis har legat till grund för framställningen. I det inledande kapitel 2 har jag framförallt använt mig av förarbeten och lagkommentarer för kartläggningen av marknadsmissbruksreglernas utveckling. Vidare har jag i kapitel 3 som behandlar det svenska rättsläget enligt dagens marknadsmissbruksreglering förutom de källor som angetts ovan även använt mig av doktrin för att skapa en grundlig förståelse för det svenska regelverket.

För att kunna skapa en god bild av det svenska regelverket och dess praktiska funktion har jag vänt mig till rättspraxis. Antalet prejudicerande rättsfall har dock varit väldigt begränsade. Jag har dock ansett det vara viktigt att se till flera rättsfall för att få ett brett perspektiv på rättsområdets praktiska aspekter. Jag har därför förutom de få publicerade rättsfallen som finns fått vända mig till övriga avgöranden från framförallt hovrätterna, men även ett fall från tingsrätten.

Utgångspunkten för det förslag som avhandlas i kapitel 6 är det av Europeiska kommissionen presenterade förslaget till ny EU-reglering avseende marknadsmissbruk. Jag har av förklarliga skäl för att kunna utreda dess innebörd och betydelse för det svenska regelverket till stor del använt mig av förslaget till ny förordning och förslaget till nytt direktiv. Även senare förslag till ändringar har till viss del beaktats. Det finns inte mycket skrivet om förslaget, men det förekommer vissa publikationer på ämnet som jag har tagit användning av i min framställning för en bredare förståelse av förslagets innehåll och betydelse.

1.4 Avgränsningar

Målet med denna uppsats är som framgår ovan att redogöra för marknadsmissbruksreglerna och dess utveckling inom svensk rätt. Av denna anledning har jag valt att inleda uppsatsen med en kort bakgrund till rättsområdets framväxt. Denna redogörelse är endast översiktlig då avsikten är att ge en bild av dess tidigare utveckling. Framställningen innehåller därför endast sådana aspekter som jag anser vara av viss betydelse för den senare utvecklingen.

Jag har vidare valt att fokusera på regleringen av marknadsmissbruk ur ett svenskt perspektiv men EU-rättsliga direktiv har haft stor inverkan på det svenska rättsområdet. Det har dessutom presenterats ett nytt förslag som kommer innebära ytterligare förändringar för svensk del och jag har därför valt att även presentera de EU-rättsliga bestämmelserna. Av utrymmesskäl har jag dock valt att begränsa denna presentation då direktivets bestämmelser till stor del återspeglas i den svenska regleringen. Det är vidare möjligt att anlägga ett komparativt perspektiv i detta sammanhang då olika länder har valt olika metoder att reglera rättsområdet men då denna uppsats fokuserar på den svenska regleringen har jag valt att bortse från dessa aspekter.

Den inledande beskrivningen av insiderreglernas utveckling innehåller en begränsad beskrivning av reglerna om anmälningsskyldighet av aktieinnehav för vissa personer med insyn. Dessa har varit av stor betydelse för utvecklingen av marknadsmissbruksreglerna och är det även idag. Trots detta har jag av utrymmesskäl valt att endast behandla dessa frågor i begränsad utsträckning och istället fokusera min framställning till förbudsreglerna i MmL.

1.5 Disposition

Denna uppsats består i huvudsak av två delar, dels en beskrivning och utvärdering av de svenska marknadsmissbruksreglerna och dels en redogörelse för EU:s förslag till nya bestämmelser för marknadsmissbruk med en efterföljande analys av dess betydelse för det svenska regelverket.

I kapitel 2 har jag valt att inleda med en kort beskrivning av insiderreglernas utveckling, både inom den svenska rätten och inom EU-rätten då den har haft stor betydelse för den svenska regleringen. Utvecklingen av reglerna om marknadsmissbruk har varit något säregen då det skett anmärkningsvärt mycket inom en relativt kort tidsperiod. Därför är en översiktlig historisk tillbakablick relevant för att ge en djupare förståelse för dagens marknadsmissbruksregler. Efter denna översiktliga inledning övergår uppsatsen i kapitel 3 till en allmän beskrivning av de svenska rättsregler som idag är tillämpliga vid marknadsmissbruk. Undersökningen är inriktad på att ge en tydlig bild av marknadsmissbruksregleringens uppbyggnad och tillämpningsområde. För att ge en bättre bild av rättsområdet ur ett praktiskt perspektiv har jag i kapitel 4 valt att behandla ett flertal rättsfall. Det har kommit mycket rättspraxis på senare år som också den haft stor betydelse för den praktiska tillämpningen av regelverket. Uppsatsen innehåller därför en genomgång av ett antal rättsfall från både underrätterna och HD för att ge goda förutsättningar för en utvärdering av dess funktion. I kapitel 5 avslutas denna redogörelse för det svenska rättsläget med en begränsad analys huruvida rättsreglerna i praktiken är ett fungerande regelverk. I detta avsnitt sker en probleminventering där syftet är att identifiera brister i den gällande regleringen med stöd av rättspraxis.

Kapitel 6 innehåller en beskrivning av EU:s förslag till nya marknadsmissbruksregler där tyngdpunkten ligger på de aspekter av förslaget som kommer ha störst inverkan på den svenska rättsordningen. Det EU-rättsliga förslaget analyseras i kapitel 7 utifrån ett svenskt perspektiv. Analysen syftar till att utvärdera förslaget och dess betydelse för det svenska rättsområdet. Slutligen avslutas uppsatsen med några korta slutsatser i kapitel 8.

2 Introduktion till insiderreglerna

2.1 Syftet med en reglering av insiderhandel

I ett modernt samhälle där i princip alla direkt eller indirekt påverkas av värdepappersmarknaden är det mycket viktigt att allmänheten upprätthåller ett starkt förtroende för den finansiella marknaden. En misstro till marknadens möjligheter att upprätthålla en rättvis handel skulle medföra att förtroende för marknaden skulle skadas vilket i sin tur skulle skada den effektiva marknaden och i värsta fall resultera i att investerare avstår från att utnyttja marknaden för kapitalanskaffning.⁵ En förutsättning för en fungerande marknad är att tillgången till information är lika för alla aktörer.⁶

Här utgör regleringen av marknadsmissbruk ett mycket viktigt verktyg. Detta regelverk innehåller bestämmelser som ska trygga att handel på värdepappersmarknaden sker med jämlika förutsättningar. Marknadsmissbruksregleringen syftar till att uppställa spelregler för vilka typer av åtgärder som ska anses tillbörliga. Detta uppnås genom tydliga bestämmelser som är förutsägbara, stabila och kraftfulla. Det måste tydligt framgå att regelverket fungerar och att de som inte följer bestämmelserna straffas för deras agerande.

En vinst som kan hänföras till affärer där insiderinformation utnyttjats motsvaras ofta av en lika stor förlust hos motparten när informationen väl offentliggörs.⁷ För att undvika att sådant informationsövertag missbrukas och därigenom skadar allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden har det ansetts nödvändigt att reglera hanteringen av insiderinformation för att på så sätt upprätthålla en hög marknadsintegritet.

2.2 Begreppet insider

Begreppet insider härstammar från amerikansk rätt och syftet med begreppet var ursprungligen att skilja mellan subjekt som är medlemmar av fondbörsen (insiders) och subjekt som inte var det (outsiders).⁸ Begreppets betydelse har dock utvecklats med tiden och det har skett en begreppsförskjutning. Från denna ursprungliga betydelse övergick ordet

⁵ af Sandeberg, 2002, s. 43.

⁶ Elofsson, m.fl., 2013, s. 15.

⁷ Elofsson, m.fl., 2013, s. 9.

⁸ af Sandeberg, 2002, s 21.

insider istället till att beteckna vilka subjekt som omfattas av en skyldighet att anmäla innehav av aktier, dvs personer med insynsställning.

I modern börsrätt har dock en ytterligare begreppsfrskjutning förekommit. Idag avses med begreppet insider alla personer som besitter icke offentliggjord kurspåverkande information och som därför är förbjuden att utnyttja denna information för sin egen eller annans vinning.⁹ Innebörden av detta är att en person som innehar sådan information omfattas av de förbud som är hänförliga till marknadsmissbruk. Denna utveckling medför att begreppet numera saknar större betydelse eftersom utvidgningen av tillämpningsområdet betyder att det inte bara är personer i insynsställning som omfattas av förbuden, utan samtliga som innehar sådan information träffas av regelverket. Av denna anledning är det heller inte lika viktigt att kunna placera in en person i någon av ”insidergrupperingarna”.

2.3 Insiderreglernas utveckling i Sverige

2.3.1 Översikt

Trots att värdepappershandeln pågått sedan lång tid tillbaka saknades det länge en reglering vars direkta syfte var att förhindra insiderhandel. Det var först när värdepappershandeln tog fart under 1980-talet som det i Europa konstaterades att denna form av handel var ett stort problem som behövde tydligare reglering.

Innan detta hade ett visst behov av lagstiftning rörande insiderhandel identifierats i Sverige under 1970-talet.¹⁰ Som ett led i detta infördes under 1972 regler om registreringskrav vars direkta syfte var att motverka insiderhandel.¹¹ Detta krav infördes genom ARL som föreskrev att vissa ledande befattningshavare i noterade aktiebolag skulle redovisa sitt aktieinnehav och anmäla förändringar i däri till den som förde aktieboken. Denna reglering kan ses som det första steget mot ett förbud av insiderhandel och slutligen av olika typer av marknadsmissbruk.¹² Syftet med reglerna var att nyckelpersoner skulle tvingas att öppet redovisa sitt aktieinnehav och därmed riskera att utsättas för negativ offentlig uppmärksamhet och av dessa skäl avstå från att göra transaktioner baserat på insiderinformation.¹³ Detta system övervakades av Bankinspektionen och underlåtelse att uppfylla anmälningskravet ledde till böter eller fängelse i upp till sex månader.¹⁴ Det bör dock noteras att dessa regler inte innebar något direkt förbud mot insiderspekulation.

⁹ af Sandeberg, 2007, s. 244.

¹⁰ af Sandeberg, 2002, s. 57.

¹¹ Samuelsson, m.fl., 2005, s. 38.

¹² Samuelsson, m.fl., 2005, s. 37.

¹³ Jmf. Samuelsson, m.fl., 2005, s. 39 samt prop. 1971:130, s. 12.

¹⁴ af Sandeberg, 2002, s. 58.

Ett sådant förbud kom först genom LVM. Det tidigare systemet fick utstå mycket kritik då en förutsättning för att systemet med negativ publicitet skulle fungera var att massmedia uppmärksammade det i tillräckligt hög grad och att det av aktörerna ansågs vara skamfyllt, något som inte inträffade.¹⁵ Därför infördes LVM som innehöll två typer av förbud mot insiderhandel.

Det första förbudet var det så kallade ”take over-förbudet” som avsåg situationer där en fråga eller beslut om offentligt erbjudande av aktier i ett aktiemarknadsbolag till en vidare krets hade väckts. Det andra förbudet, det så kallade ”allmänna insiderförbudet” träffade personer med insynsställning i det bolag som handeln avsåg. Förbuden gällde i princip endast för personer med viss anknytning till det företag som informationen avsåg, bl.a. omfattades styrelseledamöter, verkställande direktörer, revisorer och andra befattningshavare samt arbets- och uppdragstagare hos den juridiska personen, aktiemarknadsbolaget eller moderbolaget.¹⁶ Vidare omfattades aktieägare med ett aktieinnehav motsvarande minst 5 procent av rösterna eller aktiekapitalet¹⁷.

Syftet med förbuden var att förhindra dessa personer från att köpa eller sälja aktier för egen eller annans del, eller råda andra till sådan handel när personen kände till ännu inte offentliggjorda omständigheter som väsentligt skulle påverka aktiekursen när den blev allmänt känd. Det gjordes här en åtskillnad mellan sådana upplysningar som lämnas i årsredovisning, delårsrapport eller årsbokslut och andra upplysningar. I det första fallet krävdes endast att upplysningen var ägnad att väsentligt påverka kursen på aktien medan det i andra fallet krävdes att upplysningen skulle vara uppenbart ägnad att påverka aktiekursen.¹⁸ I och med denna reglering utvidgades tillämpningsområdet till att omfatta även andra värdepapper än aktier då det beslutades att värdepapper vars marknadsvärde bestämdes av samma faktorer som aktiekursen också skulle omfattas.¹⁹ Däremot innebar detta att räntekänsliga värdepapper undantogs och detta gällde även utländska värdepapper.²⁰

Förutom dessa två nya förbud beslutades det även att reglerna om anmälningsskydd från 1971 års lag skulle överföras till LVM utan några större förändringar.²¹ En relevant skillnad var dock att kretsen av personer som omfattades av anmälningsskyddet utvidgades till att omfatta samtliga personer som ansågs vara i insynsställning enligt lagens definition.²²

¹⁵ SOU 1984:2, s. 92.

¹⁶ Prop. 1984/85:157, s. 4.

¹⁷ Ibid.

¹⁸ Ibid, s. 5.

¹⁹ Samuelsson, m.fl., 2005, s. 42.

²⁰ Prop. 1984/85:157, s. 33.

²¹ Samuelsson, m.fl., 2005, s. 42.

²² Prop. 1984/85:157, s. 33-38.

LVM fick dock utstå viss kritik då regelverket ansågs vara för snävt. Definitionen av insiderinformation medförde att endast företagsspecifik information omfattades vilket innebar att marknadsinformation eller allmän information inte omfattades av regelverket. Effekten av detta blev att endast värdepapper som påverkades av företagsspecifik information täcktes av förbuden.²³ Dessutom förekom kritik mot att personkretsen som omfattades av förbudet var för snäv då den inte omfattade personer som normalt hade tillgång till sådan information som skulle kunna utnyttjas för insiderhandel, till exempel placerare och förvaltare på finansiella institutioner.²⁴ Eftersom den svenska börsen vid denna tid hade utvecklats till en stor börs ansåg regeringen att utlandets och allmänhetens förtroende för börsen behövde skärpas.²⁵

2.3.2 IL

Under slutet av 1980-talet inleddes slutligen arbetet med att i Sverige införa en renodlad insiderlag. Arbetet ledde fram till IL som kom att införas 1991 och i princip var en implementering av EU:s insiderdirektiv från 1989, detta trots att Sverige inte blev medlem i EU förrän 3,5 år senare. I och med införandet av denna lag och efterföljande lagändringar skedde ett flertal väsentliga förändringar av insiderregleringen.

Till att börja med så utökades den personkrets som träffades av regelverket.²⁶ Det gjordes en indelning mellan primära och sekundära insiders samt tipsmottagare. Med primära insiders avsågs personer som hade anställning, uppdrag eller annan befattning som normalt innebar att de fick kunskap om omständigheter som var relevanta för aktiekursen och som ännu inte offentliggjorts. Med sekundära insiders avsågs personer som ägde aktier i ett bolag och erhållit information eller kunskap om det aktuella bolaget. Slutligen kategoriserades tipsmottagare som personer som erhållit information från en primär eller sekundär insider eller som på annat obehörigt sätt kommit honom tillhanda.

Genom en lagändring 1997 utvidgades handelsförbudet till att inkludera samtliga värdepapper.²⁷ Vidare infördes ett förbud mot korttidshandel av aktier för uppdragstagare och ledande befattningshavare. Förbudets påföljder bestämdes till administrativa sanktioner och i samma lagändring övergick även anmälningskravet från straffrättsliga sanktioner till administrativa påföljder.²⁸ En annan relevant förändring i IL var att distinktionen mellan olika typer av information togs bort vilket ledde till att all information som var väsentligt kurspåverkande täcktes in av förbudet.²⁹

²³ af Sandeberg, 2002, s. 60.

²⁴ SOU 1989:72, s. 177.

²⁵ af Sandeberg, 2002, s. 59.

²⁶ Prop. 1990/91:42, s. 42-45.

²⁷ Prop. 1995/96:215, s. 30 ff.

²⁸ Prop. 1995/96:215, s. 46 ff.

²⁹ af Sandeberg, 2002, s. 62.

Även tillämpningsområdet för förbudsreglerna utökades till att omfatta all handel som förekommer på en organiserad marknadsplats. I samband med införandet av IL infördes även hårdare straff. För att ansvar skulle utdömas krävdes att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden skulle påverkas. Avseende anmälningsskravet så överfördes även detta till IL, om än med vissa förändringar. Till exempel höjdes procentsatsen för vilka aktieägare som skulle omfattas av kravet från 5 till 10 procent av aktiekapitalet eller rösterna i bolaget. VPC fick i uppdrag att föra ett register över gjorda anmälningar men 1993 övergick detta ansvar till den nya övervakande myndigheten Finansinspektionen.³⁰ Däremot hölls straffskalorna för underlåtenhet att följa anmälningsskravet oförändrade från LVM. Det bör också noteras att brottet otillbörlig kurspåverkan infördes i LHF under 1997.³¹

2.3.3 ISL och AnmL

Under tiden som handeln med finansiella instrument ökade kraftigt i Sverige ställdes högre krav på en fungerande och preventiv insiderlagstiftning. I det avseendet ansågs IL vara en otillräcklig och oklar reglering.³² För att den ska ha preventiv verkan måste det framgå för aktörerna att det föreligger en stor risk att en överträdelse upptäcks och att utredningarna handläggs snabbt.³³ Att ha både straffrättsliga och administrativa påföljder i en och samma lag visade sig vara en av orsakerna till att lagen ansågs förvirrande. Vid en senare revidering föreslogs därför att det istället skulle införas två lagar, en straffrättslig och en administrativ lag.³⁴ Detta skedde sedermera genom ISL och AnmL som infördes under 2001. Effekten av detta blev att anmälningsskyldigheten och förbudet mot korttidshandel placerades i AnmL med administrativa påföljder medan insiderbrottet med straffrättsliga sanktioner placerades i ISL.

En av de förändringar som genomfördes i samband med införandet av ISL var att en definition av vissa begrepp som exempelvis insiderinformation och finansiellt instrument infördes. Med begreppet insiderinformation avsågs information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument. Syftet med införandet av denna definition var att skapa större överensstämmelse med EU:s insiderdirektiv och allmänt språkbruk men innebar inte någon materiell ändring i förhållande till IL.³⁵

En annan väsentlig förändring var att förbudet mot otillbörlig kurspåverkan överfördes från LHF till ISL.³⁶ Vidare infördes det nya brottet obehörigt

³⁰ Prop. 1999/2000:109, s. 38.

³¹ Jmf. prop. 1995/96:215, s. 70-74.

³² Prop. 1999/2000:109, s. 40.

³³ Prop. 1999/2000:109, s. 40.

³⁴ af Sandeberg, 2007, s. 248.

³⁵ Prop. 1999/2000:109, s. 52.

³⁶ Ibid., s. 50.

röjande av insiderinformation.³⁷ Samtidigt infördes straffansvar för ringa brott och påföljden för insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan av normalgraden skärptes genom att böter togs bort från straffskalan.³⁸ Dessutom tilldelades grova brott egna rubriceringar i form av grovt insiderbrott och vårdslöst insiderförfarande.

Förändringarna som gjordes i anmälningsskravet genom AnmL var att tidsfristen för anmälan kortades ned avsevärt på grund av snabbare kommunikationsmöjligheter och det stora intresset av att information ska bli offentlig så fort som möjligt.³⁹ Förutom detta så utökades även kretsen av personer som omfattades av anmälningsskravet ytterligare i jämförelse med tidigare lagstiftning. Numera omfattades anställda eller uppdragstagare på ett värdepappersinstitut, börs eller auktoriserad marknadsplats som normalt kunde antas ha tillgång till icke offentliggjord information som kunde innebära en kurspåverkan för finansiella instrument.⁴⁰

2.3.4 MmL

Slutligen presenterades 2003 EU:s marknadsmissbruksdirektiv, och i förbindelse med den svenska implementeringen beslutades det att ISL skulle ersättas med MmL.

I samband med dess införande gjordes även ett flertal förändringar, bland annat ett ansvar för Ekobrottsmyndigheten att inleda utredningar om marknadsmissbruk tidigare än vad som gällde innan lagens införande, en viss utvidgning av straffansvaret och att brottet otillbörlig kurspåverkan ersattes av det vidare begreppet otillbörlig marknadspåverkan.⁴¹ Det gjordes även vissa ändringar i AnmL genom att förbudet mot korttidshandel ersattes med ett generellt förbud för vissa personer med insynsställning att handla med finansiella instrument 30 dagar före en delårsrapport.⁴² Det infördes också ett krav på vissa företag att föra register över vilka personer som har tillgång till insiderinformation. Reglerna i MmL och AnmL tillämpas än idag om än med vissa förändringar sedan bestämmelsernas införande och kommer presenteras mer utförligt nedan.

³⁷ Prop. 1999/2000:109, s. 54.

³⁸ Ibid.

³⁹ Ibid., s. 63 f.

⁴⁰ Ibid., s. 70 f.

⁴¹ Jmf. prop. 2004/05:142, s. 58, 68 och 105.

⁴² Ibid., s. 147.

2.4 Insiderreglernas utveckling i EU

2.4.1 Översikt

Inom EU uppmärksammades problemen med insiderhandel redan genom Segrérapporten som presenterades 1966.⁴³ Rapporten föreslog att en reglering av bolagsledningars handel med egna värdepapper skulle införas. På detta sätt skulle man undvika situationer där information som skulle kunna utnyttjas på värdepappersmarknaden missbrukas av de ledande befattningshavarna. Kommissionen presenterade sedermera ett förslag till reglering som bland annat innebar tystnadsplikt samt förbud mot korttidsaffärer. Vidare presenterades 1977 ett påbud med etiska regler vid värdepappershandel.⁴⁴ Det var dock först under 1980-talet som en våg av reformer skulle komma att genomföras vilket ledde till att flera europeiska jurisdiktioner införde lagar vars syfte var att förhindra insiderhandel.⁴⁵ Under denna tid var i princip samtliga jurisdiktioner eniga om att insiderhandel var en oacceptabel företeelse.⁴⁶ Som en effekt av detta inleddes under mitten av 1980-talet arbetet med att harmonisera insiderreglerna vilket resulterade i att insiderdirektivet infördes 1989.

2.4.2 Insiderdirektivet

Efter att Kommissionen 1987 presenterat en utredning antogs alltså insiderdirektivet 1989.⁴⁷ Sverige hade vid denna tidpunkt, trots att vi ännu inte var medlemmar i EU ett starkt intresse av att följa utvecklingen i Europa. Som ett led i detta arbetade Sverige för att möjliggöra en bred enhetlig marknad för finansiella instrument. Insiderdirektivet kom därför att ligga till grund för den svenska insiderlagstiftningen i form av IL som infördes 1991. Syftet var till stor del att uppnå ett förenklat regelverk samt en större överensstämmelse med insiderdirektivet.⁴⁸ Bestämmelserna i insiderdirektivet var utformade som minimiregler och innehöll en snäv avgränsning av värdepapper och den krets av personer som omfattades av förbudet.⁴⁹ Trots att det fanns möjlighet att utfärda strängare regler valde Sverige att inte göra det. Som nämnts ovan innebar införandet av IL ändå en utvidgning av förbudet mot insiderhandel jämfört med tidigare reglering.

⁴³ af Sandeberg, 2002, s. 55.

⁴⁴ Ibid.

⁴⁵ Samuelsson, JT häfte 1, 2003/04, s. 257.

⁴⁶ af Sandeberg, 2002, s. 35.

⁴⁷ Jmf. prop. 1990/91:42, s. 35 samt Rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 angående samordning av regler om insiderhandel.

⁴⁸ Prop. 1990/91:42, s. 41.

⁴⁹ af Sandeberg, 2002, s. 55-56.

2.4.3 Marknadsmisbruksdirektivet

Förändringar och utvecklingen på finansmarknaderna samt i EU-lagstiftningen medförde ett behov av en uppdaterad reglering av insiderhandeln. För att åstadkomma detta infördes år 2003 MmD. Detta regelverk var ett utav de första som infördes enligt den nya s.k. Lamfalussymodellen. Detta innebär att direktiv och förordningar antagna av rådet och parlamentet kompletteras av ytterligare rättsakter antagna av kommissionen samt rekommendationer från Esma.⁵⁰ Förutom MmD finns även tre genomförandedirektiv och en genomförandeförordning. I genomförandedirektiven återfinns bl.a. förtydliganden av begrepp, metoder och tidsgränser för offentliggörande av insiderinformation medan genomförandeförordningen innehåller detaljerade bestämmelser avseende i vilka situationer återköp av egna aktier i samband med återköpsprogram och stabiliseringsåtgärder är tillåtna.⁵¹

Syftet med MmD var enligt direktivets preambular att genom en effektiv och integrerad finansmarknad vårda de europeiska finansmarknadernas integritet. Ett viktigt sätt att göra detta på var genom att fastställa och tillämpa gemensamma standarder för bekämpning av marknadsmisbruk i hela EU. De olika medlemsstaternas reglering av insiderhandeln skilde sig vid den här tiden mycket åt och det fanns ett stort behov av harmonisering. Samtidigt uppmärksammades att en förutsättning för att åstadkomma ekonomisk tillväxt och välstånd var att allmänheten och investerare hade ett starkt förtroende för de finansiella marknaderna och att detta uppnås genom en stark reglering av området.

De främsta förändringarna som antogs genom införandet av MmD var dels en utvidgning av bestämmelserna i insiderdirektivet och dels en reglering av otillbörlig marknadspåverkan på europeisk nivå.⁵² En av de ändringar som genomfördes för att utöka bestämmelsernas räckvidd var att omfatta transaktioner som inte sker på marknadsplatser eller genom en yrkesverksam mellanhand. I MmD omfattas även transaktioner som utförs direkt mellan två parter.⁵³ Det bör dock uppmärksammas att det även skett en inskränkning av direktivets räckvidd i förhållande till insiderdirektivet genom att reglerna numera i stort sett endast gäller vid handel med aktier som är godkända för handel på en reglerad marknad och sådana finansiella instrument som är relaterade till sådana aktier.⁵⁴

Förutom att innehålla rena förbud innehåller regleringen även bestämmelser vars syfte är att förebygga insiderhandel. Dessa regler avser bland annat en skyldighet för en emittent av finansiella instrument att så tidigt som möjligt offentliggöra insiderinformation samt ett krav på vissa personer som yrkesmässigt handlar med finansiella instrument att anmäla misstankar om

⁵⁰ Prop. 2004/05:142, s. 37-38.

⁵¹ Ibid., s. 37.

⁵² Ibid., s. 36.

⁵³ SOU 2004:69, s. 48.

⁵⁴ Ibid, s. 49.

insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan.

I MmD tycks framgå att medlemsstaterna måste ha administrativa påföljder för marknadsmissbruk. I art. 14.1 föreskrivs att det ska säkerställas att ”lämpliga administrativa åtgärder kan vidtas eller lämpliga administrativa påföljder kan beslutas”. Vidare föreskrivs dock att detta endast ska ske utan att inskränka på medlemsstaternas möjligheter att föreskriva straffrättsliga sanktioner. En rimlig tolkning är att medlemsstaterna får ha straffrättsliga påföljder men också måste ha administrativa påföljder. Europaparlamentet fastslog dock att det i vissa länder inte är möjligt att tillämpa båda dessa påföljder vid sidan av varandra och att medlemsstaterna därför inte bör tillåtas att besluta om administrativa påföljder om det inte är förenligt med den nationella lagstiftningen.⁵⁵ I Sverige tolkades detta som att det stod medlemsstaterna fritt att själva välja påföljd.⁵⁶ Sverige har som framgår nedan valt att endast ha straffrättsliga sanktioner för de huvudsakliga bestämmelserna i MmL, insiderbrottet, röjandeförbudet och förbudet av otillbörlig marknadspåverkan. Däremot förekommer det administrativa sanktioner i vissa andra bestämmelser som t.ex. skyldigheten för insyns personer att anmäla aktieinnehav till FI.

En annan skillnad mellan MmD och det tidigare insiderdirektivet är kravet på att varje jurisdiktion ska utse en central behörig myndighet som ska ansvara för att medlemsstaten genomför de bestämmelser som inkluderas i MmD. Det nya direktivet innehåller även ett flertal bestämmelser vars syfte är att fungera preventivt och av utredningsunderlättande art vilket medförde förändringar för svensk del i VpmL och AnmL.⁵⁷

Införandet av MmD innebar inte några radikala förändringar för Sverige som bara några år tidigare hade infört ISL. Trots detta ansågs förslaget till ny lagtext medföra alltför omfattande förändringar till existerande lagtexten. Istället beslutades lagstiftaren därför att införa en helt ny lag i form av MmL.

⁵⁵ Jmf. parlamentets betänkande den 27 februari 2002.

⁵⁶ Landelius och Lycke, 2012, s. 20.

⁵⁷ Ibid., s. 17.

3 Regelverket idag

3.1 Insiderinformation

3.1.1 Legal definition

Som beskrivits ovan infördes en legal definition av begreppet insiderinformation i ISL och har sedan dess behållits i stort sett oförändrad. Definitionen har stor betydelse för det straffbara områdets omfattning eftersom tolkningen av begreppet kan vara avgörande vid bedömningen om en handling är straffbar eller ej.⁵⁸

Definitionen insiderinformation återfinns idag i 1 § MmL och beskrivs som sådan information om en icke offentliggjord eller allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument. Eftersom MmL är en implementering av MmD och ska tolkas i ljuset av EU-direktivet bör även art. 1 nämnas. Denna bestämmelse föreskriver att informationen ska vara av specifik natur och vara direkt eller indirekt hänförlig till emittenter av finansiella instrument eller finansiella instrument och som, om den offentliggjordes, skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument eller relaterade derivatinstrument. Detta innebär att begreppet omfattar varje form av information eller kunskap så länge den kan antas vara väsentligt prispåverkande.

Det har alltså ingen betydelse om den kurspåverkande informationen skulle vara företagsspecifik, marknadsspecifik eller allmänt kurspåverkande.⁵⁹ Det innebär däremot att information som grundar sig på spekulationer, åsikter hänförliga till allmänt känd information och rykten inte kan betraktas som insiderinformation, förutsatt att ryktena inte kommer från någon som normalt har tillgång till insiderinformation.⁶⁰ Informationen behöver heller inte vara kopplad till ett särskilt objekt (t.ex. ett bolag) utan kan avse allmänt kurspådrivande information.⁶¹ Det kan till exempel vara uppgifter om det allmänna ränteläget eller kunskap om en aktieägares framtida affärer som berör marknaden i stort. Sådan information kan beröra en viss marknad men helt sakna betydelse för en annan vilket kan innebära att informationen bedöms som insiderinformation för den förstnämnda.

⁵⁸ Prop. 1999/2000:109, s. 81.

⁵⁹ af Sandeberg, 2002, s. 22.

⁶⁰ af Sandeberg & Sevenius, 2008, s. 297.

⁶¹ Prop. 1999/2000:109, s. 82.

3.1.2 Offentliggörande eller allmänt känt

Information av sådan karaktär som nämns ovan upphör av förklarliga skäl att utgöra insiderinformation så snart den offentliggjorts eller blivit allmänt känt. En viktig fråga blir därför vid vilken tidpunkt detta inträffar. De två rekvisiten ”offentliggjord” och ”allmänt känt” är inte kumulativa utan alternativa.⁶² Skillnaden mellan de två är att det förstnämnda tar sikte på den medvetna handlingen som innebär ett offentliggörande medan det sistnämnda tar sikte på vilken vetskap allmänheten faktiskt har om en omständighet.

För att information ska vara offentliggjord måste den vara allmänt tillgänglig för vem som helst och fått en allmän spridning. Detta kan till exempel ske genom att informationen har kommit massmedia tillhanda, informationen har meddelats till en marknadsplats eller blivit en offentlig handling.⁶³ Det är även möjligt att offentliggöra informationen på en webbsida under förutsättning att det rör sig om en relativt välkänd och välbesökt sida.⁶⁴ Avgörande för bedömningen blir då hur stor besöksfrekvens som den aktuella webbsidan har. Enligt art. 6.1 i MmD som i svensk rätt har införts genom 11 kap. 6 § och 15 kap. 6 § i VpmL måste en emittent lämna relevant information till börserna samt offentliggöra sådana upplysningar om sin verksamhet och värdepapperen som är av betydelse för bedömning av kursvärdet på värdepapperen. Även i Stockholmsbörsens noteringsavtal uppställs krav på att emittenten så snart som möjligt måste offentliggöra information av sådan betydelse för kursvärdet.⁶⁵ Emittenten har dock i enlighet med 11 kap. 7 § och 15 kap. 7 § VpmL rätt att skjuta upp offentliggörandet under förutsättning att vissa krav är uppfyllda. Det ska föreligga godtagbara skäl och inte finnas risk för att allmänheten vilseleds. Dessutom måste emittenten säkerställa att informationen inte röjs under denna period. Vid det fallet att informationen lämnas ut och mottagaren inte omfattas av någon form av tystnadsplikt ska informationen omedelbart offentliggöras och överlämnas till värdepappersinstitutet.

Det räcker inte med att en begränsad krets känner till en omständighet, till exempel genom ett möte, utan informationen behåller i dessa lägen sin karaktär som insiderinformation. Effekten av detta blir att personer som deltagit på ett sådant möte men som kanske saknar anknytning till ett bolag ändå är förhindrade att utnyttja informationen.⁶⁶ För att information ska anses allmänt känt så krävs det att informationen är allmänt tillgänglig för alla och att alla kan söka upp den bland massmedia, bolagets uttalanden eller på något annat sätt.⁶⁷ Rekvisitetet måste tolkas utifrån legalitetsprincipen och syftet med straffbestämmelserna vilket är att bara undanta information

⁶² Samuelsson, m.fl., 2005, s. 187.

⁶³ af Sandeberg & Sevenius, 2008, s. 297.

⁶⁴ Prop. 2004/05:142, s. 66.

⁶⁵ Jmf. NASDAQ OMX Nordic Member Rules, Version 1.9 (1 februari 2013).

⁶⁶ af Sandeberg & Sevenius, 2008, s. 297.

⁶⁷ Prop. 1999/2000:109, s. 81.

som är utspridd till en sådan grad att den som innehar informationen inte längre kan utnyttja den på ett fördelaktigt sätt.⁶⁸

3.1.3 Väsentlig kurspåverkan

Redan vid införandet av 1985 års LVM aktualiserades frågan om vilken typ av information som kan anses påverka kursen för ett finansiellt instrument. En förutsättning för att informationen ska kunna anses vara kurspåverkande är att den inte är av försumbar art, det föreligger alltså ett krav på viss väsentlighet.⁶⁹ Lagstiftaren har valt att använda ett väsentlighetsrekvisit för att belysa vilken art, omfattning och förväntad effekt som en omständighet måste besitta för att klassificeras som insiderinformation.⁷⁰ Bedömningen är mycket svår att göra och har även inneburit bekymmer vid den praktiska tillämpningen av insiderreglerna.⁷¹

Det har länge i svenska förarbeten talats om att en bedömning av kurspåverkans väsentlighet inte kan fastslås genom en procentsats. Trots detta har det i dessa förarbeten länge ansetts att en tioprocentig förändring ska fungera som vägledning för vad som anses uppfylla väsentlighetsrekvisitet.⁷² Det är dock viktigt att uppmärksamma att väsentligheten inte ska bedömas utifrån en procentsats, utan även andra parametrar ska ges betydelse vid en sådan bedömning. En annan viktig aspekt vid bedömning av en handlings väsentliga betydelse för kursen är att effekten inte ska mätas utifrån den faktiska förändringen. Istället ska utgångspunkten vara den förväntade förändringen.⁷³ Detta framgår av art. 1.1 MmD och förklaras i art. 2.1 i det första genomförandedirektivet⁷⁴ som information som en förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut. Genom att se vilken effekt motsvarande information tidigare har haft på en aktiekurs kan den förväntade effekten bedömas.

I förarbetet till MmL uppmärksammas problemet med att den vägledande tioprocentiga kursförändringen har getts alltför stor betydelse. Problemet med en sådan lösning är att det råder alldeles för stora skillnader mellan olika marknader för att en fast gräns ska kunna tillämpas generellt.⁷⁵ Därför ska det istället tas hänsyn till ett flertal parametrar som exempelvis allmänna tendenser på marknaden och speciella egenskaper hos det aktuella finansiella instrumentet.⁷⁶ På detta sätt omfattar bedömningen sådana

⁶⁸ Samuelsson, m.fl., 2005, s. 189.

⁶⁹ af Sandeberg & Sevenius, 2008, s. 297.

⁷⁰ Elofson, m.fl., 2013, s. 24.

⁷¹ Ibid., s. 298.

⁷² Prop. 2004/05:142, s. 56.

⁷³ af Sandeberg & Sevenius, 2008, s. 298.

⁷⁴ 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.

⁷⁵ Prop. 2004/05:142, s. 56.

⁷⁶ Jmf. prop. 1990/91:42 s. 51 f, prop. 1995/96:215 s. 34 ff. samt prop. 1999/2000:109 s.

omständigheter som att en aktie har högt eller lågt värde, eller om marknaden normalt är föremål för större förändringar.⁷⁷

En annan viktig fråga som uppkommer vid bedömningen om information uppfyller väsentlighetsrekvisitet är när den kan anses uppnå väsentlig karaktär som innebär att förbudet i marknadsmissbruksreglerna aktualiseras. När informationen endast är spekulativ får utgångspunkten för bedömningen av dess väsentlighet vara sannolikheten för att dess innehåll kommer inträffa samt vilken betydelse detta kommer få för bolaget med beaktande av företagets övriga aktiviteter.⁷⁸ Innebörden av detta är att information som endast är spekulativ inte uppfyller kravet på väsentlighet. Detta sker först när betydelsen av informationen på något sätt kan konkretiseras.

3.2 Insiderbrotten

3.2.1 Allmänt

I 2 § MmL föreskrivs att insiderbrottet innehåller tre svårighetsgrader. Förutom brott av normalgraden återfinns även ringa brott i form av insiderförseelse samt grovt insiderbrott. Vid bedömningen av brottets svårighetsgrad ska samtliga omständigheter i fallet ges betydelse.⁷⁹ Exempel på sådant som kan ges betydelse vid bedömningen är gärningspersonens ställning i bolaget eller finansinstitutet, vinsten eller förlustbegränsningens storlek genom affären, affärens omfattning och insiderinformationens art.⁸⁰

Första stycket i bestämmelsen innehåller två typer av förbud, dels ett handelsförbud och dels ett rådgivningsförbud. Som behandlats ovan spelar det i MmL, till skillnad från tidigare lagstiftning, ingen roll vem som får insiderinformation. Oavsett vem personen är så kan han eller hon dömas för insiderbrott om det föreligger en överträdelse av något av dessa förbud. Detta innebär alltså att ingen som förfogar över insiderinformation får utföra en transaktion hänförlig till informationen.⁸¹

Denna lösning skiljer sig dock från MmD där art. 2.1 a och c förbjuder personer som förfogar över insiderinformation, som till exempel ledande befattningshavare eller anställda, från att utnyttja insiderinformation vid handel med finansiella instrument. Vidare föreskrivs i art. 4, att även andra personer som har insiderinformation omfattas av förbudet att utnyttja sådan information om de insett eller bort inse att det var insiderinformation.

53.

⁷⁷ Prop. 2004/05:142, s. 56.

⁷⁸ Samuelsson, m.fl., 2005, s. 194.

⁷⁹ Prop. 1999/2000:109, s. 55.

⁸⁰ Jmf. prop. 1999/2000:109, s. 55 samt Samuelsson, m.fl., 2005, s. 229-230.

⁸¹ Prop. 2004/05:142, s. 57.

De ovan nämnda lösningarna innebär en fundamental skillnad mellan MmL och MmD. I den svenska lagen förbjuds alla med tillgång till insiderinformation från att handla med aktier som är kopplade till informationen, den så kallade förfogandemodellen.⁸² Detta kan jämföras med den utnyttjandemodell som direktivet innehåller vilket innebär ett förbud mot att utnyttja insiderinformation vid handel med relevanta finansiella instrument. För svensk del ansågs förfogandemodellen vara betydligt mer effektiv ur bevishänseende genom att åklagaren inte behöver visa att en handling motiverats av innehavandet av insiderinformation.⁸³ Trots detta behöver domstolen visa på uppsåt hos den tilltalade. En utgångspunkt är att endast den som förstår betydelsen av sin gärning kan dömas för uppsåt.⁸⁴ För insiderbrottens del framgår av tidigare förarbeten att det inte räcker att konstatera att han eller hon fått insiderinformation, utan måste även visas att gärningspersonen tillskrivits insikt om informationens innebörd på samma sätt som domstolen.⁸⁵

Att den svenska modellen skiljer sig från de bestämmelser som återfinns i MmD har accepterats av EU då lösningen förankrades genom ett avgörande i EU-domstolen. I detta avgörande konstaterades att det är tillräckligt att en person förfogar över insiderinformation för ansvar. Det uppställs därmed inget krav på åklagaren att visa att personen även utnyttjat informationen vid handel med finansiella instrument.⁸⁶ EU-domstolen fastslog vidare att en sådan lösning kräver att vissa undantag införs för situationer som normalt inte innebär något missbruk av insiderinformation. Detta för att förbudet inte ska bli överinklusivt och på så sätt hämma marknaden. Det svenska regelverket innehåller dock redan sådana undantag genom 5 § MmL.

Straffskalan för insiderbrott enligt 2 § MmL är högst två års fängelse för brott av normalgraden och böter eller fängelse i upp till 6 månader om brottet bedöms som ringa. Slutligen ger grovt insiderbrott fängelse i minst 6 månader och som mest 4 år.

3.2.2 Uppsåt och oaktsamhet

För insiderbrott krävs uppsåt. Det uppställs dock inget krav på avsikts uppsåt, utan det räcker att visa att gärningspersonen har haft antingen insiktsuppsåt eller likgiltighetsuppsåt.⁸⁷ Visserligen kan det ändå vara av intresse att utreda om den som utfört gärningen hade avsikt då det normalt innebär ett högre straffvärde. Däremot bör det uppmärksammas att

⁸² Jmf. Knuts, 2011, s. 688.

⁸³ Prop. 2004/05:142, s. 58-59.

⁸⁴ Sjöblom, SvJT 2012, s. 397.

⁸⁵ Samuelsson, m.fl., 2005, s. 185.

⁸⁶ Jmf. Spector-målet, mål C-45/08: Domstolens dom (tredje avdelningen) av den 23 december 2009 (begäran om förhandsavgörande från Hof van Beroep te Brussel, Belgien).

⁸⁷ Sjöblom, SvJT 2012, s. 396.

insiderbrotten även omfattar ett oaktsamhetsbrott i form av vårdslöst insiderförfarande som behandlas nedan.

3.2.3 Handelsförbudet

Det första förbudet är det som benämns handelsförbudet och återfinns i 2 § 1 st. 1 men. MmL. Enligt denna bestämmelse förbjuds personer som får insiderinformation från att, för egen eller annans räkning, genom handel på värdepappersmarknaden förvärva eller avyttra sådana finansiella instrument som informationen rör. Med handel på värdepappersmarknaden avses handel vid en reglerad marknad, organiserad marknadsplats eller genom någon som yrkesmässigt bedriver sådan verksamhet. Detta framgår av definitionen i 1 § MmL men utvidgas genom 6 § till att också omfatta finansiella instrument inom EES.

Det bör noteras att lagstiftaren valt rekvisitet ”*får*” istället för att använda sig av det något bredare ”*har*”. På så sätt avgränsas tillämpningsområdet och transaktioner som utförs med vetskap om egna avsikter att förvärva eller avyttra finansiella instrument undantas från förbuden. Inte heller transaktioner som utförs på grundval av analyser baserade på allmänt tillgänglig information skulle då komma att omfattas av regleringen, något som lagstiftaren heller inte eftersträvade.⁸⁸ Detta innebär alltså att sådana uppgifter kan vara insiderinformation om de uppfyller begreppskriterierna men att de undantas från förbudet om de som utnyttjar informationen inte har fått den.⁸⁹ Det kan även ifrågasättas om vetskap om sina egna avsikter eller en analys av information kan anses utgöra ny information i rättslig bemärkelse.⁹⁰ Det går att argumentera för att dessa typer av transaktioner undantas redan genom definitionen av begreppet insiderinformation. Att ha vetskap om sina egna avsikter eller efter en analys av allmän information ha dragit vissa slutsatser utgör inte information enligt normalt språkbruk. Däremot skulle det röra sig om information när denna person delger någon annan dessa uppgifter.⁹¹ Effekten av detta blir att den förstnämnda personen inte anses ha fått insiderinformation men att den andre personen har det och därmed omfattas av handelsförbudet. Det bör i detta sammanhang även uppmärksammas att det i 2 § 3 st. MmL föreskrivs att vetskap om egen brottslig verksamhet omfattas av förbudet.

Handelsförbudet förhindrar fysiska personer från att handla för sin egen eller annans räkning. Ordalydelsen ”*för någon annan*” omfattar både fysiska och juridiska personer även om de sistnämnda inte kan påläggas straffansvar. Ett av syftena bakom detta är att undvika kringgåendeförsök och på detta sätt omfattas i praktiken även sådan handel som juridiska personer genomför av handelsförbudet.⁹² Sett till tidigare rättspraxis är det

⁸⁸ Prop. 2004/05:142, s. 59.

⁸⁹ Samuelsson, m.fl., 2005, s. 218.

⁹⁰ Ibid.

⁹¹ Ibid.

⁹² Prop. 1990/91:42, s. 43-44.

mycket vanligt att den tilltalade handlat å ett aktiebolags vägnar, och ofta har personen haft en tydlig koppling till bolaget.⁹³

Ett annat rekvisit av betydelse är kravet på att någon ska förvärva eller avyttra värdepapper. Detta förutsätter alltså att någon företagit aktiva åtgärder.⁹⁴ En följd av detta är att insiderinformation kan utnyttjas utan att innebära brott mot handelsförbudet. En sådan händelse kan exempelvis inträffa om en person avser att sälja värdepapper men innan försäljningen erhåller insiderinformation som när den offentliggörs kommer väsentligt påverka kursen. Om personen väljer att avyttra dem efter det att informationen blivit offentlig så rör det sig inte längre om insiderinformation och kravet på aktivt agerande uppfylls efter det att informationen bytt karaktär och det har därmed inte förekommit något brott mot förbudet.

3.2.4 Rådgivningsförbudet

Det andra förbudet benämns rådgivningsförbudet och framgår av 2 § 1 st. 2 men. MmL. Enligt denna bestämmelse gör personer sig skyldiga till insiderbrott om de får insiderinformation och genom råd eller på annat sådant sätt föranleder någon annan att förvärva eller avyttra sådana finansiella instrument som informationen rör genom handel på värdepappersmarknaden. Vad som avses med ”*råd eller på annat sådant sätt*” är inte helt enkelt att fastställa. Med råd avses vägledning som är sakligt förankrad och lämnas till en annan person för en bedömning huruvida han eller hon ska handla, antingen genom att förvärva eller genom att avyttra finansiella instrument. Det bör i detta sammanhang noteras att i de fall en person ger råd eller tips utan att lämna insiderinformation kan mottagaren inte dömas för uppsåtligt insiderbrott.⁹⁵ Däremot kan förbudet vårdslöst insiderförfarande aktualiseras.

Det är desto svårare att fastställa vilket handlande som kan likställas med råd. Det måste dock utifrån bestämmelsens utformning och allmänna straffrättsliga tolkningsgrundsatser konstateras att agerandet bör ligga mycket nära rådgivning.⁹⁶ Med grund i tidigare förarbeten är det möjligt att sluta sig kring att exempelvis tipsgivning är att likställa med rådgivning.⁹⁷

På samma sätt som i handelsförbudet har lagstiftaren för att begränsa tillämpningsområdet valt att endast omfatta personer som *får* insiderinformation och inte de som *har* sådan information. Liksom för handelsförbudet har detta dock ingen betydelse eftersom tillämpningsområdet redan begränsas av definitionen av begreppet

⁹³ Jmf. Samuelsson, m.fl., 2005, s. 220 och bl.a. Göta hovrätt, mål B 320/90 (1991-05-03), RH 1990:102 samt NJA 1994 s. 404.

⁹⁴ Samuelsson, m.fl., 2005, s. 221.

⁹⁵ Ibid., s. 225. Jmf. även avgörandet i Tivox-målet som behandlas nedan.

⁹⁶ Samuelsson, m.fl., 2005, s. 227.

⁹⁷ Jmf. bl.a. prop. 1999/2000:109, s. 83.

insiderinformation. Detta innebär att var och en som omfattas av handelsförbudet också omfattas av rådgivningsförbudet.⁹⁸ Däremot kan en person som mottar sådana uppgifter, om informationen uppfyller kraven för att definieras som insiderinformation, omfattas av både handelsförbudet och rådgivningsförbudet trots att uppgiftslämnaren inte omfattas av dessa förbud. Anledningen till detta är att uppgifterna för uppgiftsmottagaren blir insiderinformation medan avsikter och analyser inte kan definieras som information för uppgiftslämnaren.⁹⁹ Det bör dock noteras att personer som ger råd till någon annan om sina avsikter eller resultatet av sina egna analyser kan komma att träffas av röjandeförbudet som beskrivs i avsnitt 3.2.8.

Skulle den som ger råd samtidigt lämna insiderinformation och mottagaren agerar som en följd av detta genom att förvärva eller avyttra finansiella instrument så aktualiseras handelsförbudet eftersom mottagaren då fått insiderinformation och handlat därefter. Samtidigt gör uppgiftslämnaren sig skyldig till brott mot rådgivningsförbudet. Som beskrivits ovan behöver åklagaren inte visa att informationen legat till grund för handlandet och detta gäller både uppgiftslämnaren och uppgiftsmottagaren.

Som även nämnts ovan förutsätts det givetvis att det finns ett samband mellan rådet och de finansiella instrument som mottagaren sedan förvärvar eller avyttrar. Liksom i handelsförbudet förutsätts även att mottagaren företagit en aktiv åtgärd. Ett råd eller tips som leder till passivitet hos mottagaren, exempelvis genom att han avstår från att avyttra eftersom det finansiella instrumentet förväntas stiga i värde, omfattas inte av rådgivningsförbudet. Vidare krävs det att mottagaren agerar i linje med rådet för att brott mot rådgivningsförbudet ska anses föreligga, detta trots att övriga förutsättningar är uppfyllda.

3.2.5 Vårdslöst insiderförfarande

Regelverket avseende förbud mot insiderhandel innehåller även ett oaktsamhetsbrott i form av vårdslöst insiderförfarande som återfinns i 3 § MmL. Syftet med denna bestämmelse är att fånga upp de situationer där det inte är möjligt att fastställa uppsåt men där personen anses ha agerat oaktsamt. Till skillnad från tidigare lagstiftning föreligger inget krav på grov oaktsamhet för ansvar.¹⁰⁰ Däremot undantas ringa oaktsamhet från ansvar enligt bestämmelsens andra mening. Syftet med dessa förändringar var att anpassa den svenska regleringen till art. 4 MmD som fastställer att personer som insett eller borde insett att de besitter insiderinformation omfattas av förbuden.¹⁰¹

⁹⁸ Samuelsson, m.fl., 2005, s. 225.

⁹⁹ Ibid.

¹⁰⁰ Jmf. 6 § ISL.

¹⁰¹ Prop. 2004/05:142, s. 62.

För att kunna dömas för vårdslöst insiderförfarande förutsätts att två kriterier är uppfyllda. Till att börja med måste personen inneha insiderinformation som är hänförlig till de finansiella instrument som han eller hon förvärvat eller avyttrat. Vidare får han inte ha insett att det rörde sig om insiderinformation även om en normal och förnuftig person skulle ha insett eller borde ha insett detta under de givna omständigheterna.¹⁰² Vid en bedömning av oaktsamhet anses alla aktörer ha en viss undersökningsplikt vid mottagande av information av viss konkretion för att klargöra om informationen har offentliggjorts eller ej, även om det ställs högre krav på personer med stor erfarenhet och kunskap om värdepappersmarknaden.¹⁰³ Detta innebär i praktiken vissa problem eftersom det är svårt att dra en gräns för vilka grupper som ska omfattas av de högre kraven, speciellt när det rör enskilda personers kompetens.¹⁰⁴

I förarbetet till MmL anförs vidare att det mycket ofta måste anses oaktsamt, oavsett de personliga förutsättningarna, att använda sig av information som typiskt sett är insiderinformation utan att förvissa sig om att den har offentliggjorts.¹⁰⁵ Dock är det viktigt att se till omständigheterna hur personen fick tillgång till informationen. Brott mot vårdslöst insiderförfarande leder antingen till böter eller fängelse i upp till ett år. Anmärkningsvärt är att taket är högre för oaktsamhetsbrottet än för det uppsåtliga brottet insiderförseelse som endast kan leda till fängelse i högst 6 månader.

3.2.6 Försöksbrott

För att det svenska regelverket ska överensstämma med art. 2 i MmD har det i samband med införandet av MmL även förts in regler om försök till insiderbrott. I 4 § fastställs att en person som gör sig skyldig till försök till insiderbrott eller grovt insiderbrott ska dömas till ansvar. Detta innebär att det ringa brottet insiderförseelse undantas från försöksbestämmelserna. Reglerna om försöksbrott hänvisar till de allmänt tillämpliga försöksrekvisiten i 23 kap. BrB. Av 23 kap. 1 § BrB framgår att rekvisiten för försök till brott uppfylls om någon påbörjat utförandet av brottet utan att det har fullbordats. Vidare måste det ha förelegat fara för att brottet skulle fullbordats alternativt om faran var utesluten men det beror på tillfälliga omständigheter.

Frågan blir då vid vilken tidpunkt som ansvar kan anses infalla. Denna fråga behandlades även i förarbetena där det konstaterades att den tidpunkt när en person som innehar insiderinformation delger en mäklare order att förvärva eller avyttra finansiella instrument har han gjort allt som krävs för att brottet ska kunna fullbordas. Därför ansågs försökstidpunkten uppnått vid det

¹⁰² Jmf. stycke 18 i ingressen till MmD.

¹⁰³ Jmf. prop. 2004/05:142, s. 62 och prop. 1990/91:42, s. 103.

¹⁰⁴ Samuelsson, m.fl., 2005, s. 236.

¹⁰⁵ Prop. 2004/05:142, s. 62.

tillfället.¹⁰⁶ Vidare behandlas den situationen om mäklaren skulle stoppa transaktionen och det konstaterades då att detta som regel beror på tillfälligheter och därför inte ska påverka bedömningen av insiderns gärning. En annan sak är om gärningspersonen självmant tillbakaträder och därmed avbryter försöket. I sådana fall är gärningspersonen fri från ansvar i enlighet med 23 kap. 3 § BrB.

3.2.7 Undantag

Som beskrivits ovan har den svenska lagstiftaren i MmL valt ett regelverk som innebär att all handel som sker med finansiella instrument vid innehav av insiderinformation om dessa är förbjuden. På detta sätt undviks det komplicerade kravet på att visa att insiderinformationen verkligen utnyttjats vid transaktionen. En sådan lösning förutsätter dock att vissa undantag införs för att regleringen inte ska inkludera för mycket och omfatta sådana situationer där det normalt inte förekommer missbruk av insiderinformation.

Av denna anledning tas det i 5 § MmL upp en samling situationer som inte ska omfattas av insiderbrotten, trots att rekvisiten för insiderbrott är uppfyllda. Med utgångspunkt i lagens huvudsakliga syfte, att upprätthålla allmänhetens förtroende för marknaden, ansågs dessa typiskt sett inte utgöra skäl för ett förbud av handeln.¹⁰⁷ Som exempel på undantag kan nämnas situationer där en befattningshavare på ett företag som bedriver värdepappersrörelse och av en klient har fått i uppdrag att utföra ett förvärv eller avyttring av specifika aktier och samtidigt har insiderinformation hänförlig till dessa. I sådana fall får han fullgöra uppdraget trots att rekvisiten för insiderbrott är uppfyllda. En förutsättning är dock att det måste vara frågan om ett kunduppdrag.¹⁰⁸ Vidare krävs det att befattningshavarens arbetsuppgifter omfattar sådan skyldighet att handla med värdepapper för kunds räkning som undantaget avser.¹⁰⁹ Även i sådana situationer där ett företag till följd av avtal om att upprätthålla marknaden för ett finansiellt instrument får befattningshavaren utföra uppdrag trots innehav av insiderinformation. Det ska dock nämnas att befattningshavaren i dessa fall inte får utnyttja informationen. Detta innebär alltså ett avsteg från det normala förbudet och medför istället ett förbud att utnyttja informationen likt det som återfinns i MmD.¹¹⁰ Samma utnyttjandeförbud gäller även vid befattningshavares uppdrag om rådgivning eller förvaltning.

Ett annat undantag som kan nämnas är situationer där personen som innehar insiderinformation agerar på ett sätt som inte överensstämmer med informationen och därmed leder till en förlust. Till exempel innebär detta att om insiderinformationen visar att värdet på en aktie förväntas gå upp och

¹⁰⁶ Prop. 2004/05:142, s. 64.

¹⁰⁷ Samuelsson, m.fl., 2005, s. 251.

¹⁰⁸ Ibid., s. 252.

¹⁰⁹ Ibid., s. 253.

¹¹⁰ Prop. 2004/05:142, s. 60.

innehavaren istället väljer att sälja så undantas sådant agerande från insiderreglerna.

Förutom dessa exempel på undantag i 5 § MmL återfinns ytterligare undantag i 9 § MmL som förutom insiderbrotten även avser röjandeförbudet och brottet otillbörlig marknadspåverkan som presenteras nedan. Enligt denna bestämmelse undantas handel med egna aktier i återköpsprogram eller vid stabilisering av finansiella instrument. Detta undantag förutsätter dock att handeln följer de bestämmelser som uppställs i genomförandeförordningen¹¹¹. Motivet till detta undantag är enligt ingressen till MmD att sådana åtgärder kan vara legitima och ibland till och med önskvärda ur ekonomisk synpunkt.¹¹² För att undvika att bolag utnyttjar möjligheten till återköp för marknadsmissbruk har det införts omfattande upplysningskrav. Bolaget ska bland annat enligt AnmL anmäla affärer där egna aktier återköps. Dessutom finns ett förbud mot korttidshandel som också är avsett att förhindra marknadsmissbruk. Slutligen måste bolaget även anmäla innehav av egna aktier till börsen eller den auktoriserade marknadsplatsen och denna information ska offentliggöras i den utsträckning som bestäms av FI.¹¹³

3.2.8 Röjandeförbud

Förutom de förbud som behandlas ovan finns det ytterligare ett vars syfte är att förhindra att personer som har insiderinformation röjer denna information till andra. Förbudet framgår av 7 § i MmL och det förutsätts att den som delger någon annan informationen har gjort detta uppsåtligt och ska ha insett eller bort inse att det rörde sig om insiderinformation. Det har som utgångspunkt ingen betydelse vem det är som röjer informationen eller hur denne har kommit över den. Det anses dock föreligga ett högre aktsamhetskrav för personer med stor erfarenhet av marknaden.¹¹⁴ Vidare har det heller ingen betydelse om den som mottar informationen utnyttjar den för förvärv eller avyttring av värdepapper utan brottet har begåtts redan genom röjandet av informationen.¹¹⁵

Röjandeförbudet skiljer sig från de övriga förbuden på så sätt att även insiderinformation som man *har*, t.ex. vetskap om egna planer att handla med värdepapper, omfattas av förbudet.¹¹⁶ Det förutsätts dock att informationen uppfyller rekvisiten för insiderinformation och röjs till annan för att röjandeförbudet ska aktualiseras. Detta innebär att en person som inte

¹¹¹ 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.

¹¹² Jmf. prop. 2004/705:142, s. 87 och stycke 33 i ingressen till MmD.

¹¹³ Samuelsson, m.fl., 2005, s. 300.

¹¹⁴ Prop. 2004/05:142, s. 62.

¹¹⁵ Prop. 1999/2000:109, s. 83.

¹¹⁶ Jmf. Samuelsson, m.fl., 2005, s. 217-220, 268.

gjort sig skyldig till brott mot handelsförbudet eller rådgivningsförbudet ändå kan anses vara skyldig till brott mot röjandeförbudet.

Ett viktigt undantag från röjandeförbudet är situationer där röjandet sker som ett normalt led i fullgörandet av tjänst, verksamhet eller åligganden. I sådana fall är alltså röjandeförbudet inte tillämpligt. Vidare anses det inte vara ett brott mot röjandeförbudet att röja information som samtidigt blir allmänt känd. Som beskrivits ovan bör en fråga om information blivit allmänt känd bedömas utifrån syftet med förbudet, att ingen ska kunna utnyttja informationen för att göra fördelaktiga affärer. Straffet för en gärning som innebär brott mot röjandeförbudet är antingen böter eller fängelse i upp till ett år.

3.3 Otillbörlig marknadspåverkan

3.3.1 Allmänt

Redan 1989 framförde Värdepappersmarknadskommittén förslag om att ett nytt brott avseende otillbörlig kurspåverkan borde införas.¹¹⁷ Detta förslag avfärdades dock av regeringen som menade att det innebar oacceptabla svårigheter ur rättssäkerhetssynpunkt att sätta upp ramar för en sådan reglering.¹¹⁸ Problematiken med att ta fram en bestämmelse som var acceptabel gjorde att det dröjde många år efter det att behovet av lagstiftning hade identifierats till det att man kunde enas om en lydelse.¹¹⁹ Slutligen infördes dock brottet otillbörlig kurspåverkan i LHF och flyttades sedermera över till ISL.¹²⁰ Vid införandet av MmL ersattes brottet av det mer generella och vittsyftande brottet otillbörlig marknadspåverkan i 8 § MmL.¹²¹

Trots att värdepappershandeln, som nämnts ovan, har förekommit sedan lång tid tillbaka är åtgärder som på ett otillbörligt sätt påverkar kursen på värdepapper en förhållandevis ny företeelse som ökat kraftigt det senaste decenniet.¹²² Anledningen till detta kan på många sätt tillskrivas den tekniska utvecklingen. Brotten är oftast mycket avancerade och genomförs normalt av personer med mycket god kunskap om värdepappersmarknaden. Detta innebär att otillbörlig marknadspåverkan på vissa sätt kan vara svårare att påvisa än insiderbrotten.¹²³

Otillbörlig marknadspåverkan kan förekomma på flera sätt och innebär enligt 8 § MmL att en person agerar på ett sådant sätt som han eller hon inser är ägnat att otillbörligen påverka marknadspriset eller andra villkor för

¹¹⁷ Jmf. SOU 1989:72.

¹¹⁸ SOU 1994:68, s. 68.

¹¹⁹ af Sandeberg & Sevenius, 2008, s. 299.

¹²⁰ Jmf. SOU 1994:68 samt Ds 2000:4.

¹²¹ Samuelsson, m.fl., 2005, s. 274.

¹²² af Sandeberg & Sevenius, 2008, s. 294.

¹²³ Ibid.

handeln med finansiella instrument eller på annat sätt vilseleda köpare eller säljare av sådana instrument. Avsikten med denna bestämmelse är därför att förhindra åtgärder som syftar till att genom kurspåverkande åtgärder skapa fördelar för gärningspersonen eller annan.¹²⁴ Liksom för övriga förbud är avsikten med regeln att upprätthålla marknadens integritet och på så sätt stärka allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden.

Straffvärdet för brott mot otillbörlig marknadspåverkan är relativt högt.¹²⁵ Brotts av normalgraden leder till fängelse i högst två år medan det ringa brottet ger böter eller fängelse i upp till sex månader. Vid bedömningen om brottet ska anses vara grovt ska hänsyn tas till marknadspåverkans omfattning samt övriga omständigheter och leder till fängelse i mellan sex månader och fyra år.

3.3.2 Uppsåt och oaktsamhet

För ansvar räcker det liksom för insiderbrott att gärningspersonen inser att åtgärden har en direkt eller indirekt marknadspåverkan, det är inte nödvändigt att visa att det föreligger en avsikt att påverka priset.¹²⁶ Rekviritet ”*inser*” innebär att det till skillnad från ISL där det uppställdes krav på direkt uppsåt numera endast krävs likgiltighetsuppsåt för ansvar. I paragrafens andra stycke har det även införts en bestämmelse som innebär att straff kan utdömas även om det saknats insikt om åtgärdens påverkan på marknaden om personen som utfört gärningen *borde insett* detta.¹²⁷ Det räcker därmed att gärningspersonen agerat oaktsamt för att döma till ansvar.

3.3.3 Direkt och indirekt marknadspåverkan

I art. 1.2 MmD definieras begreppet otillbörlig marknadspåverkan. Det är enligt denna bestämmelse möjligt att dela in marknadspåverkan i två delar, dels direkt marknadspåverkan och dels indirekt marknadspåverkan.¹²⁸ Den första typen består av transaktioner och handelsorder vilka avser att påverka marknadspriset genom handel, det vill säga noterad köp- och säljkurs samt senast betald kurs.

Den andra typen sker genom informationsspridning och påverkan av handelsvillkoren genom att en person utan ett kommersiellt syfte utövar ett betydande inflytande över utbud och efterfrågan.¹²⁹ Detta kan ske på två sätt, antingen genom påverkan av handeln eller genom påverkan av informationsspridning. Skillnaden mellan dessa är att genom den förstnämnda kan omfatta exempelvis påverkan av utbudet eller efterfrågan

¹²⁴ af Sandeberg & Sevenius, 2008, s. 300.

¹²⁵ Ibid., s. 303.

¹²⁶ Samuelsson, m.fl., 2005, s. 277.

¹²⁷ Jmf. prop. 2004/05:142, s. 167.

¹²⁸ Prop. 2004/05:142, s. 69.

¹²⁹ af Sandeberg & Sevenius, 2008, s. 301.

medan den sistnämnda avser åtgärder som på annat sätt vilseleder köpare eller säljare. Den indirekta marknadspåverkan behöver till skillnad från direkt marknadspåverkan inte ske på värdepappersmarknaden.¹³⁰

3.3.4 Otillbörlighetsrekvisitet

I förbudet uppställs inga krav på faktisk marknadspåverkan, utan brottet anses fullbordat redan genom att en åtgärd är ägnad att otillbörligen påverka marknaden.¹³¹ Frågan är då vad som ska anses vara otillbörligt. Åtgärder av kursvårdande eller kursdrivande art kan ibland vara positiv och av denna anledning kan de vara tillåtna om vissa förutsättningar är uppfyllda. Om bolaget som genomför dem inte har otillbörliga avsikter samt informerar marknaden på vederbörligt sätt skulle de till exempel kunna genomföra kursstabiliserande åtgärder i samband med en börsintroduktion. Generellt är den stora majoriteten av de transaktioner som genomförs tillbörliga. Vad som avgör om en åtgärd är otillbörlig eller ej är främst om syftet bakom åtgärden är klandervärd.¹³² Lagmotiven och rättspraxis visar att en åtgärd som till det yttre framstår som ordinär ska anses otillbörlig om den syftar till att påverka kursen i någon riktning.¹³³ Varje sådan extraordinär åtgärd som syftar till att vara kurspåverkande bör kunna bedömas som otillbörlig. Emellertid är det viktigt att notera de undantag som omnämns i art. 1.2 a 2 st. MmD och som innebär att åtgärder som är godtagna av marknadspraxis och har legitima skäl inte ska anses otillbörliga. För svensk del ska denna bedömning göras av domstolen med stöd av godtagen praxis som enligt 18 § MmL kan offentliggöras av FI.¹³⁴

I art. 4 och 5 i det första genomförandedirektivet listas ett antal signaler som indikerar vilka åtgärder som kan bedömas som otillbörlig marknadspåverkan. Dessa ska fungera som ett stöd för medlemsstaternas domstolar men är inte på något sätt uttömmande och ska inte fungera som direkt vägledning för domstolarna.¹³⁵

3.3.5 Självregering

Marknadens självreglering har stor betydelse vid fastställande av gränserna för godtagbar marknadspraxis. I 13 kap. 6-7 §§ VpmL uppställs krav på börserna att införa ändamålsenliga regler som säkerställer att handeln sker i överensstämmelse med lag och andra författningar samt god sed på värdepappersmarknaden. Dessutom har FI utfärdat föreskrifter avseende

¹³⁰ Prop. 2004/05:142, s. 166-167.

¹³¹ af Sandeberg & Sevenius, 2008, s. 301.

¹³² Samuelsson, m.fl., 2005, s. 283-284.

¹³³ Jmf. Samuelsson, m.fl., 2005, s. 287, prop. 1995/96:215, s. 95 och Svea Hovrätt B 6675/00 (2001-10-30).

¹³⁴ Samuelsson, m.fl., 2005, s. 289.

¹³⁵ Jmf. prop. 2004/05:142, s. 69 och Samuelsson, m.fl., 2005, s. 285.

marknadsövervakning för bland annat börser, clearingorganisationer, värdepappersinstitut och bolag vars överlåtbara värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en handelsplattform.¹³⁶ Stockholmsbörsen har ålagt sina medlemmar att följa uppställda handelsregler för att motverka otillbörlig kurspåverkan.¹³⁷ Systemet fungerar därmed på så sätt att VpmL uppställer sanktioner för börsen om de inte uppfyller kraven samtidigt som börsen uppställer krav på sina medlemmar att följa de av börsen uppställda handelsreglerna. Även Svenska Fondhandlareföreningen har tagit fram omfattande riktlinjer som utgör en del av värdepappersmarknadens självreglering.¹³⁸

FI ansvarar för tillsynen av värdepappersmarknadens självreglering. Detta sker enligt 18 § MmL genom att FI ska undersöka den praxis som tillämpas och offentliggöra beslut om den är godtagbar. Detta ska sedan ge stöd vid bedömningen om en åtgärd ska anses otillbörlig vid tillämpningen av brottet otillbörlig marknadspåverkan. Till sin hjälp har FI en förteckning i art. 2 i tredje genomförandedirektivet som uppställer faktorer som ska beaktas, denna är dock inte uttömmande.

3.3.6 Medverkan

En placerare som vill utföra en åtgärd måste normalt gå genom en intermediär då han eller hon inte själv har direkt tillgång till handelssystemen och marknaderna.¹³⁹ Detta gör att ansvar för medverkan blir särskilt intressant i dessa fall. En naturlig fråga blir då till vilken grad en intermediär kan hållas ansvarig för att ha utfört uppdraget. En sak som står klar är att han eller hon åtminstone måste ha misstänkt att uppdragsgivaren uppsåtligen velat förändra kursen.¹⁴⁰ Vidare ska mellanhanden ha förhållit sig likgiltig till om misstanken stämmer. Skulle en intermediär ha en misstanke om att uppdragsgivaren avser att påverka kursen kan dessutom han eller hon anses vara oaktsam och intermediären kan då anses ha en undersökningsplikt för att undvika ansvar.¹⁴¹

3.3.7 Svindleri

Brottet otillbörlig marknadspåverkan i MmL är ett vidare begrepp än det tidigare brottet otillbörlig kurspåverkan enligt insiderstrafflagen och påminner närmast om brottsbalkens bestämmelser om svindleri i 9 kap. 9 § BrB.¹⁴² Enligt denna bestämmelse ska den som offentliggör eller sprider vilseledande information till allmänheten för att påverka priset på en vara,

¹³⁶ Jmf. Finansinspektionens författningssamling FFFS 2007:17.

¹³⁷ Jmf. NASDAQ OMX Nordic Member Rules, Version 1.9 (1 februari 2013).

¹³⁸ Jmf. <http://www.fondhandlarna.se/index.php/regler>.

¹³⁹ Samuelsson, m.fl., 2005, s. 296.

¹⁴⁰ Ibid.

¹⁴¹ Ibid., s. 297-298.

¹⁴² SOU 2004:69, s. 48.

värdepapper eller annan egendom dömas för svindleri. Detta innebär att framförallt situationer där indirekt marknadspåverkan har använts gör att det uppstår en konkurrens mellan brotten. I sådana situationer ska allmänna bestämmelser om konkurrens tillämpas vilket medför att svindleri ska tillämpas före bestämmelsen om otillbörlig marknadspåverkan. Anledningen till detta är att svindleri kräver direkt uppsåt till skillnad från förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan där det bara krävs likgiltighetsuppsåt. Dessutom är straffskalan för grovt brott högre vid svindleribrott.

3.4 Rapporteringsskyldighet och meddelarförbud

3.4.1 Rapporteringsskyldighet

För att lättare upptäcka marknadsmissbruk har det genom införandet av MmL i 10 § införts krav på rapportering av börser och auktoriserade marknadsplatser samt kredit- och värdepappersinstitut. Denna bestämmelse infördes för att anpassa regleringen till MmD samt första och andra genomförandedirektivet¹⁴³. Denna rapporteringsskyldighet innefattar ett krav på dessa aktörer att anmäla till FI om en transaktion kan antas antingen utgöra eller ha samband med insiderbrott eller otillbörlig marknadspåverkan. Transaktioner som tillsammans med annan information uppvisar indikationer på marknadsmissbruk ska anmälas även om transaktionen för sig verkar fri från misstanke.¹⁴⁴ När FI mottagit en anmälan ska denna i sin tur genast vidareändas till EBM. FI ska emellertid inte anmäla alla rapporteringar som inkommer till myndigheten. Enligt vad som framgår av 19 § MmL utför FI en första bedömning och vidareänder endast sådana rapporter där det finns anledning att anta att brott har begåtts till EBM. FI kan på eget initiativ eller efter tips inleda undersökningar av värdepappershandeln.¹⁴⁵ Enligt tidigare förarbeten som fortfarande anses relevanta fastslås att FI har fullgjort sitt ansvar när det framkommit om det finns skäl att göra en anmälan om misstänkt brott eller inte.¹⁴⁶ FI:s möjligheter till utredning är alltså oerhört begränsade. Det bör dock i detta sammanhang noteras att den rapporteringsskyldige inte har någon utredningsskyldighet.¹⁴⁷ EBM bär från början ansvaret för utredningen om brott har begåtts och fattar beslut om en förundersökning ska inledas eller ej. Tidpunkten för när FI ska anmäla sammanfaller med den tidpunkt då förundersökning ska inledas.¹⁴⁸ Detta innebär att FI och EBM måste ha ett

¹⁴³ 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 uppe intressekonflikter.

¹⁴⁴ Jmf. stycke 9 i ingressen till tredje genomförandedirektivet.

¹⁴⁵ <http://www.fi.se/Tillsyn/Statistik/Marknadsmissbruk/> (hämtad 2013-04-23).

¹⁴⁶ Prop. 1999/2000:109, s. 46-47.

¹⁴⁷ Samuelsson, m.fl., 2005, s. 307.

¹⁴⁸ Prop. 2004/05:142, s. 109.

mycket nära samarbete och FI ska bistå EBM i deras utredning genom bland annat kompetens, kunskap om marknaden och internationella kontakter.¹⁴⁹

För att detta system ska fungera krävs det att bolaget som utför sin skyldighet att rapportera misstänkta transaktioner inte ska kunna hållas ansvariga för att ha brutit mot någon form av tystnadsplikt. Därför har det i 12 § MmL införts en bestämmelse som innebär att om företaget hade anledning att räkna med att rapportering borde ske så kan det inte hållas ansvarig för att ha brutit tystnadsplikten, även om den vilar på kontraktuell grund. Detta gäller även företagets anställda och styrelseledamöter.

3.4.2 Meddelandeförbud

Från det att en aktör som omfattas av rapporteringsskyldigheten har rapporterat ett visst agerande är det av stor vikt att den anmälde inte ska kunna undanröja bevisning eller på annat sätt försvåra utredningen.¹⁵⁰ Av denna anledning föreskrivs i 11 § MmL att det företag som har rapporterat inte får röja för kunden eller någon utomstående att så har skett. Detta förbud omfattar även samtliga anställda och styrelseledamöter i det rapporterande bolaget.

3.4.3 Åsidosättande av rapporteringsskyldighet och meddelarförbud

Skulle någon av de rapporteringsskyldiga aktörerna brista i sin skyldighet att rapportera misstänkta åtgärder och detta har skett uppsåtligen eller av grov oaktsamhet ska aktören dömas till böter enligt 13 § MmL. Detta gäller även om aktören har brutit mot meddelandeförbudet. Exempel på åsidosättande kan vara att aktören underlåter att rapportera en misstanke om brott, eller att aktören medvetet frångått eller grovt försummat de normala rutinerna.¹⁵¹

3.4.4 Tillsyn

Enligt art. 11 i MmD ska varje medlemsstat utse en myndighet som ska utöva tillsyn över marknaden och se till att MmL följs. För svensk del har detta uppdrag tilldelats FI som enligt 16 § MmL ska utföra övervakningen. Som ett led i detta ansvar har FI även rätt att begära in de uppgifter av företag som behövs för att kunna fullgöra sitt uppdrag som tillsynsmyndighet. Detta fastställs genom en hänvisning i 16 § MmL till 6 kap. 1 a § LHF. Vidare ska FI i enlighet med 17 § MmL dessutom samarbeta med utländska myndigheter avseende bland annat

¹⁴⁹ Ibid., s. 108.

¹⁵⁰ Prop. 2004/05:142, s. 169.

¹⁵¹ af Sandeberg & Sevenius, 2008, s. 305.

utredningsarbete och utbyte av information. Detta kommer av art. 16 i MmD och syftet är att kunna utföra tillsyn över en finansiell marknad som blir alltmer internationell och ett djupgående samarbete mellan medlemsstaternas tillsynsmyndigheter är en viktig förutsättning för detta.¹⁵²

3.4.5 Insynsställning och insiderförteckning

Det är viktigt att skilja mellan personer med insynsställning och personer med tillgång till insiderinformation då de har olika innebörd och aktualiserar olika bestämmelser. Syftet med bestämmelserna är att förebygga fall av insiderhandel. Vidare stärks förtroende för kapitalmarknaden om företagen kan visa att de har kontroll över sin insiderinformation.¹⁵³

Med insynsställning avses personer som till följd av sin position typiskt sett har insyn i ett bolags verksamhet. Vilka personer som omfattas av begreppet föreskrivs i 3 § AnmL. Där framgår att bland annat styrelseledamöter, VD, befattningshavare, uppdragstagare och aktieägare omfattas av begreppet. Vidare omfattas andra personer i ledande befattningar eller med kvalificerade uppdrag som normalt medför tillgång till icke offentliggjord information som kan påverka kursen. Utöver detta föreskriver 5 § i AnmL att vissa närstående till dessa personer också omfattas av regleringen. Personer med insynsställning är enligt 4 § AnmL skyldiga att anmäla sitt innehav av aktier i det hänförliga bolaget till FI med undantag för vissa särskilda fall. Dessutom måste de anmäla förändringar i detta innehav. Även det noterade företaget ska enligt 6 § anmäla vilka personer som innehar insynsställning i deras bolag. Samtliga anmälningar sammanställs av FI till ett så kallat insynsregister.

Bestämmelserna om förande av insiderförteckning omfattar till skillnad mot reglerna om insynsställning personer som faktiskt har tillgång till insiderinformation. Av 10 a § i AnmL framgår att ett bolag som är noterat på en reglerad marknad ska föra en loggbok över vilka personer inom bolaget som har tillgång till insiderinformation. Tanken med denna förteckning är att dokumentera vilka som haft insiderinformation vid ett visst tillfälle. En fungerande reglering av förandet av loggbok fungerar både som styr- och kontrollinstrument genom att det framgår hur bolaget sköter insiderinformation internt och hur informationen sprider sig.¹⁵⁴

FI har det övervakande ansvaret för att företag följer de krav som ställs på rapportering av insynspersoner och förande av loggbok vilket framgår av 17 § AnmL. Vid brister i dessa åtaganden ska särskild avgift beslutas av FI. Trots detta har FI aldrig genomfört någon kontroll av företags efterlevnad av kraven på att föra loggbok.¹⁵⁵

¹⁵² Prop. 2004/05:142, s. 48.

¹⁵³ Elofsson, m.fl., 2013, s. 117.

¹⁵⁴ Ibid., s. 55-56.

¹⁵⁵ Ibid., s. 120.

4 Praxis

4.1 Insiderbrott

4.1.1 Begreppet insiderinformation

I Tivox-målet¹⁵⁶, som är ett av två mål som har avgjorts i HD sedan införandet av MmL, aktualiserades frågan vad som krävs för att information ska bedömas vara av sådan specifik natur att den kan klassificeras som insiderinformation. Bakgrunden var den att A.A. var adjungerad till styrelsen för TX. TX hade ett dotterbolag, TXA som T.L. hade ett större antal aktier i. Dessa två personerna kände varandra och T.L. visste att A.A. hade kopplingar till dessa bolag. I ett samtal dem emellan berättade A.A. för T.L. att han borde sälja av sitt aktieinnehav. T.L. följde denna uppmaning direkt och dagen efter försattes TXA i konkurs. Åklagaren valde på grund av det att väcka talan då man ansåg att T.L. hade fått insiderinformation av A.A. bestående av vetskap om att A.A. genom relationen till TXA haft insiderinformation och till följd av detta uppmanat T.L. att avyttra sitt aktieinnehav. Både HovR och HD kom dock fram till att så inte var fallet. Anledningen till detta var att rådet att sälja inte omfattades av begreppet insiderinformation som framgår av 1 § 1 st. MmL. HD anförde i domen att råd att förvärva eller avyttra finansiella instrument i sig inte utgör information om en omständighet som är ägnad att påverka priset på instrumenten och därmed inte kan vara insiderinformation. Det spelar i detta fall heller ingen roll om rådgivaren är en registrerad insider, som A.A. i detta fall var. Visserligen konstaterar HD att råd i vissa fall kan vara av sådan typ att de i praktiken även innebär att mottagaren får information om en omständighet av specifik natur och då rör det sig givetvis om insiderinformation. Detta torde omfatta sådana förhållanden där mottagaren förstår vilken omständighet av specifik natur som ligger bakom rådet.¹⁵⁷ Det är möjligt att här ifrågasätta den kontextuella tillämpningen som HD genom domen banar väg för. Det går dock inte att komma ifrån de omständigheterna att strafflagar enligt legalitetsgrundsatsen ska tillämpas strikt och att råd inte kan definieras som information på det sätt som krävs.¹⁵⁸ Resultatet av åtalet blev av denna anledning att T.L. friades från anklagelserna. Däremot dömdes A.A. för att ha brutit mot rådgivningsförbudet.

Vidare bör Biacore-målet¹⁵⁹ nämnas där talan om insiderbrott avsåg det amerikanska bolaget GE:s köp av Biacore. Svea hovrätt kom i detta fall fram till att åklagaren inte behöver visa vilken information som lämnats vidare utan det är tillräckligt att visa att insiderinformation faktiskt har

¹⁵⁶ NJA 2008 s. 292.

¹⁵⁷ Sjöblom, SvJT 2012 s. 390.

¹⁵⁸ Jmf. Sjöblom, SvJT 2012 s. 390.

¹⁵⁹ Svea hovrätt, mål B 7956-07 (2008-01-04).

lämnats vidare. Detta innebär alltså att åtalet kan anses styrkt även om det inte finns konkreta uppgifter om informationens innehåll, så länge det står klart att det var insiderinformation. HovR fann dock i detta fall att det inte var tillräckligt visat att förvärv av aktier grundats på insiderinformation eller att den som utförde köpet hade fått insiderinformation så att andra händelseförlopp kunde uteslutas. Fallet överklagades av riksåklagaren till HD och anförde bl.a. att det ofta är mycket svårt att bevisa att det förekommit kontakt mellan insidern och mottagaren av informationen då det oftast sker muntligen.¹⁶⁰ Det konstaterades dessutom att det skulle vara ännu svårare att bevisa exakt vilken information som har mottagits. Något prövningstillstånd meddelades dock inte.

Slutligen bör även Mobiclear-målet¹⁶¹ nämnas då detta är det andra målet med anknytning till marknadsmissbruk som tagits upp av HD sedan införandet av MmL. I målet stod S.B. åtalad för att ha köpt aktier i bolaget Mobiclear Inc. efter det att han mottagit insiderinformation från N.E.H. avseende en affär mellan bolaget och Forex Bank AB. S.B. åtalades för att ha brutit mot handelsförbudet i 2 § 1 st. MmL medan N.E.H. stod åtalad för brott mot rådgivningsförbudet i 2 § 2 st. Båda dömdes i TR i enlighet med åtalet men frikändes i HovR. S.B. friades på processrättslig grund eftersom gärningsbeskrivningen innehöll ett överskottsrekvisit i form av ett påstående om att han skulle ha fått informationen från N.E.H., trots att det i bestämmelsen inte föreligger något krav på att åklagaren ska visa var insiderinformationen kommer ifrån. Åklagaren lyckades dock inte styrka att informationen verkligen hade kommit från N.E.H. Talan mot N.E.H. ogillades i HovR till följd av att det aldrig påståtts att han fått insiderinformation. Fallet togs för S.B:s del nyligen upp i HD som fastställde domen i HovR.¹⁶²

4.1.2 Offentliggörande eller allmänt känd

Trots att frågan om när information har offentliggjorts eller blivit allmänt känd har stor betydelse för frågan om insiderbrott har begåtts så har den inte blivit föremål för någon egentlig domstolsprövning.¹⁶³ Däremot nämndes frågan i Biacore-målet som behandlas ovan. Runt 200 personer arbetade med uppköpserbudandet från GE på Biacore och rykten florerade om att bolaget som senare blev uppköpta skulle vara en uppköpskandidat. Domstolen konstaterade att rykten om ett uppköpserbudande inte var samma sak som ett offentliggörande av konkreta uppgifter om ett sådant erbjudande och fastslog att det inte innebar att informationen blivit allmänt känd innan den blev offentliggjord. Frågan i fallet var inte om ett stort antal personer kände till informationen och den därmed skulle anses allmänt känd utan frågan var istället om den information som var allmänt känd kunde

¹⁶⁰ Jmf. ÅM 2008/0368.

¹⁶¹ Göta hovrätt, mål B 3228-09 (2010-12-20).

¹⁶² Jmf. Högsta domstolens dom meddelad i Stockholm den 22 januari 2013, mål nr. B 380-11.

¹⁶³ Sjöblom, SvJT 2012 s. 392.

likställas med den som blev offentliggjord.

4.1.3 Väsentlighetsrekvisitet

Som beskrivits ovan krävs det för insiderbrott att informationen som utnyttjas ska vara ägnad att väsentligt påverka priset på ett finansiellt instrument. Vid denna bedömning räcker det för åklagaren att visa att informationen typiskt sett innebär en väsentlig påverkan, det krävs alltså ingen faktisk förändring på kursen. Frågan vad som utgör väsentlig kurspåverkan har behandlats i ett antal domstolsavgöranden.

I Tagmaster-målet¹⁶⁴ gjorde Svea hovrätt den bedömningen att information om en order på totalt 45 000 euro med möjlighet till fler affärer för ett bolag med en omsättning på 56 miljoner kronor skulle anses väsentligt påverka bolagets aktiekurs. I fallet hade bolagets styrelseordförande fått vetskap om ett pressmeddelande som senare skulle offentliggöras med ovanstående information. Med vetskap om dessa omständigheter förvärvade han 34 000 aktier för annans räkning. Dessutom förvärvade han 700 000 aktier av misstag då han skulle hjälpa två bolag med finansiering och aktierna av råkande registreras i hans namn. Styrelseordföranden dömdes i både TR och HovR för brott mot handelsförbudet genom köpet av de 34 000 aktierna. Vidare dömdes han för vårdslöst insiderförfarande för att förfarit oaktsamt i samband med köpet av de 700 000 aktierna. Påföljden blev villkorlig frigivning samt böter.

Samma bedömning gjordes i Ticket-målet¹⁶⁵ där en person som fått i uppdrag att filma bolagets årsstämma i förtid mottagit information som skulle presenteras på stämman. I detta meddelande framgick det att Tickets försäljning under första kvartalet av 2008 hade gått sämre än 2007 som var ett rekordår. Efter att ha fått denna information avyttrade han 24 000 av sina aktier i bolaget. Svea hovrätt som avgjorde fallet kom fram till att även denna information skulle anses uppfylla väsentlighetskravet och den tilltalade dömdes för insiderbrott. Även i detta mål blev påföljden villkorlig dom och böter.

I Eurocine-målet¹⁶⁶ ansågs information om att ett läkemedelsföretag som tillverkade vaccin hade drabbats av stora förseningar avseende ett nytt vaccin vara ägnad att väsentligen påverka bolagets aktiekurs. I detta fall stod två personer åtalade, dels för grovt insiderbrott i enlighet med 2 § MmL och dels för brott mot röjandeförbudet i 7 § MmL. Båda friades i tingsrätten men dömdes i Svea hovrätt, dock bör det noteras att istället för grovt insiderbrott utdömdes brott av normalgraden. Inget av dessa två rättsfall meddelades prövningstillstånd i HD.¹⁶⁷

¹⁶⁴ Svea hovrätt, mål B 6037-08 (2009-03-06).

¹⁶⁵ Svea hovrätt, mål B 4911-09 (2010-06-01).

¹⁶⁶ Svea hovrätt, mål B 422-09 (2010-11-17).

¹⁶⁷ Jmf. Högsta domstolens beslut i mål B 3100-10 (2010-09-08) samt B 5821-10 (2011-03-24).

Domstolen kom även fram till samma slutsats i Biacore-målet som behandlas ovan och InWarehouse-målet¹⁶⁸. Båda dessa fall avsåg information om framtida uppköp av samtliga aktier i ett bolag och detta ansågs utgöra väsentlig påverkan på priset. I det sistnämnda fallet dömdes de två tilltalade till villkorlig dom förenat med böter. Domen överklagades till HD som inte meddelade prövningstillstånd.¹⁶⁹

Ovanstående rättsfall har alla kommit till slutsatsen att väsentlighetsrekvisitet är uppfyllt. Frågan är dock inte given och det finns två fall från senare år där detta uppmärksammas, RH 2009:29 och B 7638-09¹⁷⁰. Båda dessa fall grundar sig på information om att bolaget Studsvik AB erhållit en muntlig accept på en offert om behandling av fyra ånggeneratorer från ett tyskt kärnkraftverk. H.J. och J.B. satt båda i styrelsen för Studsvik när affären presenterades och kort därefter förvärvade båda två aktier i bolaget, innan offentliggörandet av ordern. I det förstnämnda fallet stod H.J. åtalad för insiderbrott och HovR gjorde bedömningen att orderns värde och marknadens potentiella efterfrågan innebar att informationen uppenbart skulle betraktas som väsentligt påverkande. När det gällde bedömningen av den information som lämnades under styrelsemötet ansågs ordern i praktiken vara säkrad och informationen uppfyllde därmed väsentlighetskravet. Till skillnad från detta fall kom domstolen i B 7638-09 fram till en annan slutsats. Detta trots att domstolen i princip hade att utgå från samma omständigheter som i det tidigare fallet. Hovrätten tog istället fasta på uppgifter som visade att den muntliga accepten endast behandlats en kort stund på det långa mötet samt att bolagets VD vittnat om att han inte trodde att affären skulle bli klar förrän ca två månader senare och att det tidiga avslutet förvånat honom. Vidare fanns det konkurrerande bolag men att Studsvik inte skulle få ordern var osannolikt. Dessa omständigheter fick domstolen att konstatera att det förelåg viss ovisshet om affären skulle komma att genomföras och framförallt när den skulle kunna ske. Av denna anledning fastslog domstolen att informationen var ägnad att påverka aktiernas kursvärde men att det inte i väsentlig utsträckning och därmed ogillades talan. Målet överklagades till HD som inte meddelade prövningstillstånd.¹⁷¹

4.1.4 Uppsåtsbedömningen

Vid en genomgång av senare års praxis kan det konstateras att det inte är många av dem som tydligt behandlar uppsåtsbedömningen, även om det tydligt framgår att domstolen tagit ställning i frågan. Anledningen till detta är troligtvis att det genom åklagarens bevisning stått klart att den tilltalade insett att den aktuella informationen var ägnad att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument.

¹⁶⁸ Svea hovrätt, mål B 174-08 (2009-03-30).

¹⁶⁹ Jmf. Högsta domstolens beslut i mål B 2116-09 (2010-02-15).

¹⁷⁰ Svea hovrätt, mål B 7638-09 (2010-04-27).

¹⁷¹ Jmf. Högsta domstolens beslut i mål B 1276-08 (2009-04-30).

Två fall från senare år där bedömningen av gärningspersonens uppsåt har behandlats mer ingående är det första RH 2009:29 och Eurocine-målet. I det sistnämnda målet uttalade domstolen efter att ha konstaterat att den tilltalade fått insiderinformation att denne genom sin goda kännedom om aktiehandel varit medveten om att det rörde sig om insiderinformation och att uppsåtskravet därmed var uppfyllt. En liknande bedömning gjordes även i det förstnämnda målet där den tilltalades mångåriga erfarenhet av styrelsearbete och kunskaper om insiderregleringen särskilt lyftes fram.¹⁷²

4.1.5 Bevisning

I detta sammanhang bör Cevian-målet¹⁷³ och Aktietorgsmålet¹⁷⁴ som belyser svårigheterna med åklagarnas bevisföring nämnas. Cevian-målet har än så länge endast prövats i TR men är av stort intresse då det innefattar en av Sveriges största insiderhärvor. I centrum stod O.H. och A.H. men totalt sex personer åtalades. Insiderbrottet ska enligt åklagaren ha bestått av affärer i totalt 23 bolag. De båda tilltalade friades dock från insiderbrott och anledningen till detta var olika omständigheter men berodde huvudsakligen på att domstolen ansåg att åklagaren inte förmått presentera tillräcklig bevisning för att uppfylla det höga beviskravet som gäller för brottmål. Detta trots att åklagaren presenterat mycket omfattande bevisning i målet och förekomsten av anmärkningsvärda omständigheter som bland annat konstiga handelsmönster och kodade samtal genom kontantkortstelefoner. Det bör dock noteras att de två huvudpersonerna fälldes för grovt skattebrott och att målet kommer prövas i hovrätten.

Aktietorgsmålet avgjordes i Svea hovrätt under 2012 där en av ett flertal åtalpunkter var grovt insiderbrott. I centrum för åtalet var A.R. som tillsammans med B.H. stod åtalade för grovt insiderbrott. Totalt stod fyra personer åtalade i domstolsprövningen. Åklagaren menade att A.R. och B.H. gjort sig skyldiga till svindleri genom att sprida vilseledande uppgifter om bolaget NRS Technologies Ltd. Vidare hade de enligt åklagaren med vetskap om sin egen brottslighet samt insiderinformation om de rätta förhållandena i bolaget avyttrat ett stort antal aktier i bolaget. Den huvudsakliga åtalpunkten i målet rörde frågan om de tilltalade gjort sig skyldiga till svindleri och åklagaren misslyckades i detta fall med att styrka att så var fallet. Eftersom de tilltalade inte ansågs ha gjort sig skyldiga till brottslig verksamhet kunde de heller inte fällas för insiderbrott genom insiderinformation som består i vetskap om egen brottslighet. Slutligen fastslog domstolen utan vidare förklaring att åklagaren heller inte lyckats visa att A.R. och B.H. skulle ha haft tillgång till information som inte var offentliggjord eller allmänt känd och som var avsedd att väsentligt påverka kursen. Båda två friades således från anklagelserna om insiderbrott.

¹⁷² Jmf. även Svea hovrätts mål B 2080-06 (2007-09-13) där den tilltalade till följd av sin befattning måste ha insett att det rörde sig om insiderinformation.

¹⁷³ Stockholms tingsrätt, mål B 11287-07 (2010-06-01).

¹⁷⁴ Svea hovrätt, mål B 1317-11 och B 919-12 (2012-05-11).

4.2 Otillbörlig marknadspåverkan

4.2.1 Otillbörlighetsbedömningen

Vid en genomgång av de rättsfall som förekommer avseende otillbörlig marknadspåverkan kan det konstateras att de flesta rör situationer där den tilltalade utfört affärer med sig själv. Detta kan till exempel ske genom att den tilltalade har tillgång till flera aktiedepåer och köper och säljer aktier emellan dessa depåer. Det kan också ske genom att den tilltalade har tillgång till en närståendes aktiedepå eller utnyttjar ett eget bolag. En annan möjlighet är att göra som den tilltalade i RH 2012:85. I detta fall hade C.A. en aktiedepå och en kapitalförsäkringsdepå. Under drygt ett halvår köpte och sålde han aktier mellan dessa depåer vid ett flertal tillfällen. Enligt den tilltalade berodde åtgärderna dels på feltryckningar på datorns tangenter och dels på korrigeringar när han blivit överbelånad på någon av depåerna. Vid tingsrättens bedömning av åtgärdernas otillbörlighet konstaterades att dagsvolymen i de flesta fall understigit 5 procent och att de få tillfällen den överstigit 5 procent så har de inte varit ägnade att vilseleda marknaden. Transaktionerna ansågs vara för små för att det skulle föreligga risk för otillbörlig marknadspåverkan. Hovrätten konstaterade dock att det inte kan uppställas ett krav på att en transaktion eller serie transaktioner ska innebära en konkret risk för marknadspåverkan för att de ska anses ägnade att påverka marknadspriset. Istället anser hovrätten att utgångspunkten bör vara att transaktioner på värdepappersmarknaden är ägnade att påverka marknadspriset. Exempel på sådana situationer där transaktionen inte kan anses ägnad att påverka marknadspriset är om priset är obetydligt. Hovrätten konstaterade därmed att de åtgärder som C.A. utfört har utgjort egenhandel och de har heller inte utgjort godtagbar marknadspraxis vilket innebär att de ska bedömas vara otillbörliga.

En liknande situation förelåg i Betting-målet¹⁷⁵ i vilket P.H. hade en aktiedepå och en kapitalförsäkringsdepå och utnyttjade dessa för att höja kursen i bolaget Betting Promotion Sweden AB. Hovrätten konstaterade att P.H. kontrollerade de båda depåerna och därför gjort sig skyldig till egenhandel. Domstolen konstaterade vidare att hans agerande stod för en stor del av dagsomsättningen samt skett under ett kort tidsintervall och därför varit ägnade att otillbörligt påverka marknaden. P.H. hade i sitt försvar anfört att åtgärderna utförts av skatteskäl men domstolen menade att sådana skäl inte innebär några hinder mot att utdöma ansvar för otillbörlig marknadspåverkan.¹⁷⁶

Även i NVP-målet¹⁷⁷ rörde frågan handel mellan depåer. I detta fall hade B.E. utnyttjat sin brors depå för att utföra transaktioner med sina egna.

¹⁷⁵ Svea hovrätt, mål B 5494-11 (2013-04-14).

¹⁷⁶ Jmf. prop. 2004/05:142, s. 72 och RH 2005:14.

¹⁷⁷ Svea hovrätt, mål B 2235-12 (2012-11-08).

Genom en fullmakt fick B.E. disponera över broderns depå och ska då vid 10 tillfällen ha utfört egenhandel. Domstolen konstaterade att det inte hade någon betydelse att den ena depån tillhörde någon annan utan det avgörande är att den tilltalade har kontroll över den. Agerandet utgjorde således otillbörlig marknadspåverkan och mannen dömdes till villkorlig frigivning och böter.

Wiking-målet¹⁷⁸ är det enda avgörandet som har beviljats prövningstillstånd i HD.¹⁷⁹ Bakgrunden till åtalet var att R.B. för bolaget Sawann Invest AB köpt aktier i bolaget Wiking Mineral AB vid 18 tillfällen under 46 minuter och genom detta stått för 51,6 procent av handeln i aktien den aktuella dagen. Åklagaren menade att syftet med agerandet var att driva upp kursen på aktierna. Mannen hade bland annat köpt 1000 aktier till ett pris som låg 80 procent över senast fastställda betalkurs vilket ansågs så klandervärdt att affären makulerades av Aktietorget. Att mannen i denna affär endast accepterat en säljorder hade enligt tingsrätten ingen betydelse. Den tilltalade förklarade sitt beteende med att han under fem år köpt aktier i bolaget och har haft för avsikt att långsiktigt öka sitt innehav av aktier i bolaget vilket därför inte skulle bedömas vara otillbörlig marknadspåverkan. Trots denna förklaring konstaterade både tingsrätten och hovrätten att agerandet var otillbörligt men målet kommer således prövas av HD.

I Spelinvest-målet¹⁸⁰ hade M.T. stått för 40 procent av handeln i bolaget PSI Spelinvest AB och därmed höjt aktiekursen med 177 procent. Det var dessutom anmärkningsvärt att alla transaktioner skett under handelns sista timme på börsårets sista dag och att aktiekursen under den aktuella månaden legat långt under vad M.T. var villig att betala. M.T. hade tidigare köpt aktier i bolaget till en högre kurs men han kunde inte lämna någon förklaring till varför han vidtagit de åtgärder han stod åtalad för. Hovrätten konstaterade även att transaktionerna skulle ses i ett sammanhang. Agerandet kunde enligt domstolen heller inte anses förenligt med godtagen marknadspraxis varför hans agerande ansågs ägnat att påverka marknaden på ett otillbörligt sätt.

Ett lite äldre fall som utgör ett exempel på andra metoder som har utnyttjats för marknadspåverkan är Alfaskop-målet¹⁸¹. Detta var ett mycket invecklat fall där bakgrunden var att Alfaskop under hösten 1996 förvärvade samtliga aktier i bolaget Tegnären AB. Den största delen av köpeskillingen erlades genom kvittning mot nytgivna aktier i Alfaskop som börsnoterades i början av 1997 till introduktionskursen 70 kr. Förutom detta upprättades ett tilläggsavtal där Tegnären förband sig att återbetala 40 procent av mellanskillnaden vid en eventuell kursuppgång. R.P. ägde 60 procent av aktierna i Tegnären och var även styrelseledamot i bolaget. För att undvika en kursuppgång och minska det belopp bolaget skulle återbetala lade han en

¹⁷⁸ Svea hovrätt, mål B 8270-10 (2011-10-03).

¹⁷⁹ Jmf. Högsta domstolens meddelande om prövningstillstånd, mål B 4918-11 (2012-04-30).

¹⁸⁰ Hovrätten för västra Sverige, mål B 4516-10 (2011-11-15).

¹⁸¹ Svea hovrätt, mål B 6675-00 (2001-10-30).

stor mängd säljorder på olika nivåer. Ett sådant agerande gör det praktiskt taget omöjligt att höja kursvärdet. Åklagaren menade att den tilltalade genom dessa åtgärder gjort sig skyldig till det dåvarande brottet otillbörlig kurspåverkan. I tingsrätten friades emellertid R.P. då han som anledning till sitt agerande anförde att det var för att skydda sig mot eventuell otillbörlig kurspåverkan från den andra sidan. Tingsrätten ansåg att en sådan åtgärd inte kunde anses otillbörlig och att påverkan på marknaden endast var marginell. Målet överklagades till hovrätten som även kallade in en expert på området. Domstolen konstaterade då att den tilltalades åtgärder var ägnade att förhindra en kursuppgång och R.P. dömdes därför för otillbörlig kurspåverkan till böter.

4.2.2 Uppsåtsbedömningen

I fallet RH 2012:85 som behandlas ovan ansåg tingsrätten att den tilltalade inte insett otillbörligheten då det konstaterats att de flesta åtgärderna inte var ägnade att vilseleda marknaden. De ansåg dock att den tilltalade borde insett risken för att åtgärderna var otillbörliga, men att de tillfällen som detta skedde var så få att oaktsamheten inte kunde bedömas som särskilt kvalificerad. Tingsrätten valde därmed att fria den tilltalade från anklagelserna. Detta ändrades emellertid i hovrätten där det konstaterades att den tilltalade försörjde sig på aktiehandel och dessutom tidigare dömts för otillbörlig marknadspåverkan vilket tydde på att han hade full insikt om effekterna av sitt agerande. Vidare hade han undertecknat depåavtal och påmint vid samtal om förbuden mot egenhandel. Den tilltalade dömdes till villkorlig dom och böter. I det liknande Betting-fallet påstod den tilltalade att han inte förstått regelverket när han genomförde sina transaktioner och därför inte kunde anses ha handlat uppsåtligt eller av oaktsamhet. Hovrätten tog i detta fall fasta på den tilltalades erfarenheter som bland annat jurist, vd och styrelseordförande samt att han deltagit i utbildning om marknadsmisbruk. Även hans agerande vid transaktionerna visade att han varit medveten om risken att hans åtgärder skulle vilseleda marknaden. Domstolen fastslog därför att den tilltalade agerat med uppsåt och han dömdes därmed till villkorlig dom och böter.

I Wiking-målet som även det redogörs för ovan skilde sig domstolarnas bedömning åt gällande den tilltalades uppsåt. Tingsrätten ansåg inte att mannen agerat uppsåtligt men däremot oaktsamt då han borde insett att åtgärderna skulle komma att få marknadspåverkande följder. Hovrätten ansåg emellertid att den tilltalade agerat uppsåtligt. Enligt de omständigheter som framkom i målet fastslog hovrätten att åtgärderna var ägnade att påverka marknaden eller vilseleda köpare eller säljare. Åtgärderna kunde inte anses motiverade av marknadsmässiga skäl och var heller inte acceptabla enligt godtagen marknadspraxis. Syftet med åtgärderna måste enligt hovrätten från början ha varit att påverka aktiekursen. Då den tilltalade agerat med insikt om att det förelåg risk för att marknaden skulle påverkas samt att hans agerande var otillbörligt dömdes han till villkorlig

dom och böter. Som framkommit ovan är målet ännu inte avslutat då HD har meddelat prövningstillstånd efter den tilltalades överklagan.

Ett fall där domstolen fastslog att det inte förelåg uppsåt hos den tilltalade är Spelinvest-målet. Tingsrätten kom i detta fall fram till att då M.T. redan tidigare handlat aktier i bolaget till ett högre kursvärde kunde det inte anses styrkt att han haft insikt om sitt brottsliga förfarande. Emellertid ansåg tingsrätten att hans kunskap som jurist och civilekonom och handelns karaktär innebar att han borde ha insett detta. I hovrätten konstaterades därför att M.T. i vart fall hade agerat oaktsamt, men då åklagaren redan hade accepterat tingsrättens bedömning avseende denna fråga så saknade hovrätten anledning att pröva den tilltalades uppsåt. Påföljden blev därmed endast böter.

5 Ett fungerande regelverk?

5.1 Insiderbrott

Efter en genomgång av svensk praxis som är hänförlig till insiderbrott kan det konstateras att antalet domar på området är mycket få och endast ett litet antal av dessa har publicerats. För att få en bred bild av de svenska rättsreglernas praktiska funktion har det därför varit nödvändigt att beakta även opublicerade avgöranden.

Vid en kartläggning av praxis framstår det som att bevissvårigheterna är mer påtagliga vid insiderbrott än inom andra rättsområden. För åklagaren är det förstås svårt att lyckas bevisa, mot den tilltalades nekande, att han eller hon fått insiderinformation och dessutom har förstått betydelsen av sitt agerande. Dessutom omfattar kravet på uppsåt att omständigheten är ägnad att väsentligt påverka marknaden vilket betyder att åklagaren behöver visa att gärningspersonen måste ha värderat informationen på samma sätt som domstolen. Effekten av detta skulle i teorin kunna bli att det räcker att gärningspersonen visar att han eller hon inte har insett informationens kurspåverkande betydelse. En förklaring till dessa problem är det sätt som lagstiftaren valt att definiera insiderbrottet på. Förbudet mot insiderbrott innehåller flytande företeelser i brottsrubriceringen och en komplicerad konstruktion av regleringen gör det svårt för åklagare att bevisa att den tilltalade haft uppsåt motsvarande samtliga dessa företeelser. Den komplicerade brottsrubriceringen innebär dessutom att den tilltalades möjligheter att framställa en alternativ förklaring ökar vilket därmed minskar åklagarens möjligheter att få en fällande dom.

I vissa av de fall som behandlas ovan tycks dock frågor rörande den tilltalades insikt om den aktuella informationens insiderkaraktär inte föranleda några problem vid den rättsliga prövningen. Att gärningspersonen har haft kunskap om informationens betydelse har i dessa fall kunnat styrkas av åklagaren genom att påtala omständigheter som den tilltalades befattning, erfarenheter och kunskap om aktiehandeln. I vissa avgöranden förefaller det dessutom som att domstolens bedömning av informationens betydelse som väsentligt kurspåverkande inte behandlas i särskilt stor utsträckning. Två anledningar till detta kan vara att det dels är svårt att precisera vad som gör att specifik information är ägnad att väsentligt påverka ett finansiellt instrument och dels att det i vissa fall kan tyckas onödigt att behandla djupgående då det klart framgår, t.ex. genom att det senare visar sig att informationen hade stor betydelse för kursen efter det att den blivit offentliggjord eller blivit allmänt känd.

Med dagens regelverk kan en person som utför vissa åtgärder helt sakna kunskap om att den åtgärd som vidtas är brottslig. Det måste ur rättssäkerhetssynpunkt i ställas höga krav på tydlighet, särskilt när det gäller straffrättsliga bestämmelser. Detta är något som insiderbrottet inte gör idag.

Ett regelverk som inte uppnår kraven på tydlighet och som anses svårtillämpbar skadar de motiv som ligger bakom regelns tillkomst, nämligen att upprätthålla marknadens integritet vilket leder till att förtroendet för marknaden upprätthålls. Brotten behöver beskrivas på ett enkelt och tydligt sätt så att den som utför vissa åtgärder kan förutse konsekvenserna av sitt handlande.

Vidare visar senare års praxis att få mål leder till fällande domar. De få mål som lett till fällande domar tyder på en tandlöshet hos domstolen då i princip inget fall leder till kännbara domar i form av höga böter eller framförallt fängelsestraff. Den vanligaste påföljden tycks istället vara villkorlig frigivning och förhållandevis låga böter. Även den omständigheten att de tilltalade ofta är tidigare ostraffade och att det föreligger låg risk för senare brottslig verksamhet bidrar till de låga straffen. Antagligen är denna faktor något som tas i beaktande av en person som avser att begå insiderbrott då det tycks ge hög potentiell avkastning till låg risk. Att vinsten från insiderhandeln ska förverkas har förvisso en avskräckande effekt men trots detta måste det anses att påföljderna för denna typ av ekonomiska brottslighet är alldeles för tama för att ha den avskräckande effekt som krävs för denna typ av reglering.

Det kan dessutom konstateras att det förekommer brister i hur insiderinformation hanteras idag. Bestämmelserna avseende kravet på förande av loggbok övervakas av FI. Trots detta har det aldrig genomförts någon kontroll av bolags efterlevnad av dessa regler. Detta är ett problem då det krävs att noterade bolag i hög grad följer de krav som uppställts av lagstiftaren. Obefintliga kontroller leder till stora brister i förteckningarna när bolag exempelvis slentrianmässigt noterar alla personer inom en avdelning, trots att endast ett fåtal faktiskt har tillgång till insiderinformation. Sådant agerande leder till att loggböckerna blir helt otillförlitliga och bestämmelserna förlorar därför sitt syfte att förebygga insiderhandel. Det finns dessutom en stor okunskap hos de bolag som ska föra loggbok om dessa reglers innehåll och betydelse.¹⁸² Det krävs därför att FI börjar utöva sin tillsyn och utnyttjar sin möjlighet att tillämpa särskilda avgifter. Vidare krävs det att FI aktivt vägleder bolagen för att öka förståelsen för regelverket.

Ytterligare problem som återfinns i den svenska rättsordningen är de krav som ställs på domstolarna. Sett till senare års praxis är antalet mål om insiderbrott mycket få och bestämmelserna anses på många sätt svårtillämpade vilket innebär att det ställs höga krav på domstolen. Prövningen blir i de flesta fall komplicerad då de tilltalade som regel har mycket god kunskap om marknaden och dess olika aspekter. Även åklagaren har som regel god kunskap om marknaden då specialiståklagare från EBM ansvarar för samtliga brott av denna kategori och därmed har stor erfarenhet av denna typ av mål. Detta medför att det kan vara svårt för domstolen att värdera samtliga omständigheter som framkommer under

¹⁸² Jmf. Elofsson, m.fl., 2013, s. 66 ff.

rättegången och tillskriva dem adekvat betydelse. Att ställa sådana krav på domstolen kan på många sätt anses orimliga och kan även resultera i felaktiga domar. En lösning på detta skulle kunna vara inrättandet av en specialdomstol.

Vissa av de problem som behandlas ovan skulle kunna lösas genom att det straffrättsliga sanktionssystemet antingen ersätts av eller kompletteras med ett administrativt sanktionssystem. Detta skulle kunna innebära en lösning på bevisvärigheterna och de långa handläggningstiderna som föreligger. En svårighet med ett administrativt sanktionssystem skulle dock vara att det måste vara lätt att konstatera om en överträdelse har inträffat. Dessutom skulle ett sådant system kräva ett införande av strikt ansvar, vilket kan stå i strid med art. 6 EKMR om rätten till rättslig prövning. Till saken hör även att lagstiftaren även tidigare avfärdat detta system med hänvisning till rättssäkerhetsaspekter.¹⁸³ Dessutom måste administrativa sanktioner kunna överklagas vilket skulle leda till att ovanstående problematik kvarstår fast den har förflyttats till förvaltningsdomstolen.

5.2 Otillbörlig marknadspåverkan

Till skillnad från insiderbrott finns det ett stort antal avgöranden avseende otillbörlig marknadspåverkan och det är framförallt på senare år som denna typ av brott tagits upp i stor utsträckning, både i tingsrätten och hovrätten. Däremot finns det ännu inget mål som är avgjort i HD, men som nämns ovan kommer detta snart ändras då prövningstillstånd nu har meddelats i Wiking-målet. Vid en bedömning av rättsregelns praktiska funktion är det av denna anledning nödvändigt att vända sig till underrätterna.

Problemen med att konkretisera omfattningen av förbudet otillbörlig kurspåverkan var länge anledningen till att det inte infördes något förbud mot detta i Sverige och dessa problem kan även återfinnas i dagens regelverk. Som framgår ovan är domstolens bedömning av vissa åtgärders otillbörlighet mycket svår. Ett flertal faktorer måste beaktas vid bedömningen och åtgärderna är som regel mycket tekniskt komplicerade. Det är också mycket svårt att utifrån rättsreglerna kunna fastslå om ett visst agerande är otillbörligt. I detta sammanhang spelar därför marknadsaktörernas självreglering en mycket viktig roll för domstolarna. Organisationers och handelsplatsers regler för god sed fungerar som en viktig referenspunkt vid domstolens bedömning av vilka åtgärder som ska anses otillbörliga och åtgärder som anses utgöra godtagan marknadspraxis ska undantas från straffansvar. Det finns ett klart behov av att kunna undanta vissa åtgärder som annars skulle klassas som otillbörlig marknadspåverkan eftersom de anses legitima och skulle om de var otillåtna hämma marknaden. Det finns dessutom fördelar med detta system då

¹⁸³ Jmf bland annat prop. 1999/2000:109 s. 40 f., Ds 2000:4 s. 46 f. samt prop. 2004/2005:142.

domstolen kan använda sig av marknadsaktörernas goda förståelse för marknaden vid ett avgörande om en åtgärd ska anses vara otillbörlig.

Det finns emellertid vissa nackdelar med denna lösning. De marknadsaktörer som fastställer god sed får en tydlig normbildande roll genom utvecklingen av sin reglering, men regleringen kan inte vara heltäckande. Detta innebär att domstolen med utgångspunkt i lagbestämmelsen och den vägledning som god sed kan ge skönsmässigt får avgöra om ett visst agerande ska vara otillbörligt. Detta innebär en stor skillnad jämfört med andra straffrättsliga bestämmelser och betyder att det sker en förskjutning från den vedertagna tolkningen till en skönsmässig bedömning av rättsregelns omfattning.¹⁸⁴ Vidare medför detta stora svårigheter för personer som agerar på värdepappersmarknaden som behöver klara besked om vilka åtgärder som omfattas av förbudet. Mellan klara fall av otillbörlig marknadspåverkan och klara fall av tillåtna åtgärder finns en mycket stor gråzon. En sådan lösning är mycket negativ ur rättssäkerhetssynpunkt.

I ett flertal fall konstaterats att det inte krävs att det föreligger konkret risk för marknadspåverkan för att en åtgärd ska anses vara otillbörlig. Det finns en mängd faktorer som enskilt eller sammantaget kan innebära att marknaden påverkas. Av denna anledning är det svårt att konstatera vilka åtgärder som kan innebära en faktisk risk för marknadspåverkan. Som konstateras i RH 2012:85 bör därför utgångspunkten vara att alla transaktioner som sker på värdepappersmarknaden påverkar marknaden.¹⁸⁵

En slutsats som kan dras är att det tycks vara lättare för åklagaren att bevisa att en tilltalad gjort sig skyldig till otillbörlig marknadspåverkan jämfört med insiderbrottet. Många av de fall som tagits upp i hovrätterna har resulterat i fällande domar. Det bör dock samtidigt uppmärksammas att av alla de ärenden om otillbörlig marknadspåverkan som inkommer till myndigheterna är det endast ett fåtal som leder till åtal.¹⁸⁶ Detta tyder på att det trots allt är svårt för åklagaren att inhämta tillräcklig bevisning för att åtal ska bli aktuellt. Slutligen kan det liksom för insiderbrottet ifrågasättas om inte strängare straff vore att föredra för att skapa en avskräckande effekt.

¹⁸⁴ Jmf. Samuelsson, SvJT 2002 s. 873.

¹⁸⁵ Jmf. även Svea hovrätt, mål B 10750-11 (2012-09-14)

¹⁸⁶ Jmf. af Sandeberg & Sevenius, 2008, s. 299.

6 Förslag till nytt EU-rättsligt regelverk

6.1 Översikt

Vid ett möte angående den rådande globala finanskrisen beslutade G20-länderna att det krävs en starkare finansiell övervakning och reglering för att på detta sätt skapa ett internationellt ramverk av hög standard.¹⁸⁷ Som ett led i detta arbete fastslogs att ett företagsramverk måste bygga på ett starkt system för övervakning och påföljder.¹⁸⁸ Europeiska kommissionen genomförde en utvärdering av den nuvarande regleringen i MmD och konstaterade då ett flertal problem som riskerar att skada skyddet för investerare och de finansiella marknadernas integritet. Problemen ansågs dessutom ha en negativ inverkan i form av skilda konkurrensvillkor och ökade kostnader för de investerare som vill följa regelverket.¹⁸⁹ Vid införandet av MmD valde medlemsstaterna att konstruera marknadsmissbruksreglerna på olika sätt vilket har lett till stora differenser mellan de olika ländernas regelverk. Den moderna värdepappersmarknaden består till stor del av internationell handel vilket ställer krav på ett mer integrerat regelverk. Denna utveckling har gjort att det på EU-nivå identifierats ett behov av ny reglering för att möta de behov som uppstår genom den moderna värdepappersmarknaden. Vidare har det konstaterats att tillsynsmyndigheterna saknar information och befogenheter för att kunna effektivt övervaka efterlevnaden av reglerna.

Sedan införandet av MmD har det europeiska regelverket, värdepappersmarknaden och tekniken dessutom utvecklats i mycket snabb takt vilket har lett till luckor i de nuvarande marknadsmissbruksreglerna. Den EU-rättsliga regleringen av finansiella marknaderna har genomgått stora förändringar sedan införandet av MmD och den förändring som har haft störst inverkan är införandet av MiFID¹⁹⁰. Direktivet är ett fullharmoniseringsdirektiv och syftet var att stärka investerarskyddet och öka konkurrensen mellan de olika funktioner som utför handel på värdepappersmarknaden.¹⁹¹ Som ett led i detta konstaterades att den snabba utvecklingen på värdepappersmarknaden har inneburit att ett flertal nya former av finansiella instrument och tjänster har tillkommit.¹⁹² Genom MiFID utökades därför de rättsliga ramarna till att omfatta samtliga dessa instrument. I direktivet görs även en indelning mellan reglerade marknader och MTF-plattformar. Sedan införandet av direktivet har handeln med

¹⁸⁷ Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning, s. 2.

¹⁸⁸ Ibid.

¹⁸⁹ Ibid., s. 2.

¹⁹⁰ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument. EUT L 145, 30.4.2004.

¹⁹¹ af Sandeberg & Sevenius, 2008, s. 127.

¹⁹² Jmf. stycke 2 i ingressen till MiFID.

finansiella instrument i allt högre omfattning skett genom MTF- och andra typer av OTF-plattformar och problemet är att dessa plattformar inte har reglerats i samma utsträckning som de reglerade marknaderna.

Vid sidan av arbetet med en ny reglering av marknadsmissbruk har det även tagits fram ett förslag till ändringar av MiFID i form av MiFID II¹⁹³ vilket kommer innebära ytterligare reformer på området för de finansiella marknaderna. Detta förslag har tillkommit i efterdyningarna av den finansiella krisen och syftar till ett ökat investerarskydd, förbättrad transparens och ytterligare reglering av bland annat derivathandeln. Genom regelverket kommer bland annat en ny marknadskategori i form av OTF-plattformar regleras och dessutom kommer flera tjänster och instrument som exempelvis utsläppsrätter omfattas av bestämmelserna.

Av dessa anledningar har EU nu arbetat fram ett nytt förslag till reglering för marknadsmissbruk. Detta består dels av en förordning¹⁹⁴ och dels av ett direktiv¹⁹⁵. Det pågår fortfarande förhandlingar mellan medlemsstaterna om det nya regelverkets innehåll och det finns ett flertal förslag på förändringar. Detta betyder att det fortfarande är ovisst hur den nya regleringen kommer se ut och när den kommer kunna införas.¹⁹⁶ Förordningen får direkt effekt i Sverige vilket innebär att den inte ska eller får införas i svensk rätt utan blir direkt tillämplig till skillnad från direktivet som blir tillämplig genom införande i den svenska rätten. Syftet är att anpassa regleringen av marknadsmissbruk till utvecklingen på värdepappersmarknaden och angränsande regelverk samt att öka investerarnas förtroende och marknadens integritet vilket gör det mer attraktivt att vända sig till värdepappersmarknaden för kapitalanskaffning.¹⁹⁷ Dessutom skapas på detta sätt ett enhetligt ramverk som skapar en harmoniserad reglering inom EU.

6.2 Förslag till ny förordning

6.2.1 Inledning

En förordning ansågs vara den lämpligaste formen av reglering för ett europeiskt ramverk för marknadsmissbruk.¹⁹⁸ Anledningen till detta är som nämnts ovan att förordningen blir direkt tillämplig i medlemsstaterna vilket leder till ett harmoniserat regelverk som medför rättssäkerhet och en effektiv inre marknad. Förslaget till det nya regelverket innebär att insiderbrotten, röjandeförbudet och förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan placeras i förordningen. Vidare placeras även bestämmelserna om bl.a.

¹⁹³ Jmf. Kommissionens förslag till MiFIR, samt Kommissionens förslag till MiFID II.

¹⁹⁴ Kommissionens förordningsförslag COM(2011) 651 final, 2011/095 (COD).

¹⁹⁵ Kommissionens direktivförslag, COM(2011) 654 final, 2011/0297 (COD).

¹⁹⁶ Landelius & Lycke, 2012, s. 19.

¹⁹⁷ Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning, s. 3.

¹⁹⁸ Ibid., s. 5.

anmälningsskyldighet för insynspersoners handel, insiderlistor och rapporteringsskyldighet i förordningen.

6.2.2 Utvidgat tillämpningsområde

Utvecklingen på de finansiella marknaderna har genom utvecklingen av den EU-rättsliga regleringen och den tekniska utvecklingen lett till att flera nya handelsplatser och plattformar tillkommit, exempel på detta är MTF-plattformar och andra OTF-plattformar som omfattar bland annat swap-transaktioner och OTC-handel.¹⁹⁹ Dessa marknader har vunnit mer och mer av den finansiella marknaden vilket har gjort det svårt för tillsynsmyndigheter att utöva övervaka eventuellt marknadsmissbruk. Av denna anledning finns det ett behov av att utvidga marknadsmissbruksreglernas tillämpningsområde till att också omfatta finansiella instrument som förekommer på dessa handelsplatser och plattformar. För OTC-handel innebär detta att alla finansiella instrument som exempelvis olika former av derivat som är hänförliga till en underliggande marknad ska omfattas av regelverket. Förutom detta föreslås även handel med utsläppsrätter, råvaruderivat och relaterade spotmarknader omfattas av regleringen för att överensstämja med förslaget till nya regler om marknader för finansiella instrument. Det bör även nämnas att det i ett senare förslag till ändring av förslaget till ny reglering föreslås att även påverkan på referensvärden ska införas.²⁰⁰ Denna omfattande utvidgning har ansetts nödvändig för att förhindra en obalans mellan olika marknader vilket skadar investerarskyddet och marknadens integritet.²⁰¹

Definitionen av begreppet insiderinformation är i princip detsamma i det gamla MmD som i förslaget till ny förordning.²⁰² Det har dock skett en ändring i form av en ny regel som innebär en utvidgning av begreppet. I art. 6.1 e i förslaget framgår att begreppet insiderinformation även ska omfatta ”*information som inte omfattas av punkt a, b, c, eller d, som direkt hänför sig till en eller flera emittenter av finansiella instrument eller till ett eller flera finansiella instrument, som inte är allmänt tillgänglig för allmänheten, men som, om den vore tillgänglig för en förnuftig investerare, som regelbundet handlar på marknaden och med det finansiella instrumentet eller ett relaterat spotavtal avseende råvaror, av den personen skulle betraktas som relevant när villkoren bestäms för vilka transaktioner i det finansiella instrumentet eller ett relaterat spotavtal avseende råvaror som ska påverkas*”.

Anmärkningsvärt är att det i denna bestämmelse till skillnad från de övriga bestämmelserna om begreppet insiderinformation inte uppställs några krav

¹⁹⁹ Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning, s. 7.

²⁰⁰ Jmf. Kommissionens ändrade förslag till marknadsmissbruksförordning och kommissionens ändrade förslag till marknadsmissbruksdirektiv.

²⁰¹ Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning, s. 7.

²⁰² Jmf. Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning, art. 6, s. 30-31.

på att informationen ska vara av specifik natur eller om den blev offentlig, skulle ha en väsentlig inverkan på priset. Det räcker att informationen inte är allmänt tillgänglig för allmänheten och att den skulle betraktas som relevant för den som avser att handla med det aktuella instrumentet vilket således innebär en betydande utvidgning av begreppet insiderinformation.

6.2.3 Offentliggörande av insiderinformation

Som beskrivits ovan i avsnitt 3.1.2. har emittenter en informationsplikt avseende sådan information som är av betydelse för bedömningen av ett finansiellt instruments kursvärde. Det föreskrivs dock att emittenter i vissa fall har möjlighet att skjuta upp offentliggörandet under förutsättning att ett antal villkor är uppfyllda. Enligt dagens reglering i MmD får medlemsstaterna själva välja huruvida tillsynsmyndigheten i detta fall ska informeras om denna åtgärd. Detta kommer enligt det nya förordningsförslaget ändras på så sätt att medlemsstaterna inte längre ska ha denna valmöjlighet utan istället ska alla sådana åtgärder anmälas till tillsynsmyndigheten som ska fatta beslut om tillstånd.²⁰³ Vidare föreslås en harmonisering av reglerna för de insiderförteckningar som måste anmälas av emittenten genom att reglerna anger exakt vilken information som ska framgå av förteckningen.²⁰⁴ Denna förändring kommer innebära att det krävande administrativa arbete som skiftande regler i medlemsstaterna därför kommer minska kraftigt.

Vidare kommer förslaget innebära en skärpning av informationsplikten för spotmarknaden för råvaror. För dessa aktörer föreligger idag inga krav på öppenhet, insyn eller rapporteringsskyldigheter.²⁰⁵ Detta kommer därför ändras vid genomförandet av nya förslaget där det föreskrivs att vissa kontinuerliga data ska sändas till myndigheten på ett specificerat sätt vilket ökar möjligheterna att övervaka dataflödena.

Slutligen bör nämnas att det föreslås lättnader avseende offentliggörandet av information för emittenter på tillväxtmarknader riktade till små och medelstora bolag.²⁰⁶ Det har i detta sammanhang identifierats ett behov av lindrigare bestämmelser för att inte avskräcka investerare från kapitalanskaffning på denna typ av marknad.²⁰⁷ Vidare anses affärer hänförliga till denna typ av bolag vara av mindre omfattning och att mängden information som bör offentliggöras är begränsad. Emittenter på tillväxtmarknader ska därför offentliggöra insiderinformation på ett förenklat sätt. Förutom detta undantas de dessutom från kravet på att föra insiderförteckning under vissa förutsättningar.²⁰⁸

²⁰³ Jmf. Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning, s. 10 och art. 12.5.

²⁰⁴ Ibid., s. 10.

²⁰⁵ Ibid., s. 11.

²⁰⁶ Jmf. Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning, s. 10-11 och art. 12.7.

²⁰⁷ Ibid., s. 11.

²⁰⁸ Jmf. Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning, art. 13.2.

6.2.4 Utökade befogenheter

Som framkommit ovan föreslås en rad förändringar i marknadsmissbruksregleringen. En utav de mer betydelsefulla ändringarna som förslaget innehåller är att den ansvariga tillsynsmyndigheten ska tilldelas betydligt fler befogenheter för att bättre kunna säkerställa bestämmelsernas efterlevnad. Idag har tillsynsmyndigheten rätt att begära de upplysningar som behövs för att utöva övervakningen. Detta har dock inte ansetts tillräckligt och därför kommer dessa befogenheter utökas till att omfatta bland annat tillgång till privata lokaler och rätt att beslagta handlingar.²⁰⁹ Dessutom ska tillsynsmyndigheten få tillgång till uppgifter om tele- och datatrafik, dels från värdepappersföretag som genomför transaktioner och dels från teleoperatörer.

Möjligheten att få tillgång till privata lokaler och rätten att beslagta handlingar kommer troligtvis medföra en lösning på de problem som kan uppstå när en person vägrar utlämna handlingar efter begäran från tillsynsmyndigheten, eller vid risk för att handlingar förstörs eller manipuleras. Tillgång till uppgifter om tele- och datatrafik kan bland annat användas för att fastställa personers kopplingar till varandra och till olika transaktioner. Informationen kan även vara till nytta för att knyta personer till information på internet som är avsedd att vilseleda marknaden.

Eftersom befogenheten att gå in i privata lokaler är relativt omfattande och bland annat kan inskränka personers rätt till privatliv så föreskrivs att domstolen i medlemsstaten måste lämna sitt förhandsgodkännande enligt nationell lag för att myndigheten ska få utnyttja denna möjlighet.²¹⁰ För att sådant godkännande ska ges krävs att det finns en rimlig misstanke om att information som har relevans för bevisning av insiderhandel eller otillbörlig marknadspåverkan kan säkras genom dessa åtgärder.

Slutligen bör det nämnas att Esmas roll som samordnande organisation på EU-nivå. Många av insiderbrotten har internationella inslag vilket innebär ett behov av ett starkt internationellt samarbete mellan medlemsstaternas olika tillsynsmyndigheter.

6.2.5 Otillbörlig marknadspåverkan

Förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan är till stor del oförändrat i det nya förslaget till marknadsmissbruksregler.²¹¹ Till skillnad från den nuvarande bestämmelsen i MmD kommer det dock ske vissa förändringar.

De omständigheter som anses utgöra otillbörlig marknadspåverkan enligt MmD kommer genom förslaget utvidgas till att även omfatta sådana

²⁰⁹ Jmf. Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning, art. 17 och s. 11-12.

²¹⁰ Ibid., art. 17.2 e.

²¹¹ Jmf. Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning, s. 32-34.

åtgärder som leder till manipulation av referensvärden. Denna bestämmelse tillkom efter en ändring av förordningsförslaget och det framgår numera av förslagens art. 8.1 att ”*överföring av oriktiga eller vilseledande uppgifter, tillhandahållande av oriktiga eller vilseledande insatser, eller alla andra åtgärder som manipulerar beräkningen av ett referensvärde*” ska anses utgöra otillbörlig marknadspåverkan.²¹² Detta tillägg tillkom efter uppmärksammandet av Liborgate-skandalen²¹³ som inträffade i Storbritannien under 2012.²¹⁴ Definitionen av begreppet referensvärde i det ändrade förordningsförslaget kan tyckas vag och kan antas omfatta flera andra former av referensvärden än enbart interbankränta. Det står dock klart att om man avser att inbegripa sådana räntor i definitionen så sker ett avsteg från tillämpningsområdet finansiella instrument vilket medför att tydliga ramar måste fastställas för att det ska vara möjligt att fastställa vad som omfattas.²¹⁵

Vidare innehåller förordningsförslaget en bestämmelse som innebär att försök till otillbörlig marknadspåverkan till skillnad från vad som föreskrevs i MmD kommer förbjudas.²¹⁶ Bakgrunden till denna förändring är att regleringen ska omfatta bland annat sådana situationer där det kan konstateras att en person haft för avsikt att påverka marknaden men där det inte varit möjligt att visa detta genom en lagd order eller att en transaktion har verkställts. Dessa situationer kan enligt dagens regelverk inte beivras.

6.2.6 Administrativa sanktioner

Att värdepappersmarknaden blivit mer integrerad inom EU medför ett behov av harmoniserade påföljdssystem för att undvika obalans mellan medlemsstaternas sanktioner. Det kan konstateras att det idag finns en stor diskrepans mellan de olika medlemsstaternas system med påföljder som skiljer sig mycket åt, något som hämmar den inre marknaden. Därför innehåller förordningsförslaget bestämmelser som kommer få betydande effekter för medlemsstaterna genom att alla ska tillämpa förordningens minimibestämmelser för administrativa åtgärder, påföljder och böter. Den nya förordningen är utformad på ett sådant sätt att förbuden mot insiderhandel, röjande av insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan kommer framgå direkt av bestämmelserna i art. 9 och 10.²¹⁷ Förordningsförslaget innehåller även krav på medlemsstaterna att införa bestämmelser som föreskriver administrativa påföljder vid överträdelse av något av förordningens förbud. Av förslaget framgår vilka påföljder myndigheten minst ska kunna besluta om och bland dem nämns rätten att tillfälligt avbryta handeln med ett visst instrument, administrativa

²¹² Jmf. Kommissionens ändrade förslag till marknadsmissbruksförordning.

²¹³ Liborgate uppstod när det framkom att flera brittiska banker hade lämnat felaktiga uppgifter för att manipulera referensräntan LIBOR och på så sätt uppnå högre avkastning och bättre kreditvärdighet.

²¹⁴ Landelius & Lycke, 2012, s. 19.

²¹⁵ Jmf. Landelius & Lycke, 2012, s. 29.

²¹⁶ Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning, s. 8.

²¹⁷ Jmf. Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning, s. 36-37.

böter och tillfälligt förbud för en verksamhet. Det fastslås dessutom att samtliga vinster ska återbetalas och att böter, för att ge en avskräckande effekt, inte får understiga de vinster eller förhindrade förluster som de otillåtna åtgärderna skapat. I förslaget till förordning återfinns inga bestämmelser om medlemsstaternas rätt att föreskriva straffrättsliga sanktioner. Detta framgår istället av kommissionens förslag till direktiv.

6.3 Förslag till nytt direktiv

Förslaget till nytt direktiv är ett komplement till förordningen som behandlas ovan och kopplas ihop med denna genom hänvisningar till de definitioner av begreppen finansiellt instrument och insiderinformation som framgår av förordningen. Vidare används samma beskrivningar av brotten insiderhandel, obehörigt röjande och otillbörlig marknadspåverkan som i förordningen.

I förslaget till nytt direktiv betonas behovet av ett starkt tillsyns- och påföljdssystem där tillsynsmyndigheten har tillräckliga befogenheter för att kunna utöva sin övervakande roll och ett rättvist och avskräckande påföljdssystem att tillgå.²¹⁸ I ett meddelande som offentliggjordes av kommissionen konstaterades att straffrättsliga sanktioner, och särskilt fängelsestraff, generellt anses ha en starkare avskräckande effekt än administrativa påföljder, under förutsättning att de tillämpas på ett korrekt sätt.²¹⁹

Som beskrivits ovan innehåller den föreslagna förordningen bestämmelser om administrativa påföljder medan direktivförslaget reglerar de straffrättsliga påföljderna för förbuden. Enligt bestämmelserna ska medlemsstaterna införa regler som medför att det är brottsligt att uppsåtligt utnyttja insiderinformation vid handel, att röja insiderinformation och att uppsåtligt använda sig av otillbörlig marknadspåverkan.²²⁰

Kommissionens arbete med förslaget till nytt ramverk för marknadsmissbruk har visat på ett flertal brister med dagens bestämmelser.²²¹ En av dessa är att påföljderna inte är tillräckligt avskräckande och att effekten av detta blir att regelverket inte efterlevs i önskad utsträckning. Även utredningen som föregick förslaget konstaterade att påföljderna varken var effektiva, proportionella eller avskräckande och att regelverket idag är för svagt.²²² Detta får även negativ effekt för investerarskyddet och marknads integritet. Vidare kunde kommissionen konstatera att det finns en stor diskrepans mellan medlemsstaternas bedömning av vilka marknadsmissbruksåtgärder som ska vara brottsliga.

²¹⁸ Kommissionens förslag till marknadsmissbruksdirektiv, s. 2.

²¹⁹ Jmf. Europeiska kommissionens meddelande, 2010.

²²⁰ Landelius och Lycke, 2012, s. 19.

²²¹ Jmf. Kommissionens förslag till marknadsmissbruksdirektiv, s. 3.

²²² Ibid., s. 2.

I direktivförslaget föreskrivs därför att medlemsstaterna ska införa effektiva, proportionella och avskräckande straffrättsliga sanktioner. Dessa ska gälla för de överträdelser av förbudet mot insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan som är av det allvarligaste slaget.²²³ Dessa regler är liksom de administrativa påföljderna i förordningsförslaget utformade som minimibestämmelser som fastställer vissa minimistraff som medlemsstaterna måste implementera i den nationella rättsordningen.

²²³ Jmf. Kommissionens förslag till marknadsmissbrukdirektiv, s. 12 och Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning, s. 13-14.

7 Analys

7.1 Inledning

Som beskrivits ovan har den svenska regleringen av marknadsmissbruk ända sedan implementeringen av insiderdirektivet 1989 i form av IL följt utvecklingen inom EU. Sedan dess har det skett anmärkningsvärd utveckling inom marknadsmissbruk vilket har lett till omfattande reformer av regelverket genom åren. Insiderdirektivet ersattes under 2005 av MmD vilket ledde till att den svenska lagstiftaren valde att ersätta den tidigare regleringen med MmL för att uppnå de implementeringskrav som uppställdes i det nya direktivet. Trots att det endast var några år sedan den senaste uppdateringen av rättsreglerna har det, som framgår ovan, identifierats en rad brister i regelverket.

Som ett led i det EU-rättsliga arbetet för ett fungerande regelverk avseende marknadsmissbruk har därför kommissionen nu presenterat ett förslag till nytt ramverk för detta rättsområde. Frågan som uppstår blir då vilken effekt detta nya förslag kommer få på den svenska marknadsmissbruksregleringen.

7.2 Det EU-rättsliga förslaget och dess inverkan på svensk rätt

7.2.1 Harmonisering

Det kan konstateras att det nya systemet med en direkt tillämplig förordning innehållandes de huvudsakliga bestämmelserna och en nationell lag styrd av ett direktiv som innehåller minimibestämmelser avseende de straffrättsliga sanktionerna är ett effektivt sätt att skapa en harmonisering av medlemsstaternas regelverk för marknadsmissbruk, något som är en stor fördel sett ur ett EU-perspektiv. Värdepappersmarknaderna har liksom många andra marknader fått en större internationell prägel med flera affärer som sträcker sig mellan EU:s medlemsstater vilket medför ett behov av ett harmoniserat ramverk. Ett sådant regelverk ökar rättssäkerheten för marknadens aktörer genom att det blir lättare att kunna förutse vilka typer av åtgärder som är tillåtna och vilka som inte är det. En annan anledning är att en harmonisering gör det svårare för aktörer som utför åtgärder i strid mot marknadsmissbruksbestämmelserna att vända sig till de medlemsstater där ett visst agerande är tillåtet eller där påföljden inte är lika avskräckande som i andra stater. Ett harmoniserat regelverk skulle motverka sådant regleringsarbitrage. Förvisso är reglerna utformade som minimibestämmelser avseende påföljderna vilket ger medlemsstater möjlighet att tillämpa hårdare påföljder men ett enhetligt ramverk skulle ändå förebygga en inre marknad som präglas av öppenhet och transparens.

Det finns dock nackdelar med ett införande av dessa bestämmelser. En av dessa är att ett nytt regelverk kommer medföra att stora delar av den inhemska tolkningen och rättspraxis som byggts upp kommer bli obsolet. Istället för att vända sig till tidigare avgöranden får medlemsstaterna vända sig till av kommissionen utfärdade förordningar och rekommendationer av Esma. Detta innebär att den nya rättsordningen på många sätt kan verka främmande för den traditionella svenska rättsordningen. Vidare medför utvecklingen med en förordning som ska tillämpas direkt och ett direktiv med minimiregler att medlemsstaternas möjligheter att själva införa bestämmelser för att stävja marknadsmissbruk blir kraftigt begränsade jämfört med det tidigare ramverket. En begränsning av dessa rättigheter skulle kunna ha en negativ inverkan på vissa värdepappersmarknader i stater där det finns särskilda behov. Trots att förändringen i vissa delar kan anses negativ anser jag att det är nödvändigt att införa en harmoniserad reglering, dels med tanke på värdepappersmarknadens internationella karaktär och dels på grund av att marknadsaktörernas agerande kräver ett så samstämt regelverk som möjligt.

7.2.2 En utvidgning av begreppet insiderinformation

I avsnitt 6.2.2 ovan behandlas den utvidgning av begreppet insiderinformation som följer av förslaget. Denna förändring kommer innebära en anmärkningsvärd utvidgning av marknadsmissbruksreglernas tillämpningsområde genom att begreppet insiderinformation ges en vidare innebörd. Förslaget föreslår införandet av en bestämmelse som fångar upp sådan information som inte träffas av de övriga reglerna om begreppet insiderinformations innebörd. Information som kan hänföras till ett finansiellt instrument eller en emittent och som för en förnuftig investerare skulle betraktas som relevant anses enligt förslaget utgöra insiderinformation. Denna bestämmelse innehåller till skillnad från övriga bestämmelser inga krav på att informationen ska vara av specifik natur eller att den ska ha väsentlig inverkan på priset på det finansiella instrumentet. Effekten av detta blir att all information som inte är allmänt känd men som skulle ha betydelse för en investerare utgör insiderinformation, trots att informationen kan vara vag eller oprecis.

Ett exempel på situationer där denna förändring skulle ha betydelse i svensk rätt kan illustreras av Tivox-målet som behandlas i avsnitt 4.1.1. I detta fall konstaterade HD att enbart ett råd från en insider att sälja aktier inte kunde anses vara av tillräcklig specifik natur. Det speciella med rådet i detta avgörande var att uppgiftslämnaren som hade insiderinformation inte gav någon ytterligare information om vilka uppgifter som låg bakom detta råd vilket HD ansåg vara för ospecifikt för att klassificeras som insiderinformation. Hade den utvidgade definitionen varit tillämplig vid avgörandet av detta mål är det möjligt att domstolen hade kommit till en annan slutsats.

Fördelen med denna utvidgning är att situationer som tidigare legat på gränsen till att bedömas som marknadsmissbruk, som exempelvis ett generellt råd att vidta en viss åtgärd som i Tivox-målet kommer kunna bedömas som insiderbrott. Förändringen kommer dessutom antagligen göra det lättare för åklagaren att visa att viss information uppfyller de krav som uppställs för att den ska bedömas utgöra insiderinformation. Det finns dock vissa nackdelar med denna utvidgning, särskilt ur rättssäkerhetssynpunkt. Genom att varken uppställa något krav på konkretion för informationen eller att informationen behöver ha väsentlig inverkan på kursen gör att det blir mycket svårt att avgöra vilka ramar som gäller för definitionen av begreppet. Som har behandlats ovan är det avgörande för de uppsåtliga brotten att gärningspersonen verkligen insett betydelsen av sitt agerande.

7.2.3 Insiderhandel

I förslaget till ny förordning skiljer sig inte definitionen av insiderbrottet från det som föreskrivs i MmD. Trots detta kommer det nya förslaget få stora konsekvenser för den svenska regleringen. Som beskrivs ovan i 3.2.1 har den svenska lagstiftaren valt en annan lagstiftningsmodell i MmL än vad som framgår av MmD. Utnyttjandemodellen som återfinns i både MmD och nya förordningsförslaget innebär att det bara är fråga om otillåten insiderhandel om en person som förfogat över insiderinformation faktiskt utnyttjat denna vid handel med finansiella instrument. Istället för utnyttjandemodellen har den svenska lagstiftaren valt förfogandemodellen som innebär att alla som förfogar över insiderinformation omfattas av ett förbud mot handel i värdepapper hänförliga till informationen. För att inte åtgärder som anses legitima ska omfattas av förbudet har ett antal undantag införts.

Syftet bakom den svenska lagstiftarens val av förfogandemodellen var effektivitetsskäl och att undvika bevissvårigheter genom att det inte uppställs något krav på åklagaren att visa att en person med insiderinformation faktiskt utnyttjat den vid handel med finansiella instrument. Då den nya förordningen blir direkt tillämplig i svensk rätt försvinner möjligheten att tillämpa förfogandemodellen och Sverige måste istället övergå till utnyttjandemodellen vilket kommer få stor inverkan på det svenska systemet. Konsekvensen av detta är att presumtionen för att en person som har insiderinformation också har utnyttjat den försvinner och detsamma sker med undantagen från det straffbara området. Vidare kommer domstolen och FI behöva införa ytterligare ett steg i form av ett utnyttjanderekvisit vid bedömningen om rekvisiten för insiderhandel är uppfyllda. Att visa att en person inte bara har haft insiderinformation utan dessutom visa att denna har utnyttjats vid vissa åtgärder kan bli mycket svårt. I och med denna förändring finns det en risk för att det blir svårare för åklagaren att lyckas få åtal att leda till fällande domar.

7.2.4 Otillbörlig marknadspåverkan

Även förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan kommer vara till stor del oförändrat i och med EU:s förslag till nytt regelverk för marknadsmissbruk. Som beskrivits i avsnitt 6.2.5 kommer dock vissa förändringar införas som innebär vissa skillnader jämfört med dagens bestämmelser.

Förslaget till nya regler för otillbörlig marknadspåverkan innebär en utvidgning av bestämmelsens tillämpningsområde. Detta sker dels genom att även referensvärden föreslås omfattas av otillbörlig marknadspåverkan och dels att försök till otillbörlig marknadspåverkan ska förbjudas. Otillbörliga åtgärder som leder till en manipulation av referensvärden kan leda till stora vinster och ha en mycket negativ effekt på allmänhetens förtroende för marknaden. Ett exempel på sådana åtgärder som kommer omfattas av det nya förbudet är manipulation av interbankräntor som i fallet med LIBOR som behandlas i avsnitt 6.2.5. Manipulation av referensvärden kan få mycket stora konsekvenser på olika värdepappersmarknader vilket också visade sig i detta fall och det är därför av stor vikt att dessa omfattas av förbudet. Det kan dock ifrågasättas vilka typer av referensvärden som ska omfattas av förbudet. Vid ett införande av dessa regler är det viktigt att det finns tydliga ramar så att regelns tillämpningsområde och omfattning tydligt framgår.

Vidare kommer det nya brottet försök till otillbörlig marknadspåverkan göra det möjligt att fälla personer som har avsett att påverka marknaden men där det inte finns någon lagd order eller utförd transaktion som gör det möjligt. Denna brist har därför kunnat leda till att personer som agerat otillbörligt har gått ostraffade trots att det förekommit vissa åtgärder och avsikten varit att påverka marknaden. Detta ligger knappast i linje med regleringens syfte att stärka marknadens integritet och det finns därför ett behov av att införa ett sådant förbud i regelverket.

7.2.5 Administrativa och straffrättsliga sanktioner

Förslaget till ny EU-reglering av marknadsmissbruk medför att det i förordningen och genom det nya direktivet ska införas både administrativa och straffrättsliga påföljder för förbuden mot marknadsmissbruk.

Eftersom en förordning blir direkt tillämplig i medlemsstaterna och inte får omvandlas till nationell rätt kommer den svenska lagstiftaren antagligen behöva införa en separat lag som uppfyller förordningens krav på administrativa sanktioner. Av dessa bestämmelser skulle det framgå vilka påföljder som ska gälla vid brott mot de i förordningen uppställda förbuden. Samtidigt skulle det nya direktivet innehålla straffrättsliga minimiregler som måste implementeras i svensk rätt och som medför att förbuden i dessa bestämmelser ska leda till straffrättsliga sanktioner. Som framgår ovan har den svenska lagstiftaren valt att i MmL endast tillämpa straffrättsliga

sanktioner vid brott mot de förbud som framgår av marknadsmissbruksreglerna.

Utifrån den konstruktion som har valts i förslaget kommer det bli svårt för Sverige att hävda att man uppfyller de krav som ställs på straffrättsliga och administrativa sanktioner. Enligt MmL har vi idag ingen möjlighet att besluta om administrativa sanktioner för insiderbrott, brott mot röjandeförbudet eller otillbörlig marknadspåverkan, något som krävs enligt den nya förordningen. Införandet av administrativa påföljder kommer därför innebära stora förändringar för den svenska tillämpningen och vid utformningen av de svenska påföljdsbestämmelserna.

Vidare medför denna konstruktion vissa problem för den svenska lagstiftaren vid utformandet av de straffrättsliga påföljderna. Anledningen till detta är att förordningen och direktivet innehåller identiska beskrivningar av förbuden insiderhandel, obehörigt röjande och otillbörlig marknadspåverkan. Problemet som uppstår är att när dessa innehåller identiska beskrivningar så kommer de svenska straffrättsliga bestämmelserna och förordningens regler om administrativa påföljder aktualiseras för samma åtgärder. Det är heller inte möjligt att kringgå denna problematik genom att behålla de objektiva rekvisit som återfinns i dagens MmL eftersom det nya direktivets bestämmelser är utformade på ett sådant sätt att den svenska implementeringen åtminstone måste motsvara dess minimibestämmelser. Dessutom ska den svenska regleringen tolkas i ljuset av EU-regleringen. Ett system som är konstruerat på detta sätt med både administrativa och straffrättsliga påföljder som tillämpas på samma åtgärder väcker dessutom frågan om det är förenligt med Europakonventionens regler om dubbelbestraffning.

7.2.6 Hårdare sanktioner

Som framkommit av genomgången ovan av rättspraxis leder de flesta fällande domarna till villkorlig dom eller böter. Förvisso leder de dessutom till förverkande av det belopp som har vunnits eller den förlust som undvikits genom den otillåtna åtgärden. Trots detta anser många att dagens påföljdssystem inte är tillräckligt avskräckande för att lyckas avhålla personer från att utföra brott genom insiderhandel eller otillbörlig marknadspåverkan. I förordningen föreslås därför att brott ska leda till böter och att dessa måste överstiga samtliga vinster som åtgärden genererat. Detta kommer för svensk del innebära en ordentlig åtstramning då dagens bötesbelopp bestäms till förhållandevis låga belopp. En genomgång av några av senare års praxis tyder på att dagens sanktioner inte uppfyller syftet att fungera preventivt genom att vara avskräckande för potentiella insiders. Det bör därför anses positivt att påföljderna stramas åt för att på så sätt få personer att avhålla sig från att vidta åtgärder som utgör marknadsmissbruk.

Vidare införs krav på straffrättsliga sanktioner genom direktivförslaget, men då Sverige redan tidigare infört sådana bestämmelser kommer det inte

innebära några större förändringar för svensk del. Dessa förändringar är ett led i den allmänna inställningen att det krävs ett betydligt stramare påföljdssystem för att upprätthålla efterlevnaden av marknadsmissbruksbestämmelserna. Straffrättsliga påföljder anses normalt vara mer avskräckande än administrativa och därför är det viktigt att möjligheten finns att tillämpa sådana på de allvarligaste fallen av marknadsmissbruk.

7.2.7 Utökade befogenheter för tillsynsmyndigheten

Som behandlats ovan i avsnitt 6.2.4. innehåller förslaget till nya EU-rättsliga marknadsmissbruksregler utökade befogenheter för FI vilket innebär tillgång till fler verktyg vid en utredning om otillåtna åtgärder har förekommit. Denna förändring kommer förhoppningsvis förbättra möjligheterna att säkra bevisning och på så sätt innebära fler fällande domar. Vid en analys av praxis inom speciellt insiderhandel framgår det tydligt att framförallt bristande bevisning har varit ett problem för åklagaren. Det uppställs höga beviskrav inom straffrätten och att visa att den tilltalade utom rimlig tvivel har utfört de otillåtna åtgärderna är svårt när kommunikationen ofta sker muntligen.

Det är därför mycket viktigt att tillsynsmyndigheten ges möjlighet att utnyttja bland annat tele- och datauppgifter och få tillgång till privata lokaler. Förslaget innebär att det blir lättare att identifiera marknadsmissbruk och utfärda sanktioner för dessa åtgärder än tidigare. I de flesta fall är det ett flertal personer som samverkar och det blir därmed en mycket stark tillgång att använda sig av information som tele- och datauppgifter för att dels kunna knyta ihop dessa personer med varandra och dels kunna knyta dem till de otillåtna åtgärderna. Sådana uppgifter kan i många fall vara den enda bevisningen som finns tillgänglig för att kunna fastställa att en insider delgett information till annan som sedan utnyttjats för handel på värdepappersmarknaden.

Vidare kan datatrafiken vara en stor tillgång vid bland annat situationer där en person genom kommentarer på nätet försöker manipulera marknaden. Möjligheten för FI att kunna få tillgång till datauppgifter gör det möjligt att knyta en misstänkt person till sådana kommentarer. Även datauppgifter kan alltså göra det lättare att kunna kartlägga och föra samman transaktioner med inblandade personer, vilket ökar möjligheterna till fällande domar.

En annan stor förändring är att det genom detta regelverk kommer falla på FI som övervakande myndighet att förutom bevakning av efterlevnaden av marknadsmissbruksreglerna utföra utredningar och meddela administrativa sanktioner. Som framgår ovan ska straffrättsliga sanktioner tillämpas på de allvarligaste fallen av marknadsmissbruk men sett till tidigare rättspraxis är de flesta brott inte av sådant slag och kommer därmed endast beivras med de sanktioner som FI meddelar. Detta skiljer sig på många sätt från det

system som tidigare gällt i den svenska rättsordningen, även om FI redan nu har en övervakande roll. Som beskrivs ovan är det idag åklagare och allmänna domstolar som ansvarar för utredning och prövning av misstänkt överträdelse av förbuden i MmL och vi betraktar gärningspersonens agerande som brottsligt och utdömer därmed straffrättsliga sanktioner till följd av detta. Därför kan det på många sätt anses konstigt att detta uppdrag istället ska hamna hos FI. Det bör dock uppmärksammas att ett sådant system skulle påminna om den nya blankningsregleringen. Skillnaden består i att blankningsförordningen inte kommer ersätta några existerande bestämmelser medan de nya reglerna om marknadsmissbruk kommer göra det. Även om en sådan utveckling kan te sig främmande för den svenska rättsordningen kan man fråga sig om det inte ska vara möjligt att lägga detta ansvar på FI om det fungerar att placera ansvaret för blankningsbestämmelserna på denna myndighet.

Dessutom kommer förändringarna inte bli så omfattande som det vid en första anblick kan framstå som. FI kommer förvisso ansvara för de administrativa påföljderna vilket innebär att en stor del av arbetet flyttas över från åklagare och domstol till FI. Emellertid måste kraven i EKMR uppfyllas vilket bland annat ställer krav på rätt till domstolsprövning och rätt till försvar. Dessa krav innebär därför att en lösning med administrativa sanktioner antagligen inte kommer skilja sig särskilt mycket från det tidigare systemet. Anledningen till detta är att det måste vara möjligt att begära överprövning av FI:s beslut till förvaltningsrätten. Den största skillnaden blir därför i praktiken att dessa mål flyttas över från den allmänna domstolen till den allmänna förvaltningsdomstolen.

7.3 En skärpning av rättsläget?

En fråga som uppstår i detta sammanhang är vilken effekt förslaget till nytt ramverk för marknadsmissbruk kommer ha för det svenska rättsläget. Förslaget till nytt ramverk för marknadsmissbruk medför ett kraftigt utökat tillämpningsområde i form av bland annat utvidgade definitioner och ett nytt försöksbrott avseende otillbörlig marknadspåverkan. Vidare ges tillsynsmyndigheten ytterligare befogenheter genom tillgång till tele- och datatrafik och tillgång till privata lokaler för att kunna upprätthålla efterlevnaden av marknadsmissbruksregleringen. Slutligen kan det konstateras att påföljdssystemet kommer genomgå stora förändringar i skärpande riktning. Detta dels genom införandet av både administrativa och straffrättsliga sanktioner och dels genom införandet av minimiregler avseende dessa påföljder som överstiger det påföljdssystem som återfinns i dagens svenska regelverk. Det kan till följd av dessa förändringar konstateras att om förslaget skulle genomföras som det ser ut idag kommer medföra en kraftig skärpning av det svenska rättsläget.

8 Slutsatser

Som framkommit i inledningen av denna presentation har den svenska regleringen av marknadsmissbruk styrts av utvecklingen inom EU. Dagens regelverk i form av MmL har införts i Sverige till följd av MmD som trädde i kraft under 2005. Vid en genomgång av de svenska bestämmelserna och tillhörande rättspraxis kan det dock konstateras att det finns flera brister med den nuvarande regleringens uppbyggnad. Det är framförallt mål som avser insiderbrott som visar på dessa brister.

En av förklaringarna till dessa problem kan vara det sätt som bestämmelserna som reglerar insiderbrott är utformade på. Förbuden mot insiderbrott innehåller komplicerade brottsrubriceringar vilket innebär stora svårigheter för åklagare att nå upp till de höga beviskrav som krävs vid straffrättsliga mål. Följden av detta blir dels att många anmälda situationer inte leder till åtal och dels att ett stort antal av de mål som ändå går till domstol leder till friande domar. Detta trots att mycket tyder på att den åtalade verkligen utfört de otillåtna åtgärderna som han eller hon står åtalade för. En annan förklaring till att det är så få fällande domar inom området marknadsmissbruk kan vara att tillsynsmyndigheterna inte har de befogenheter som behövs för att kunna säkra bevisning som är tillräcklig för en fällande dom.

Till skillnad från förbuden mot insiderhandel tycks det vara något lättare för åklagaren att fälla personer för otillbörlig marknadspåverkan. Men även denna bestämmelse innehåller brister som skapar problem vid den rättsliga prövningen. I dessa fall består svårigheterna huvudsakligen i att bestämma förbudets innehåll. Eftersom det inte finns några konkreta ramar för vilka åtgärder som ska omfattas och god sed på marknaden endast kan ge viss vägledning kan domstolen tvingas göra en skönsmässig bedömning, något som knappast är önskvärt ur ett rättssäkerhetsperspektiv.

Eftersom det föreligger så många brister i de nuvarande bestämmelserna i MmL är det därför av stor betydelse att EU tagit fram förslag till ett nytt EU-rättsligt ramverk för marknadsmissbruk. Förslaget är fortfarande under förhandling och det finns flera förslag på ändringar vilket gör det svårt att fastställa exakt vilka effekter det nya ramverket kommer få för Sverige. Trots detta kan det efter en genomgång av förslaget konstateras att det medför en rad förändringar som framförallt kommer bli påtagliga på nationell nivå. För svensk del kommer förslaget innebära både större strukturella förändringar och en skärpning av rättsläget.

Bland dessa kan nämnas FI:s ökade ansvar som övervakande tillsynsmyndighet med rätt att besluta om administrativa påföljder vid överträdelse av förbuden i den nya förordningen. Detta skulle kunna innebära en lösning på bevisvärigheterna och de långa

handläggningstiderna som föreligger. En svårighet med ett administrativt sanktionssystem skulle dock vara att det måste vara lätt att konstatera om en överträdelse har inträffat. Dessutom skulle ett sådant system kräva ett införande av strikt ansvar, vilket kan stå i strid med reglerna i EKMR om rätten till rättslig prövning. För ett sådant system skulle det därutöver krävas att de administrativa påföljderna kan överklagas till förvaltningsdomstolen vilket skulle innebära att ovanstående problem skulle kvarstå. Slutligen kan det nämnas att de identiska beskrivningarna av förbuden i direktivet och förordningen skulle leda till att både administrativa och straffrättsliga sanktioner skulle aktualiseras för samma åtgärd, något som antagligen inte är förenligt med förbudet mot dubbelbestraffning.

Vidare kommer de nya bestämmelserna medföra att definitionen av insiderbrott kommer ändras genom att det kommer ställas krav på att den tilltalade faktiskt utnyttjat insiderinformation för att kunna dömas för brottet. Denna förändring kan komma att få negativa effekter för den svenska regleringen genom att det ställs ytterligare krav på åklagaren att presentera bevisning på ett område där bevissvårigheterna redan tycks vara ett hinder för fällande domar och påföljder. Det är svårt att konstatera vilken effekt den nya EU-regleringen av marknadsmissbruk kommer få på det svenska regelverkets funktion. De identifierade problemen med bevisning vid domstolsprövning tycks inte lösas med det nya förslaget utan snarare innebära ytterligare utmaningar. Däremot kan införandet av administrativa påföljder leda till att fler personer som utför otillåtna åtgärder kan träffas av sanktioner.

Förslaget kommer emellertid definitivt leda till en skärpning av rättsläget. Detta beror på att förslaget innehåller flera ändringar som innebär en kraftig utvidgning av rättsreglernas tillämpningsområde och att det införs fler sanktionsmöjligheter samt krav på hårdare påföljder. Dessutom kommer FI:s utökade befogenheter ge betydligt bättre förutsättningar för fällande domar. Förhoppningsvis kommer detta leda till att bestämmelsernas avskräckande syfte uppfylls betydligt bättre än den nuvarande regleringen.

Det är viktigt att marknadsmissbruksregleringen uppnår syftet med bestämmelserna, att stärka marknadens integritet och skyddet för investerarna. En stark marknadsintegritet får en positiv effekt på investerarnas förtroende och resulterar i sin tur i en stabilitet på de finansiella marknaderna. I dagens samhälle där handel med värdepapper får en allt större roll och påverkar allt fler är det viktigt att upprätthålla ett starkt förtroende för att på så sätt få investerare att använda sig av värdepappersmarknaderna för kapitalanskaffning. Även om det nya förslaget inte kommer innebära en lösning på samtliga problem som finns i dagens marknadsmissbruksregler är det ett steg på vägen. För en fortsatt positiv utveckling av de finansiella marknaderna krävs det ett modernt regelverk som kan bidra till utvecklingen av en effektiv och integrerad marknad som är en attraktiv möjlighet till kapitalanskaffning.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Ds 2000:4 Ny insiderlagstiftning m.m.
SOU 1984:2 Värdepappersmarknaden
SOU 1989:72 Värdepappersmarknaden i framtiden
SOU 1994:68 Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor
SOU 2004:69 Marknadsmisbruk
Prop. 1971:130 Med förslag till lag om registrering av aktieinnehav
Prop. 1984/85:157 Med förslag till lag om värdepappersmarknaden
Prop. 1990/91:42 Om insiderhandel
Prop. 1995/96:215 Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor
Prop. 1999/2000:109 Ny insiderlagstiftning m.m.
Prop. 2004/05:142 Marknadsmisbruk

EU-rättsliga källor

Rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter om insiderhandel.
(Citeras: Insiderdirektivet)

Parlamentets betänkande den 27 februari 2002 om förslaget till Europaparlamentets och rådets direktiv om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk) (KOM(2001) 281 - C5-0262/2001 – 2001/0118 (COD)), ref. nr A5-0069/2002.
(Citeras: Parlamentets betänkande den 27 februari 2002)

Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan.
(Citeras: MmD)

Kommissionens direktiv 2003/124/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller definition och offentliggörande av insiderinformation och definition av otillbörlig marknadspåverkan.
(Citeras: Första genomförandedirektivet)

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.
(Citeras: Andra genomförandedirektivet)

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.

(Citeras: Genomförandeförordningen)

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG.

(Citeras: MiFID)

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

(Citeras: Tredje genomförandedirektivet)

Europeiska kommissionen, meddelande om att förstärka sanktionssystemen i den finansiella tjänstesektorn, KOM(2010) 716, 8 december 2010.

(Citeras: Europeiska kommissionens meddelande, 2010)

Europeiska kommissionens förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk), 20 oktober 2011, COM (2011) 651 final, 2011/095 (COD)

(Citeras: Kommissionens förslag till marknadsmisbruksförordning)

Europeiska kommissionens förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om straffrättsliga påföljder för insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan, 20 oktober 2011, COM(2011) 654 final, 2011/0297 (COD)

(Citeras: Kommissionens förslag till marknadsmisbruksdirektiv)

Europeiska kommissionens förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om marknader för finansiella instrument och om ändring av förordning [EMIR] om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister, 20 oktober 2011, COM(2011) 652 final, 2011/0296 (COD)

(Citeras: Kommissionens förslag till MiFIR)

Europeiska kommissionens förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om marknader för finansiella instrument och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG, 20 oktober 2011, COM(2011) 656 final, 2011/0298 (COD)

(Citeras: Kommissionens förslag till MiFID II)

Europeiska kommissionen, ändrat förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk), 25 juli 2012, COM(2012) 421 final 2011/0295 (COD). (Citeras: Kommissionens ändrade förslag till marknadsmisbruksförordning)

Europeiska kommissionen, ändrat förslag till EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV om straffrättsliga påföljder för insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan, 25 juli 2012, COM(2012) 420 final 2011/0297 (COD) (Citeras: Kommissionens ändrade förslag till marknadsmisbruksdirektiv)

Litteratur

af Sandeberg, Catarina, *Marknadsmisbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, 1. uppl., Iustus Förlag, Uppsala, 2002. (Citeras: af Sandeberg, 2002)

af Sandeberg, Catarina, *Insiderregleringens utveckling i svensk rätt*, Festskrift till Madeleine Leijonhufvud, Redaktör Annika Norée, 1. uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2007. (Citeras: af Sandeberg, 2007)

af Sandeberg, Catarina & Sevenius, Robert (red.), *Börsrätt*, 2. uppl., Studentlitteratur, Lund, 2008. (Citeras: af Sandeberg & Sevenius, 2008)

Elofsson, Sigurd, Engstedt, Robert, Falck, Mattias, Ljung Fredrik, *Insiderinformation: Hantering och kontroll*, 1:a uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2013. (Citeras: Elofsson, m.fl., 2013)

Samuelsson, Per, Afrell, Lars, Cavallin, Samuel, Sjöblom, Nils, *Lagen om marknadsmisbruk och lagen om anmälningsskyldighet, En kommentar*, 1. uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2005. (Citeras: Samuelsson, m.fl., 2005)

Svernlöf, Carl & Sjöman, Erik (red.), *Marknadsmisbrukslagen i praktiken*, 1. uppl., Stockholm Centre for Commercial Law, Stockholm, 2010. (Citeras: Svernlöf & Sjöman, 2010)

Artiklar

Landelius, Gustav & Lycke, Johan, *Nya föreslagna EU-regler om marknadsmisbruk*, Ny Juridik 3:2012, s. 17. (Citeras: Lundelius & Lycke, Ny Juridik 3:12)

Samuelsson, Per, *Nya regler för marknadsmissbruk*, JT häfte 1, 2003/04 s. 256.

(Citeras: Samuelsson, JT häfte 1, 2003/04)

Samuelsson, Per, *Normbildning rörande otillbörlig kurspåverkan*, SvJT 2002 s. 873.

(Citeras: Samuelsson, SvJT 2002)

Sjöblom, Nils, *Insiderbrott – några anteckningar i anslutning till senare års praxis*, SvJT 2012 s. 384.

(Citeras: Sjöblom, SvJT 2012)

Elektroniska källor

<http://www.fondhandlarna.se/index.php/regler> (hämtad 2013-04-23).

<http://www.fi.se/Tillsyn/Statistik/Marknadsmissbruk/> (hämtad 2013-04-23).

Övriga källor

Finansinspektionens författningssamling FFFS 2007:17, Föreskrifter om verksamhet på marknadsplatser (Gäller från 2007-11-01).

Högsta domstolens beslut i mål B 1276-08 (2009-04-30)

Högsta domstolens beslut i mål B 2116-09 (2010-02-15)

Högsta domstolens beslut i mål B 3100-10 (2010-09-08)

Högsta domstolens beslut i mål B 5821-10 (2011-03-24)

Högsta domstolens beslut i mål B 4918-11 (2012-04-30)

Knuts, Mårten, *Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet*, Finansmarknadskommitténs Rapport nr 9, december 2011.

(Citeras: Knuts, 2011)

NASDAQ OMX Nordic Member Rules, Version 1.9 (1 February 2013).

Åklagarens överklagan av Svea hovrätts dom, mål B 7956-07, ÅM 2008/0368 (2008-02-01)

(Citeras: ÅM 2008/0368)

Rättsfallsförteckning

Högsta domstolen

NJA 1994 s. 404

NJA 2008 s. 292

Högsta domstolen, mål B 380-11 (2013-01-22)

Hovrätterna

RH 1990:102

RH 2005:14

RH 2009:29

RH 2012:85

Göta hovrätt, mål B 320/90 (1991-05-03)

Svea Hovrätt, mål B 6675-00 (2001-10-30)

Svea hovrätt, mål B 2080-06 (2007-09-13)

Svea hovrätt, mål B 7956-07 (2008-01-04)

Svea hovrätt, mål B 6037-08 (2009-03-06)

Svea hovrätt, mål B 174-08 (2009-03-30)

Svea hovrätt, mål B 7638-09 (2010-04-27)

Svea hovrätt, mål B 4911-09 (2010-06-01)

Svea hovrätt, mål B 422-09 (2010-11-17)

Göta hovrätt, mål B 3228-09 (2010-12-20)

Svea hovrätt, mål B 8270-10 (2011-10-03)

Hovrätten för västra Sverige, mål B 4516-10 (2011-11-15)

Svea hovrätt, mål B 1317-11 och B 919-12 (2012-05-11)

Svea hovrätt, mål B 10750-11 (2012-09-14)

Svea hovrätt, mål B 2235-12 (2012-11-08)

Svea hovrätt, mål B 5494-11 (2013-04-14)

Tingsrätterna

Stockholms tingsrätt, mål B 11287-07 (2010-06-01)

EU-domstolen

EU-domstolens mål C-45/08, (23 december 2009), Spector Photo Group NV, Chris van Raemdonck mot Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)