



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Nils Mansfeld

Otillåten insiderhandel
Ett kontroversiellt brottsområde

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet
30 högskolepoäng

Handledare: Per Samuelsson

Termin för examen: HT 2013

Innehåll

| | |
|---|-----------|
| SUMMARY | 1 |
| SAMMANFATTNING | 3 |
| FÖRKORTNINGAR | 5 |
| 1 INLEDNING | 6 |
| 1.1 Introduktion | 6 |
| 1.2 Syfte och frågeställning | 8 |
| 1.3 Metod och material | 8 |
| 1.4 Avgränsningar | 9 |
| 1.5 Disposition | 9 |
| 2 INSIDERLAGSTIFTNINGENS FRAMVÄXT | 10 |
| 2.1 Inledning | 10 |
| 2.2 Lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav (ARL) | 10 |
| 2.3 Lag (1985:571) om värdepappersmarknaden (LVM) | 11 |
| 2.4 Insiderlagen (1990:1342) (IL) | 12 |
| 2.5 Insiderstrafflagen (2000:1086) (ISL) | 14 |
| 2.6 Lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (MmL) | 15 |
| 3 NY EU- FÖRORDNING OCH DIREKTIV OM MARKNADSMISSBRUK | 17 |
| 3.1 Inledning | 17 |
| 3.2 MiFID | 17 |
| 3.3 Ett enhetligt regelverk | 18 |
| 3.4 Utvidgat tillämpningsområde | 19 |
| 3.5 Insiderhandelsförbudet | 19 |
| 3.6 Insiderförteckning | 20 |
| 3.7 Tillsyn | 21 |
| 3.8 Administrativt sanktionssystem | 22 |
| 3.9 Straffrättsliga påföljder | 22 |

| | | |
|----------|--|-----------|
| 3.10 | Ikraftträdande | 23 |
| 4 | ARGUMENT FÖR OCH EMOT INSIDERLAGSTIFTNING | 24 |
| 4.1 | Inledning | 24 |
| 4.2 | Argument för ett förbud | 24 |
| 4.2.1 | Förtroendeargumentet | 24 |
| 4.2.2 | Rättviseargumentet | 25 |
| 4.2.3 | Försämrad informationsgivning versus informationsövertag | 26 |
| 4.2.4 | Äganderättsargumentet | 26 |
| 4.3 | Argument emot ett förbud | 27 |
| 4.3.1 | Insiderhandel skadar ingen | 27 |
| 4.3.2 | Bidrar till rättvisande aktiekurser | 27 |
| 4.3.3 | Medför kontrollsvårigheter | 28 |
| 4.3.4 | Insiderhandel gynnar ägandet och är ett bra belöningssystem | 28 |
| 4.4 | Ekonomiskt perspektiv | 29 |
| 5 | TILLSYN | 32 |
| 5.1 | Inledning | 32 |
| 5.2 | Finansinspektionen | 32 |
| 5.3 | Ekobrottsmyndigheten | 34 |
| 5.4 | Finansmarknadskammaren | 35 |
| 5.5 | Statistik | 36 |
| 6 | INSIDERBROTTETS UPPBYGGNAD | 38 |
| 6.1 | Inledning | 38 |
| 6.2 | Insiderhandel och relevanta begrepp | 38 |
| 6.3 | Insiderinformation | 39 |
| 6.4 | Omständighet av specifik natur | 41 |
| 6.5 | Omständighet som inte är offentliggjord eller allmänt känd | 42 |
| 6.6 | Ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument | 44 |
| 6.7 | Väsentlighetskravet | 45 |
| 7 | UNDANTAG FRÅN FÖRBUDETS TILLÄMPNINGSSOMRÅDE | 47 |
| 8 | SUBJEKTIVA REKVISIT | 48 |
| 8.1 | Uppsåtsfrågan och insiderbrott | 48 |
| 8.2 | Vårdslöst insiderförfarande | 48 |

| | |
|--|-----------|
| 9 FÖRSÖK OCH MEDVERKAN TILL INSIDERBROTT | 50 |
| 10 PRAXIS | 51 |
| 10.1 Inledning | 51 |
| 10.2 Tivoxmålet (NJA 2008 s. 292) | 51 |
| 10.3 Biacore-målet (B 7956-07) | 52 |
| 10.4 Studsviksavgörandena (B 7638-09 och RH 2009:29) | 53 |
| 10.5 TagMaster-målet (B 6037-08) | 54 |
| 10.6 Ticket-målet (B 4911-09) | 55 |
| 10.7 Inwarehouse-målet (B 174-08) | 56 |
| 10.8 Eurocine-målet (B 422-09) | 56 |
| 10.9 Mobiclear-målet (NJA 2013 s. 7) | 57 |
| 11 ANALYS | 58 |
| 11.1 Inledning | 58 |
| 11.2 Insiderbrottets rekvisit och praxis | 58 |
| 11.3 Förbuden är inte heltäckande | 60 |
| 11.3.1 Inledning | 60 |
| 11.3.2 Självgenererad insiderinformation | 60 |
| 11.3.3 Återkallelse | 61 |
| 11.3.4 Kapitalförsäkringar | 61 |
| 11.4 Den EU-rättsliga utvecklingen kring insiderlagstiftning | 62 |
| 11.4.1 Inledning | 62 |
| 11.4.2 Ett enhetligt regelverk | 62 |
| 11.4.3 Insiderinformation | 63 |
| 11.4.4 Insiderhandel | 63 |
| 11.4.5 Tillsyn | 64 |
| 11.4.6 Administrativa sanktioner | 65 |
| 11.5 Konsekvenser för rättsläget | 66 |
| 12 SLUTSATS | 67 |
| KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING | 69 |
| Offentligt tryck | 69 |
| EU-rättsliga källor | 69 |
| Litteratur | 70 |
| Artiklar | 71 |

| | |
|------------------------------|-----------|
| Övriga källor | 71 |
| RÄTTSFALLSFÖRTECKNING | 73 |
| Högsta domstolen | 73 |
| Hovrätterna | 73 |
| Tingsrätterna | 73 |

Summary

As the financial markets grow and their importance increases, so has public interest. The financial markets in Sweden have a turnover of several billion Swedish kronor, which goes some way to explain the current interest. Other reasons for the increasing public interest are the expanding transnational trade and the rapid evolution of trade technology.

Illegal insider trading (insider dealing) is not uncommon in Sweden or internationally. This year, the number of reported suspected illegal insider trading is at an all time high. However, comparatively few insiders are being prosecuted and even fewer are being convicted. The Swedish National Economic Crimes Bureau would like to ensure more convictions of illegal insider trading and has set up a new chamber, finansmarknadskammaren, with the purpose to investigate and prosecute people suspected of breaking the Market Abuse Act.

An insider criminal is somebody who has abused inside information. Unfortunately, the legal definition of inside information is vague. One reason so few have been convicted of insider trading is because the legal definition of insider information is fraught with problems. Moreover, prosecutors often find it difficult to prove that somebody has committed insider trading with intent. The high demands of the burden of proof often make those indicted in illegal insider trading absolved from responsibility.

Prohibiting insider trading has not previously been given priority by Swedish law. There is an ongoing debate as to whether the benefits of banning insider trading will outweigh the disadvantages. Today, insider control is regarded necessary for markets to function properly and to strengthen public confidence in the financial market. The idea behind the legislation is that trading in the financial markets must be based on equal opportunities and that rules must be the same for everybody.

The first Swedish legislation concerning insider trading was introduced during the 1970s. The first direct prohibition was introduced in 1985. Swedish insider legislation was harmonized with the European illegal insider trading in 1989, when the EU-Directive on insider trading was implemented into Swedish law. The regulation of insider trade has since its introduction been continually altered and expanded. Today more transactions than ever are subject to increasingly stringent prohibitions. The first insider legislation prohibited trading by a small group of individuals (insiders and their affiliates), this group has since been greatly expanded, to include each and everyone who has come into possession of inside information.

The current regulatory framework is inadequate/outmoded for several reasons: EU Member States differ in their views on what constitutes insider trading, trade technology is evolving rapidly and transnational commerce is on the increase.

As a result of these problems, the definition of which insider dealing offences constitute criminal offences differs considerably between member states. The problems caused by technological developments and by the transnational nature of commerce have revealed gaps in the regulation. In light of these problems, the EU Commission initiated an investigation in 2011 with a view to create a harmonized regulation of market abuse. The Directive aims to increase market integrity and investor protection, while ensuring a single rulebook.

The Bill includes requirements for both administrative and criminal sanctions, and an extension of the concept of inside information to include a new category of inside information: under the proposed Bill, all information which has not been disclosed to the public may be considered inside information.

As the debate continues, it is still unclear what the final Bill will mean for Swedish law. Whatever the outcome, it is clear that when the proposal comes into force, it will affect Swedish insider trading legislation. Hopefully it will impact Swedish insider legislation positively, in the form of a regulatory framework with clear and unambiguous criteria, where the boundaries of what constitutes lawful and unlawful transactions are clarified.

Sammanfattning

I takt med att de finansiella marknadernas omfång och betydelse har ökat, har allmänhetens intresse för de finansiella marknaderna också ökat. Idag omsätter den svenska värdepappersmarknader flera miljarder kronor och ger upphov till ett växande informationsflöde. En anledning till det stora intresset för värdepappersmarknader är bland annat att det internationella inslaget har ökat kraftigt. Mycket av handeln som sker idag på marknaderna är gränsöverskridande. En annan viktig anledning till att värdepappersmarknaderna har tilldragit sig intresse är den snabba teknikutvecklingen. Dessa två faktorer har lett till att marknaderna präglas av en hög förändringstakt.

Insiderhandel (insiderbrott) är inte en ovanlig företeelse varken i Sverige eller utomlands. I år slår antalet anmälda misstänkta insiderbrott rekord, men det är fortfarande få som åtalas och fälls. Ekobrottsmyndigheten vill få fler åtalade och fällda för insiderbrott och har därför inrättat en ny kammare, finansmarknadskammaren, vars uppgift är att beivra och utreda misstänkta brott mot marknadsmissbruklagen.

Förutsättningen för att ett insiderbrott ska vara för handen är att det rör sig om ett otillåtet utnyttjande av insiderinformation. Lagstiftaren har valt att definiera begreppet insiderinformation på grundval av vaga och flytande rekvisit. En anledning till att så få personer fälls för insiderbrott är att legaldefinitionen av insiderinformation medför tillämpningssvårigheter vid rättsavgöranden. Åklagare möter inte sällan svårigheter att leda i bevis att en person har haft uppsåt att begå insiderbrott. De höga beviskraven gör att de flesta som åtalas för insiderhandel frias från ansvar.

Ett förbud mot insiderhandel har inte alltid varit en självklarhet. Insiderhandel ansågs tidigare vara en naturlig del av marknaden. Det har under en lång tid förts en diskussion om huruvida fördelarna med ett förbud mot insiderhandel överväger nackdelarna. Idag anses insiderreglering vara en förutsättning för en fungerande marknad, vilket motiveras med att det stärker allmänhetens förtroende för den finansiella marknaden. Tanken med insiderlagstiftningen är att handeln på de finansiella marknaderna skall ske utifrån jämlika förutsättningar och att spelreglerna skall vara lika för alla.

De första bestämmelserna i Sverige som rörde insiderhandel infördes under 1970-talet. Först år 1985 kom de första direkta förbuden mot insiderhandel. Sedan EG:s direktiv om insiderhandel implementerades i svensk rätt år 1989 har den svenska insiderlagstiftningen harmoniserats med den europeiska motsvarigheten. Insiderregleringen har sedan den infördes kommit att stegvis förändras och utvidgas. Allt fler transaktioner omfattas av allt strängare förbud. Den första insiderlagstiftningen gällde en mindre krets personer (insynspersoner och dess närstående). Idag omfattar insiderförbudet alla som utifrån insiderinformation handlar med finansiella instrument. All handel på värdepappersmarknaderna omfattas av förbudet, även transaktioner som sker utanför de finansiella marknaderna om affären berör finansiella instrument på en reglerad marknad.

EU-medlemsstaternas olika syn på vad som utgör insiderbrott, den snabba teknikutvecklingen och det ökande inslaget av transnationell handel har gjort det uppenbart att det nuvarande regelverket är bristfälligt. Av denna anledning tillsatte EU-kommissionen år 2011 en utredning, för att harmonisera regelverket mellan de olika medlemsstaterna. Syftet med det nu aktuella lagförslaget är att höja förtroendet för värdepappersmarknaden och investerarskyddet samt att få till stånd ett enhetligt och heltäckande EU-rättsligt regelverk.

Det presenterade lagförslaget innehåller bland annat krav på både administrativa och straffrättsliga sanktioner samt en utvidgning av begreppet insiderinformation till att inbegripa en ny kategori av insiderinformation. Enligt det föreslagna lagförslaget kommer i princip all information, som ej har blivit offentliggjord, komma att utgöra insiderinformation. Dessutom föreslår kommissionen att tillsynsmyndigheterna ska ges utvidgade befogenheter för att kunna lagföra fler för insiderbrott.

Det är fortfarande oklart vad det slutgiltiga lagförslaget kommer att innebära för svensk rätt, då det fortfarande pågår förhandlingar kring dess utformning. Men oavsett om/när förslaget träder i kraft kommer det att påverka svensk insiderlagstiftning. Förhoppningen är att det kommer påverka svensk insiderlagstiftning positivt, i form av ett tydligt regelverk med klara och entydiga rekvisit där gränsen för vad som utgör tillåtna och otillåtna transaktioner är klar.

Förkortningar

| | |
|-------|---|
| AnmL | Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument |
| ARL | Lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav |
| AvtL | Lag (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område |
| BrB | Brottsbalk (1962:700) |
| EBM | Ekobrottsmyndigheten |
| EEG | Europeiska ekonomiska gemenskapen |
| EG | Europeiska gemenskapen |
| ESMA | European Securities and Markets Authority |
| EKMR | Europeiska konventionen om skydd för de mänskliga rättigheterna |
| EU | Europeiska unionen |
| FI | Finansinspektionen |
| HD | Högsta domstolen |
| HovR | Hovrätten |
| IL | Insiderlag (1990:1342) |
| ISL | Insiderstrafflagen (2000:1086) |
| JT | Juridisk Tidskrift vid Stockholms universitet |
| 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 |
| SCB | Statistiska centralbyrån |
| SOU | Statens Offentliga Utredningar |
| SvJT | Svensk Juristtidning |
| VD | Verkställande direktör |
| VpmL | Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden |

1 Inledning

1.1 Introduktion

Insiderbrott får ofta stor uppmärksamhet i massmedia och få ekonomiska brott intresserar allmänheten så mycket som insiderbrott. Detta trots att insiderbrottsligheten endast står för en mycket liten del av de misstänkta brott som anmäls till ekobrottsmyndigheten (EBM). Enligt Martin Tidén, chefsåklagare för Finansmarknadskammaren, står insiderbrott för ”mindre än 1 procent av Ekobrottsmyndighetens verksamhet men 90 procent av dess mediala uppmärksamhet”.¹ Anledningen till detta är att insiderhandel oftast involverar grupper med hög social status som tillgodoser sina egna ekonomiska intressen på andras bekostnad. Att förhindra insiderhandel anses idag, och har gjort så under flera decennier, vara en fråga om rättvisa och förtroende. Det anses orättvist att en person kan utnyttja information, som inte är känd för alla, för att tjäna pengar utan risk. Därför ställer samhället (genom lagstiftning) krav på insyn i affärer på finansiella marknader. Det anses vara väsentligt att alla får ta del av all information, för att informationen per se inte skall bli ett konkurrensmedel.²

I dagens samhälle är det inte bara professionella investerare och ledande personer inom näringslivet som placerar sitt överskottskapital i olika finansiella instrument. Allt fler hushåll investerar idag sitt sparkapital, för sin framtida pension eller långsiktiga sparande, i finansiella instrument på olika finansiella marknadsplatser. Då pensionssparandet allt mer knyts till sparande på aktiemarknaden har de ekonomiska incitamenten för att trygga ålderdomen ökat deltagandet på denna marknad. När allt fler intresserar sig för börsen, sprids kunskapen om hur de finansiella marknaderna fungerar. Världens marknader för finansiella instrument omfattar en stor mängd informations- och penningflöden. Nya marknadsplatser, fler finansiella instrument och den snabba tekniska utvecklingen lockar till sig allt fler aktörer.³ Samtidigt uppstår möjligheter för personer med kunskap om finansiella marknader att med olagliga metoder tillskansa sig en del av den stora mängd pengar som finns i omlopp på värdepappersmarknaderna.⁴

Det är viktigt att allmänheten har förtroende för att marknaden skall fungera på ett bra sätt. Om alla marknadsaktörer har samtidig tillgång till korrekt och aktuell information kan den finansiella marknaden fortsätta att utvecklas. Skulle däremot vissa aktörer ha ett informationsövertag som de kan utnyttja för egen vinning kan det medföra att investerare tappat förtroendet och söker sig till andra marknadsplatser. Detta i sin tur leder till en risk för minskad omsättning och sämre marknadseffektivitet. Handeln med finansiella instrument är av central betydelse för det samhällsekonomiska systemet genom att kapital tillförs de områden och projekt som har störst möjlighet att växa och ge avkastning.⁵

¹ Bernbo Mitt i juridiken (2012).

² Löfmarck (1988) s. 35-36 och Nilsson (1994) s. 16-17.

³ Appelgren & Sjögren (2001) s. 74-75 och Wallin-Norman (2011) s. 13-15.

⁴ Nilsson (1994) s. 1.

⁵ Schedin Ny Juridik (2007) s. 7.

För att bättre förstå vilka belopp de finansiella marknaderna omsätter i Sverige kan några siffror nämnas (Källa: SCB). Den totala aktieförmögenheten i bolag noterade på de svenska värdepappersmarknaderna uppgick till 4 272 miljarder kronor och de svenska hushållens aktieförmögenhet värderades till 465 miljarder kronor, vid utgången av juni 2013 (exklusive aktierelaterat fond- och försäkringssparande). Antalet aktieägare uppgick till 1 395 747 individer även om en mycket liten andel ägde en mycket stor del av aktieförmögenheten. I slutet av juni 2013 hade 5 % (cirka 77 000 personer) cirka 77 % av aktieförmögenheten.⁶

Regleringen kring insiderhandel har endast funnits i ett par decennier och ett förbud mot insiderhandel har inte alltid varit en självklarhet. I början på 1970-talet avvisade lagstiftaren ett generellt förbud mot insiderhandel eftersom en sådan straffbestämmelse ansågs förknippad med bevissvårigheter.⁷ Idag är insiderregleringen en självklarhet i de flesta länder med marknadsekonomi. Av samtliga länder med en existerande värdepappersmarknad har ungefär 85 % infört förbud mot insiderhandel. Däremot har förbudsbestämmelsen endast tillämpats av ett begränsat antal länder och endast vid ett fåtal gånger i respektive land.⁸

Den svenska insiderlagstiftning har varit ifrågasatt, då många menar att lagstiftningen är svårtillämpad med vaga rekvisit och allt för höga beviskrav för att den skall kunna fullgöra sitt syfte, nämligen skydda integriteten på värdepappersmarknaderna samt upprätthålla allmänhetens förtroende för den finansiella marknaden. Lagstiftningen medför svårigheter för domstolarna, tillsynsmyndigheterna samt aktörerna på marknadsplatserna eftersom de senare inte vet hur bestämmelserna kommer att tillämpas och vad som utgör olagligt beteende, vilket medför rättsosäkerhet. Få personer har åtalats och dömts för insiderbrott. Man kan därför ställa sig frågan om insiderregleringen uppfyller sitt syfte?

Sedan början på 1990-talet har den svenska insiderregleringen harmoniserats med de europeiska direktiven på området. Den svenska insiderlagstiftningen har således kommit att utvidgas vad avser tillämpningsområde och strängare påföljder.⁹ Fler förändringar är på ingång då EU-kommissionen, i detta nu, vill förnya insiderlagstiftningen med bland annat administrativa sanktioner och strängare påföljder.¹⁰

⁶ Aktieägarstatistik - Aktieäggande i bolag noterade på svensk marknadsplats (2013).

⁷ Sjöblom SvJT (2012) s. 400.

⁸ Samuelsson JT häfte 1 (2003/04) s. 256-258.

⁹ Sjöblom SvJT (2012) s. 384.

¹⁰ Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning (KOM(2011) 651) och Kommissionens förslag till marknadsmissbruksdirektiv (KOM(2011) 654).

1.2 Syfte och frågeställning

Syftet med detta examensarbete är att belysa de svårigheter som råder rörande hur insiderregleringen tolkas och tillämpas utifrån definitionen av insiderinformation. Den svenska insiderregleringen har kritiserats för att vara ineffektiv och bristfällig. Om dagens reglering ej uppfyller sitt syfte kan det ifrågasättas om en insiderreglering över huvud taget är motiverad. Centralt för examensarbetet är att belysa den tillämpnings- och tolkningsproblematik som definitionen av insiderinformation medför för de olika aktörerna när det gäller att avgöra vad som skall anses utgöra insiderinformation. Således kommer examensarbetet att fokusera på frågan när information utgör insiderinformation och vilka rekvisit som måste vara uppfyllda. Arbetet kommer att ha sin utgångspunkt i tidigare och nuvarande lagstiftning kring insiderhandel samt i rättspraxis för att beskriva hur regleringen tillämpats i praktiken.

Examensarbetet kommer även att diskutera vad det nya EU-förslaget kring marknadsmissbruk kommer att innebära för svensk insiderlagstiftning. Kommer det nya lagförslaget att innebära en lösning på problemen med att definiera begreppet insiderinformation och dess rekvisit?

Sammanfattning av syfte/frågeställning:

- Vad innebär begreppet insiderinformation och vilka är rekvisiten för insiderbrott?
- Hur har lagstiftningen kring insiderhandel och lagens tillämpning förändrats över tid?
- Hur har EU:s syn på marknadsmissbruk påverkat svensk lagstiftning?

1.3 Metod och material

Detta examensarbete utgår utifrån en rättsdogmatisk metod, vilket innebär att det material som främst har legat till grund för arbetet är relevanta lagar, förarbeten, doktrin och rättspraxis. Dessutom har utländskt material använts i arbetet då svensk insiderlagstiftning är i ökande grad uppbyggd kring lagstiftning på EU-nivå. Då rättspraxis från Högsta domstolen (HD) är begränsad (få fall) har mer hänsyn tagits till hovrätts- och tingsrättsdomar än vad som är vanligt. Tyvärr måste tilläggas att den svenska doktrin som finns på området är begränsad och föråldrad, vilket innebär att vissa källor är av äldre datum. Dock får de källor som har använts i arbetet fortfarande anses vara relevanta, då nuvarande regelverk kring insiderlagstiftning bygger på äldre förarbeten och doktrin. Vidare är de jurister och ekonomer, som jag har citerat, välkända och framstående med akademiska meriter.

Gällande det marknadsmissbruksförslag som EU-kommissionen har presenterat har givetvis den föreslagna förordningen och direktivet använts. Även på detta område är svensk doktrin begränsad, men ett antal rapporter, utredningar och artiklar finns och har beaktats. Tilläggas bör dock, att EU-förslaget fortfarande är under utredning och det fortfarande är osäkert när det kommer att träda i kraft. Därför kan saker som tas upp i detta arbete gällande EU-förslaget komma att ändras tills lagförslagets ikraftträdande.

1.4 Avgränsningar

Examensarbetet har begränsats till en redogörelse för insiderlagstiftningen och dess utveckling inom svensk rätt. Arbetet kommer delvis även att ta upp EU-rättsliga direktiv då dessa idag är en del av den svenska lagstiftningen. Men någon närmare genomgång av tidigare EU-direktiv och dess uppkomst har ej gjorts. Fokus för arbetet är, som tidigare nämnts, svensk insiderlagstiftning, varför någon komparativ jämförelse med andra länders insiderlagstiftning inte kommer att göras. Inte heller kommer utländska och EU-rättsliga avgöranden att behandlas. På grund av utrymmesskäl har diskussionen om lagen om anmälningsskyldighet av aktieinnehav för vissa personer med insyn (AnmL) begränsats. Någon analys av övriga brott i marknadsmissbrukslagen (MmL) eller närliggande brott genomförs inte heller.

1.5 Disposition

I examensarbetets inledande kapitel presenteras ämne, syfte och frågeställning. Efter det följer ett kapitel om den svenska insiderlagstiftningens historia. I kapitel tre redovisas EU-kommissionens senaste lagförslag avseende marknadsmissbruk, vilket är ett av arbetets huvudfrågor. Avsikten med kapitel två och tre är att läsaren skall få inblick i den svenska insiderregleringens framväxt och syfte. I kapitel fyra behandlas tillsyns- och övervakningsverksamheten kring insiderhandel i Sverige. Här ges en inblick i hur ett ärende inleds och hur det avslutas samt vilka myndigheter som har till uppgift att övervaka, utreda och åtala olagliga handlingar på de finansiella marknaderna. I detta kapitel presenteras dessutom statistik för antalet misstänkta, åtalade och domar avseende insiderhandel. I det femte kapitlet diskuteras insiderlagstiftningens berättigande. Detta har varit föremål för mycket diskussion under de fyra decennier som bestämmelserna har funnits. De argument för och emot insiderregleringen, som framförts genom åren, behandlas i detta kapitel. Vidare kommer ett ekonomiskt perspektiv att presenteras i denna del för att klargöra ekonomernas syn på insiderlagstiftningen.

I kapitel sex till nio, som utgör arbetets grundval, behandlas insiderbrottets uppbyggnad och de bestämmelser kring insiderhandel som är tillämpliga idag. Dessa kapitel har som syfte att ge en tydlig bild av vilka rekvisit som måste vara uppfyllda för att ett insiderbrott skall anses vara för handen. Frågan när information skall anses utgöra insiderinformation diskuteras här. Vidare behandlar kapitel sex till nio brottets subjektiva och objektiva rekvisit. I det tionde kapitlet redovisas svensk rättspraxis på området för att läsarna skall förstå hur insiderregleringen fungerar i praktiken samt hur domstolarna bedömer och tillämpar insiderinformation och dess rekvisit. I de två sista kapitlen analyseras och jämförs den nuvarande insiderregleringen med EU-kommissionens nya förslag på området. Analysen försöker svara på frågan om EU-förslaget kommer att lösa de tolknings- och tillämpningsproblem som dagens insiderlagstiftning medför. Examensarbetet avslutas med en kort sammanfattning av arbetet.

2 Insiderlagstiftningens framväxt

2.1 Inledning

Handel med finansiella instrument har pågått under lång tid men trots det har det saknats regleringar för att stävja insiderhandel. Problemet med insiderhandel har funnits länge och är inte en ny företeelse. Det finns tidiga exempel från exempelvis USA, England och Tyskland. Insiderhandel är idag inte en ovanlig företeelse varken i Sverige eller utomlands. Det har visats att insiderhandel på många av de finansiella marknaderna snarare är regel än undantag.¹¹ Den första regleringen kring insiderhandel kom till under 1970-talet i svensk rätt.¹² Det var dock först år 1985 som ett direkt förbud mot insiderhandel infördes i svensk lag.¹³ Lagstiftningen kring insiderhandel har sedan dess varit föremål för omfattande förändringar och har stegvis utvecklats för att beivra marknadsmissbruk. Framst har förändringarna inneburit utvidgningar av insiderförbudens tillämpningsområde och skärpningar av påföljderna vid överträdelse av bestämmelserna. Insiderförbudet har således kommit att utvidgas successivt, då allt fler situationer och handlingsformer numera omfattas av allt strängare förbud.

Mycket har skett på den finansiella marknaden gällande till exempel teknikutvecklingen, det ökande internationella inslaget och den svenska lagstiftningens anpassning till ett enhetligt europeiskt regelverk sedan införandet av den första insiderregleringen.¹⁴ Denna utveckling har medfört att det inom EU just nu pågår en översyn av marknadsmissbruksreglerna på EU-nivå, för att skapa ett mer enhetligt regelverk, då dagens regelverk anses vara bristfälligt och förlegat.¹⁵

2.2 Lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav (ARL)

I Sverige togs det först steget i utvecklingen mot ett förbud av insiderhandel den 1 januari 1972 genom lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav (ARL). Före år 1972 kunde affärer som var brottsliga eller ansågs ohederliga i viss mån angripas genom civilrättsliga bestämmelser (se 30 § AvtL eller 33 § AvtL) och allmän strafflagstiftning (se 9 kap. 9 § BrB.) Med ARL infördes bestämmelser om skyldighet att anmäla aktieinnehav i den svenska rättsordningen. Lagen stadgade en skyldighet för vissa ledande befattningshavare i svenska aktiebolag, vars aktier var noterade på Stockholmsbörsen (då kallat Stockholms fondbörs), att öppet redovisa sitt eget och vissa närståendes aktieinnehav i det egna bolaget för registrering i en offentlig aktiebok. Dessutom var dessa befattningshavare skyldiga att anmäla förändringar i aktieinnehavet.¹⁶ Syftet med

¹¹ af Sandeberg (2002) s. 15 och Nilsson (1994) s. 20.

¹² Lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav.

¹³ Lag (1985:571) om värdepappersmarknaden.

¹⁴ Samuelsson *et al* (2005) s. 37-38, Schedin Ny Juridik (2007) s. 8 och Sjöblom SvJT (2012) s. 385.

¹⁵ Landelius & Lykke Ny juridik (2012) s. 17.

¹⁶ Prop. 1990/91:42 s. 30-31.

lagen var att förhindra insiderspekulation samt att motverka att ett bolags närstående personer missbrukade insiderinformation.¹⁷

Begreppet insiderinformation kom i förarbetena att kallas för förtrolig information och avsåg företagsspecifik information, det vill säga information som inte fanns tillgänglig i bolagets offentliggjorda material och som erfarenhetsmässigt kunde förväntas påverka kursen när den blivit allmänt känd.¹⁸ Tanken med att tvinga dessa befattningshavare att offentligt redovisa sitt aktieinnehav var att de skulle avstå från att göra affärer som baserades på insiderinformation då de riskerade att utsättas för negativ publicitet i massmedia. Det var Bankinspektionen som var den instans som hade till uppgift att övervaka detta system.¹⁹

En för sent inkommen eller underlåten anmälan, felaktiga uppgifter i anmälan och vissa brister i registerföringen var straffbelagt med böter eller fängelse i högst sex månader. Ringa fall dömdes inte till ansvar och reglerna i ARL gällde sekundärt till BrB.²⁰ Något handelsförbud infördes således ej i ARL utan det ansågs tillräckligt att personer med nära anknytning till bolagets ledning redovisade sina aktieinnehav för att insiderhandel skulle kunna beivras.²¹

2.3 Lag (1985:571) om värdepappersmarknaden (LVM)

Då antalet affärer på den svenska aktiemarknaden ökade under 1980-talet och då utländska placerare började intressera sig för den svenska marknaden ansågs inte reglerna om anmälningsskyldighet av aktieinnehav tillräckligt effektiva för att motverka insiderbrott.²² Förekomsten av insiderhandel, som ansågs rubba förtroende för värdepappersmarknaden, ledde till att Lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav kom att ersättas, år 1985, av Lag (1985:571) om värdepappersmarknaden (LVM).²³ Genom LVM kom Sveriges första kriminalisering av insiderhandel då lagen kom att innehålla, förutom anmälningsskyldighet i enlighet med ARL, två direkta förbud mot insiderhandel. Reglerna i LVM byggde på ett inskränkt, traditionellt insiderbegrepp och avsåg endast personer och information med särskild anknytning till bolaget, men inte på allmänt kurspåverkande omständigheter.²⁴

Det första förbudet kom att kallas ”take over”-förbudet. Detta förbud innebar att ett handelsförbud inträdde för arbets- eller uppdragstagare som var involverade i ett uppköpserbudande, så snart en förberedelseåtgärd inför ett offentligt uppköpserbudande hade vidtagits hos bolaget. Det andra förbudet, som kom att kallas det allmänna insiderförbudet, innebar att den som ansågs ha insynställning i bolaget inte fick handla med bolagets aktier om personen hade vet-

¹⁷ Samuelsson *et al* (2005) s. 38.

¹⁸ SOU 1970:38 s. 37-39.

¹⁹ Samuelsson *et al* (2005) s. 39.

²⁰ Prop. 1990/91:42 s. 31.

²¹ Samuelsson *et al* (2005) s. 39.

²² af Sandeberg (2002) s. 59-60.

²³ Prop. 1984/85:157 s. 21.

²⁴ Prop. 1990/91:42 s. 30.

skap om kurspåverkande fakta som ännu inte var offentliggjorda av bolaget.²⁵ Förbuden omfattade de personer som var stora aktieägare i bolaget och vissa befattningshavare i dotterbolag samt de som enligt ARL hade anmälningsskyldighet. Personkretsen, som ansågs ha insynsställning i bolaget, och därför var registreringskyldiga, utvidgades i jämförelse med personkretsen enligt ARL.²⁶

LVM fick kritik bland annat för den snäva definitionen av begreppet insiderinformation som endast åsyftade företagsspecifik information och för att tillämpningsområdet begränsades till värdepapper som påverkades av denna företagsspecifika information.²⁷ Dessutom ansågs den personkrets som förbudet riktade sig till vara för snäv, då den till exempel inte omfattade placerare och förvaltare på finansiella institutioner som har tillgång till insiderinformation.²⁸

Grov oaktsamhet eller uppsåtligt brott mot insiderförbuden var straffbelagt med böter eller fängelse i högst sex månader. För insiderbrott som var att anse som grovt kunde fängelse i högst två år utdömas (28 §). Brott mot lagens anmälnings- och uppgiftsskyldighet var straffbelagt med böter eller fängelse i högst sex månader (29 §).²⁹

2.4 Insiderlagen (1990:1342) (IL)

Några år senare, nämligen år 1991, skärptes förbudet mot insiderhandel då LVM ersattes med insiderlagen (1990:1342) (IL) varigenom EG:s insiderdirektiv 89/592/EES (insiderdirektivet) implementerades i svensk rätt. Anledningen till den nya IL var bland annat den omfattande kritik som riktades mot LVM samt att lagstiftarna ansåg det nödvändigt med en harmonisering till internationella förhållanden för att de svenska marknadsplatserna skulle kunna konkurrera med utländska börser, under samma förutsättningar.³⁰ Omsättningen på aktiemarknaden i Sverige ökade under 1980-talet från cirka 10 miljarder i början på 1980-talet till 113 miljarder vid årtiondets slut. Allmänhetens intresse för värdepappersmarknaden ökade markant och därigenom ökade även informationsflödet. Lagstiftarna ville att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden skulle upprätthållas så att den gynnsamma utvecklingen inte skulle äventyras. Risken fanns annars att placerarna sökte sig till marknadsplatser utanför Sveriges gränser, vilket skulle minska omsättningen och på så sätt leda till sämre marknadseffektivitet.³¹

IL kom att innehålla en huvudregel av generell karaktär med förbud mot insiderhandel, regler om anmälningskyldighet till insiderregistret för personer med insynsställning, och förbud för ledande befattningshavare och uppdragstagare att göra korttidsaffärer med aktier i bolaget. All handel som genomfördes på en börs, på en organiserad marknadsplats eller genom ett värdepappersinstitut omfattades av den nya lagen. Personkretsen utvidgades till att omfatta nästintill

²⁵ SOU 1984:2 111-115.

²⁶ SOU 1989:72 s. 140-141.

²⁷ af Sandeberg (2002) s. 60.

²⁸ SOU 1989:72 s. 177.

²⁹ Prop. 1990/91:42 s. 34.

³⁰ Prop. 1990/91:42 s. 39.

³¹ Prop. 1990/91:42 s. 38-40.

alla personer som på något sätt fått tillgång till insiderinformation. Handelsförbudet ändrades så att alla fondpapper och vissa andra instrument omfattades av förbudet. En lagändring år 1997 innebar ytterligare utvidgning av handelsförbudet då samtliga finansiella instrument kom att falla under förbudet.³²

Till skillnad från tidigare lagstiftning om förbud mot insiderhandel omfattades alla typer av information som var väsentligt kurspåverkande. En tioprocentig förändring av kursen ansågs tillräckligt för informationen skulle utgöra en väsentligt kurspåverkande omständighet.³³ Enligt förarbetena var det viktiga att omständigheten erfarenhetsmässigt påverkade kursen när den blev allmänt känd.³⁴ IL gällde alla personer som hade en befattning i bolaget som innebar att de fick kännedom om väsentligt kurspåverkande omständigheter. Dessa personer fick inte förvärva eller avyttra finansiella instrument på värdepappersmarknaden för sin egen eller annans räkning. De fick inte heller genom råd eller på annat jämförligt sätt föranleda någon annan till sådant förvärv eller avyttring. Förbudet kom även att gälla personer, som fått information som ej var offentliggjord, och som utgjorde kurspåverkande omständighet, genom tips eller dylikt under förutsättning att de kände till att informationen hade kommit ut obehörigen.³⁵

Straffen för insiderbrott skärptes och det blev även möjligt att döma för medverkan till insiderbrott.³⁶ Dessutom krävdes misstanke om att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden skulle påverkas för att ansvar skulle kunna utdömas.³⁷ Förseelser mot anmälnings- och uppgiftsskyldigheten avkriminaliserades och ersattes med ett system med sanktionsavgift (särskild avgift). Detta eftersom det var viktigt med fullständiga och korrekta uppgifter i insiderregistret för att underlätta bekämpningen av insiderbrott. En avgift ansågs vara mer effektiv än ett bötesstraff då den kan tas ut i nära anslutning till överträdelsen.³⁸

³² af Sandeberg (2002) s. 61-63.

³³ af Sandeberg (2002) s. 62.

³⁴ Prop. 1990/91:42 s. 51-52.

³⁵ af Sandeberg (2002) s. 61-63.

³⁶ SOU 2013:38 s. 259.

³⁷ af Sandeberg (2002) s. 63.

³⁸ SOU 2013:38 s. 259 och prop. 1995/96:215 s. 46-51.

2.5 Insiderstrafflagen (2000:1086) (ISL)

Då IL inte ansågs leva upp till sitt syfte kom IL att ersättas av insiderstrafflagen (2000:1086) (ISL) och lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument (AnmL), år 2001. En anledning till den nya lagen var att IL ansågs ha blivit svåröverskådlig och att den innehöll oklarheter. IL innehöll både straffrättsliga och administrativa bestämmelser vilket ansågs skapa förvirring när lagen tillämpades. Därför delades lagen upp i två lagar – en lag med straffrättsliga bestämmelser – ISL – och en lag med administrativa bestämmelser om anmälningsskyldighet m.m. – AnmL.³⁹ Förbud mot korttids-handel och bestämmelserna om anmälningsskyldighet placerades i AnmL och insiderbrottet med straffrättsliga sanktioner placerades i ISL.⁴⁰

Lagstiftarna ville att regleringen av insiderhandel skulle fungera preventivt och att lagen skulle vara tydlig och funktionell. Marknadsaktörerna på de olika finansiella marknaderna skulle vara medvetna om, att de riskerade att bli upptäckta om de överträdde förbudet mot insiderhandel och att dessa utredningar skulle genomföras snabbt och effektivt.⁴¹ För att förenkla lagtexten och uppnå större överensstämmelse med allmänt språkbruk samt skapa en större likhet mellan den svenska lagen och insiderdirektivet infördes en definition av insiderinformation i lagen.⁴² Begreppet insiderinformation avsåg information som är ägnad att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument. Vid införandet av ISL överfördes en straffbestämmelse om otillbörlig kurspåverkan, som hade funnits i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument som därmed upphävdes.⁴³

En påtaglig nykriminalisering av insiderhandel skedde genom ISL. Med ISL tillkom brott som obehörigt röjande av insiderinformation som innebar att både primära och sekundära insiders som röjde insiderinformation kunde dömas för brott. Dessutom utvidgades straffbeläggning av insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan till att omfatta även ringa fall, vilket fick benämningen insiderförseelse. Lagen innebar straffskärpningar.⁴⁴ Allvarliga fall av insiderbrott, och insiderbrott som skett genom grov oaktsamhet, fick egna brottsrubriceringar – grovt insiderbrott samt vårdslöst insiderförfarande.⁴⁵

³⁹ Prop. 1999/2000:109 s. 50.

⁴⁰ Samuelsson *et al* (2005) s. 58.

⁴¹ Prop. 1999/2000:109 s. 40.

⁴² Prop. 1999/2000:109 s. 81 och Samuelsson *et al* (2005) s. 58.

⁴³ Prop. 1999/2000:109 s. 51 och Samuelsson *et al* (2005) s. 58.

⁴⁴ Prop. 1999/2000:109 s. 54 och SOU 2013:38 s. 260.

⁴⁵ Samuelsson *et al* (2005) s. 59-60.

2.6 Lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (MmL)

År 2005 ersattes insiderdirektivet som har legat till grund för den svenska insidderlagstiftningen av ett nytt marknadsmissbruksdirektiv. De nya reglerna återfinns i EG:s marknadsmissbruksdirektiv (2003/6/EG) samt de så kallade genomförandedirektiven⁴⁶ och ledde till att MmL trädde i kraft den 1 juli 2005. Även AnmL kom att ändras i samband med att MmL trädde i kraft. Förbudet mot korttidshandel ersattes med ett generellt förbud för vissa personer med insynsställning att handla med finansiella instrument 30 dagar före en delårsrapport.

I MmL återfinns således dagens bestämmelser kring insiderhandel. Det nya marknadsmissbruksdirektivet (MmD) innebar främst en utvidgning av bestämmelserna i insiderdirektivet och dessutom en reglering av otillbörlig marknadspåverkan på europeisk nivå.⁴⁷ Dock går MmL längre än direktivet på vissa områden som till exempel tillämpningsområdet, personkrets samt när handelsförbudet aktualiseras.⁴⁸ Dessutom utvidgades straffansvaret för insiderbrott ytterligare genom MmL. Brottet otillbörlig kurspåverkan ersattes av otillbörlig marknadspåverkan som var ett brott med vidare tillämpningsområde. Vidare infördes en straffbelagd skyldighet för vissa aktörer på värdepappersmarknaden att rapportera misstänkta affärer, aktörerna fick inte heller röja för kunden att rapportering har skett.⁴⁹

Tillämpningsområdet för handelsförbudet utvidgades så att även transaktioner utanför värdepappersmarknaden omfattas av förbudet om transaktionen berör finansiella instrument som är upptagna på en reglerad marknad. All handel på värdepappersmarknaden omfattas alltså inom tillämpningsområdet, således även handel på multilaterala handelsplattformar (MTF:er).⁵⁰ När det kommer till uppdelningen av personkretsen togs detta bort vid införandet av MmL. Alla som har tillgång till insiderinformation omfattas av handelsförbudet, utan undantag. I svenska MmL finns inget krav på utnyttjande av insiderinformation för att handelsförbudet skall gälla, vilket skiljer sig från MmD. Istället gäller handelsförbudet nu redan vid mottagandet av insiderinformation.⁵¹ Angående definitionen av begreppet insiderinformation gjordes här ingen ändring från tidigare lagstiftning, då dessa definitioner ansågs falla under huvuddefinitionen.⁵²

⁴⁶ Se första genomförandedirektivet 2003/124/EG och tredje genomförandedirektivet 2004/72/EG samt kommissionens förordning [EG] nr 2273/2003). Direktiven och förordningen finns samlade i propositionen (2004/05:142) om marknadsmissbruk.

⁴⁷ Schedin Ny Juridik (2007) s. 8.

⁴⁸ Prop. 2004/05:142 s. 52.

⁴⁹ SOU 2013:38 s. 260-261.

⁵⁰ Prop. 2004/05:142 s. 52-54.

⁵¹ Prop. 2004/05:142 s. 57-59.

⁵² Prop. 2004/05:142 s. 55.

Insiderbrotten är indelade i olika kategorier i MmL;

- Insiderbrott (fängelse i högst två år)
- Insiderförseelse (böter eller fängelse upp till sex månader)
- Grovt insiderbrott (fängelse mellan sex månader och upp till fyra år)
- Vårdslöst insiderförfarande (böter eller fängelse i högst ett år).

Om insiderbrottet är att betrakta som ringa, är det fråga om en insiderförseelse. För att avgöra om ett brott är ringa skall en helhetsbedömning göras utifrån den aktuella händelsen. Vid en sådan bedömning beaktas bland annat vilken ställning personen har som genomfört affären samt affärens omfattning. En person med ledande ställning i ett värdepappersbolag som utnyttjar insiderinformation kan med andra ord komma att dömas hårdare än en person som inte har samma kunskap om insiderlagstiftningens betydelse för allmänhetens förtroende för den finansiella marknaden. Om brottet med hänsyn till affärens omfattning och övriga omständigheter är att anse som grovt, är det fråga om ett grovt insiderbrott. Ett insiderbrott anses vara grovt när en person vid upprepade tillfällen utfört otillåtna transaktioner eller när handeln varit organiserad så att flera personer hjälpt varandra, med tips och råd, att göra "bra" affärer. En person som av oaktsamhet agerar på sätt som anges ovan kan göra sig skyldig till vårdslöst insiderförfarande. Om gärningen eller graden av oaktsamhet anses ringa skall gärningsmannen inte dömas till ansvar för detta brott. Idag är försök till insiderbrott och grovt insiderbrott straffbart i Sverige.⁵³

När MmD skulle träda i kraft gavs möjlighet för de enskilda medlemsländerna att enskilt avgöra huruvida överträdelser av bestämmelser om marknadsmissbruk skulle regleras inom ramen för ett straffrättsligt förfarande eller om ett administrativt system helt eller delvis skulle ersätta eller komplettera straffrättsliga regler. Ett krav var dock att de åtgärder som skulle vidtas var effektiva, proportionerliga och avskräckande. Regelsystemet är idag uppbyggt på så sätt att straffansvar föreskrivs för fysiska personer som gör sig skyldiga till insiderbrott, obehörigt röjande av insiderinformation eller otillbörlig kurspåverkan.⁵⁴

⁵³ Schedin Ny Juridik (2007) s. 10-11.

⁵⁴ Prop. 2004/05:142 s. 44-47.

3 Ny EU- förordning och direktiv om marknadsmissbruk

3.1 Inledning

Jag kommer i detta avsnitt att beskriva och förklara det nya lagförslag som har presenterats av EU-kommissionen. I avsnitt 11.4 kommer jag att analysera lagförslaget för att belysa likheter och skillnader med dagens regelverk. Vidare kommer jag att i analysdelen utreda hur lagförslaget kan förväntas förändra svensk insiderlagstiftning och redovisa de viktigaste förändringarna.

När MmD infördes kom medlemsstaterna att utforma bestämmelserna om marknadsmissbruk på olika sätt, vilket ledde till stora skillnader mellan de olika medlemsstaternas lagstiftning. Mycket av handeln på de finansiella marknaderna består idag av gränsöverskridande handel vilket förutsätter ett enhetligt regelverk inom EU.⁵⁵ Betydelsen av marknadens integritet har blivit tydlig i den nuvarande globala ekonomiska och finansiella krisen.⁵⁶

Det råder idag stora skillnader mellan medlemsstaternas påföljdssystem, vilket kan innebära problem. För att harmonisera medlemsstaternas sanktionssystem och för att stärka den finansiella regleringen inom EU presenterade EU-kommissionen i slutet av år 2011 ett nytt ramverk av regleringar på finansmarknaden. Ett nytt lagstiftningsförslag presenterades där marknadsmissbruksreglerna i det nya förslaget omfattar två former – en förordning om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan och ett direktiv om straffrättsliga påföljder för insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan.⁵⁷ EU-förordningen om marknadsmissbruk förväntas ersätta det nuvarande MmD.⁵⁸

3.2 MiFID

Den EU-rättsliga lagstiftning som rör värdepappersmarknaderna har förändrats mycket sedan införande av MmD. Framför allt har införandet av MiFID haft stor påverkan. MiFID är ett fullharmoniseringsdirektiv, som i Sverige implementerades huvudsakligen genom lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (VpmL), som syftar till att stärka investerarskyddet och öka konkurrensen mellan de olika aktörerna som utför transaktioner på de finansiella marknaderna.⁵⁹ Vidare kom MiFID att utvidga tillämpningsområdet så alla former av finansiella instrument omfattades.⁶⁰ Handeln med värdepapper har, sedan MiFID antogs, i större utsträckning börjat bedrivas på multilaterala handelsplattformar (MTF:er) och organiserade handelsplattformar (OTF:er). Dessa

⁵⁵ Kommissionens förslag till marknadsmissbruksdirektiv (2011) s. 2-3.

⁵⁶ Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning (2011) s. 2-3.

⁵⁷ Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning (2011) s. 2-3 och Kommissionens förslag till marknadsmissbruksdirektiv (2011) s. 2-3.

⁵⁸ Landelius & Lykke Ny juridik (2012) s. 18-19.

⁵⁹ af Sandeberg & Sevenius (2007) s. 98.

⁶⁰ Kommissionens förslag till MiFID II (2011) s. 2.

nya handelsplatser och plattformar ledde till att konkurrensen ökade på den befintliga reglerade marknaden, samtidigt som de nya marknadsplatserna erövrade en ökad andel av likviditeten genom att lyckats dra till sig en bred grupp investerare.⁶¹

Nya marknadsutvecklingar och tekniska utvecklingar har inneburit att det nuvarande regelverket är föråldrat. Därför har ett nytt förslag till ändringar av MiFID presenterats, kallat MiFID II. Genom den finansiella krisen har svagheter i MiFID blivit uppenbara, varför syftet med MiFID II är att reglera de finansiella marknaderna ytterligare samt att öka investerarskyddet, förbättra transparensen och öka regleringen kring derivathandeln på de finansiella marknaderna. I den nya MiFID II kommer även OTF-plattformar att regleras, dessutom kommer fler tjänster och instrument (här kan nämnas utsläppsrätter som exempel) att omfattas av den nya regleringen.⁶²

3.3 Ett enhetligt regelverk

Då handeln mellan olika marknader och handelsplattformar blir allt mer fragmenterad, vill kommissionen därför försöka att anpassa och utvidga lagstiftningen efter den allt mer fragmenterande marknaden och den snabba tekniska utvecklingen. Vidare anses den nuvarande lagstiftningen påverka marknadens integritet och investerarskydd negativt. Dessa problem ansågs leda till olika konkurrensvillkor för marknadsaktörerna och ökade kostnader för investerare som förfogar över finansiella instrument som är upptagna för handel på tillväxtmarknader för små och medelstora företag, när de skall skaffa kapital.⁶³

Syftet med förordningen och direktivet är att förbjuda personer som har insiderinformation från att handla med relaterade finansiella instrument. Avsikten är att öka marknadens integritet och förbättra investerarskyddet. Ett annat syfte med regleringen är att förbjuda påverkan på de finansiella marknaderna, genom till exempel att förhindra att någon bedriver handel som låser fast priserna på onormala nivåer eller sprider falsk information/rykten. Kommissionen vill genom den nya regleringen säkerställa en harmoniserad reglering i EU i syfte att eliminera skillnaderna i de nationella lagstiftningsåtgärderna. Genom att utvidga tillämpningsområdet samt införa strängare regleringar är tanken att förordningen och direktivet, som är beroende av varandra, ska säkerställa ett enhetligt regelverk för aktörerna på de finansiella marknaderna inom EU.⁶⁴

⁶¹ Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning (2011) s. 7.

⁶² Kommissionens förslag till MiFID II (2011) s. 2-11.

⁶³ Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning (2011) s. 2-3.

⁶⁴ Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning (2011) s. 57-61.

3.4 Utvidgat tillämpningsområde

Anledningen till den nya förordningen och direktivet är att de europeiska finansiella marknaderna har utvecklats på olika sätt samt att den snabba tekniska utvecklingen på värdepappersmarknaden har avslöjat svagheter i nuvarande marknadsmissbruksreglering. Nya former av finansiella instrument och tjänster har etablerats på de finansiella marknaderna. Bland annat har nya handelsplatser och plattformar tillkommit och blivit populära, till exempel MTF- och OTF-plattformar som omfattar swap-transaktioner och over the counter-handel (OTC). Denna utveckling har medfört svårigheter för tillsynsmyndigheterna att övervaka och beivra marknadsmissbruk på dessa nya marknader.⁶⁵

Det framlagda lagförslaget har ett bredare tillämpningsområde för insiderhandelsförbudet än tidigare lagstiftning. Enligt förslaget skall alla finansiella instrument, oberoende av om den aktuella transaktionen sker på en reglerad marknad eller ej, som handlas på handelsplattformar i form av MTF:er och OTF:er omfattas. Vidare omfattas även instrument vars värde är beroende av ett annat instrument, till exempel derivatinstrument, som faller inom tillämpningsområdet av regleringen. Även handel med råvaruderivat, utsläppsätter och relaterade spotmarknader kommer omfattas av den nya regleringen.⁶⁶

3.5 Insiderhandelsförbudet

När det kommer till insiderhandelsförbudet i den nya regleringen har endast en viss utvidgning skett, avseende vilka agerande som är förbjudna, i jämförelse med MmD. I likhet med definitionen i MmD innehåller det nya lagförslaget ett insiderhandelsförbud där det är *utnyttjandet* av insiderinformationen som förbjuds. Konsekvensen för svensk del, som idag förbjuder alla transaktioner med värdepapper vid innehav av insiderinformation, blir förmodligen inte särskilt stor men insiderhandelsförbudet kommer dock få en annan konstruktion som påminner mer om den som finns i MmD. Vidare utvidgas insiderhandelsförbudet till att omfatta insiderinformation som använts för att avbryta eller ändra en order.⁶⁷

Gällande definitionen av begreppet insiderinformation är denna i huvudsak densamma som i det tidigare MmD. Dock har definitionen i förordningsförslaget utvidgats genom en helt ny bestämmelse. Enligt artikel 6.1 e i förordningsförslaget innebär begreppet insiderinformation följande:

”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 tillgängliga 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

⁶⁵ Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning (2011) s. 7.

⁶⁶ Faktapromemoria (2011/12) s. 3.

⁶⁷ Faktapromemoria (2011/12) s. 8.

bestäms för vilka transaktioner i det finansiella instrumentet eller ett relaterat spotavtal avseende råvaror som ska påverkas.”⁶⁸

I den nya bestämmelsen finns inget krav på att informationen skall vara av ”specifik natur”. Inte heller finns det något krav på att informationen skall ha en ”väsentlig inverkan på priset” enligt bestämmelsen. Vidare framgår det i förordningen att det rör sig om en utvidgning av insiderinformationsbegreppet genom artikel 12, som berör emittenters skyldighet att offentliggöra insiderinformation. Det finns en skyldighet att offentliggöra all insiderinformation utom sådan information som avses i artikel 6.1 e. Detta innebär att begreppet information har en annan definition i artikel 6.1 e än begreppet information enligt huvuddefinitionen.

Det räcker således att informationen inte är allmänt känd och att den skulle ha betydelse för den som avser att handla i instrumentet i fråga, vilket innebär att det inte finns något krav på att informationen skall vara av ”specifik natur”. Denna definition av begreppet insiderinformation innebär att betydligt mer information kommer att anses vara insiderinformation än vad som är fallet med nuvarande definition av begreppet. (Se Tivox-fallet i avsnitt 10.2 – HD ansåg inte att omständigheterna i fallet vara av sådan ”specifik natur” att det var insiderinformation i lagens mening – dock skulle informationen kunna omfattas av definitionen i den föreslagna artikel 6.1 e).⁶⁹

3.6 Insiderförteckning

Då det nya lagförslaget kommer att omfatta fler finansiella instrument kommer skyldigheten att föra insiderförteckningar, loggböcker, över personer som har tillgång till insiderinformation att utökas till fler bolag. Dessutom kommer de nya bestämmelserna att ange all den information som skall framgå av förteckningen. Därigenom kommer mycket av det administrativa arbete som de skiftande bestämmelserna i medlemsstaterna medför att reduceras betydligt, vilket innebär en harmonisering av bestämmelserna kring insiderförteckning.⁷⁰ Kravet kommer även, med den nya insiderregleringen, att omfatta emittenter som har finansiella instrument på en MTF- och OTF-plattform. Denna skyldighet kommer dock inte att gälla emittenter som har finansiella instrument som är upptagna till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora bolag. Kommissionen vill på så sätt minska den administrativa bördan för små- och medelstora bolag.⁷¹

⁶⁸ Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning (2011) Art. 6.1 e.

⁶⁹ Landelius & Lykke Ny juridik (2012) s. 26.

⁷⁰ Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning (2011) s. 10.

⁷¹ Faktapromemoria (2011/12) s. 6 och 9.

3.7 Tillsyn

Ett problem med den nuvarande lagstiftningen är att tillsynsmyndigheterna saknar befogenheter för att effektivt kunna övervaka att reglerna följs av marknadsaktörerna. Det är viktigt att tillsynsmyndigheterna har ett tydligt tillsyns- och påföljdssystem och har tillräckliga befogenheter för att kunna utöva sin övervakande roll samt att de har ett rättvist och avskräckande påföljdssystem att tillgå. En viktig förändring som föreslås i det nya lagförslaget är att de tillsynsmyndigheter som har ansvarighet för att marknadsmissbrukslagarna följs skall få fler befogenheter för att reglernas efterlevnad skall kunna säkerställas bättre.⁷²

För att kunna utöva sin övervakning har, som tidigare nämnts, tillsynsmyndigheten rätt att begära de upplysningar som behövs. Denna befogenhet kommer att utökas så att behöriga myndigheter har rätt att gå in i privatbostäder/lokaler samt rätt att beslagta handlingar. Dessutom kommer tillsynsmyndigheternas befogenheter att utökas så att de även får möjlighet att begära ut uppgifter om tele- och datatrafik, från bland annat värdepappersföretag som handlar med finansiella instrument och teleoperatörer.⁷³ Denna befogenhet har tillsynsmyndigheterna saknat tidigare då maxstraffet för grovt insiderbrott idag inte är tillräckligt högt för att telefonavlyssning skall få användas vid misstanke om marknadsmissbruksbrott.

Anledningen till att tillsynsmyndigheternas befogenheter utvidgas så att de även får tillgång till privatbostäder/lokaler är för att de skall kunna beslagta handlingar som annars riskerar att förstöras, manipuleras eller vägras lämnas ut av de berörda personerna. Avlyssning av tele- och datatrafik i samband med misstanke om marknadsmissbruk kommer att göra det lättare för tillsynsmyndigheterna att fastställa vilka personer som är inblandade och vilka transaktioner det rör sig om. Dessutom kan tillsynsmyndigheterna med de utökade befogenheterna övervaka datatrafiken för personer som är misstänkta för marknadsmissbruk och på så sätt knyta personer till den information som är avsedd att vilseleda marknaden. Dock kommer dessa utökade befogenheter att innebära att de nationella domstolarna ska lämna ett förhandsgodkännande enligt nationell lag för att tillsynsmyndigheterna skall få utöva dessa befogenheter. Detta eftersom dessa befogenheter är mycket omfattande och inskränker personers rätt till privatliv. Godkännande från de nationella domstolarna skall endast ges när det finns en skäligen misstanke om marknadsmissbruk enligt förordningen och direktivet.⁷⁴

För svensk del skulle dessa utvidgade befogenheter innebära stora förändringar i svensk lagstiftning. Ovannämnda befogenheter åvilar normalt åklagare och domstol och dessa befogenheter är sammankopplade med brottsbekämpande myndigheters användning av uppgifterna. Idag skall FI överlämna ett ärende till EBM så snart det finns anledning att anta att ett brott har begåtts enligt 19 § MmL. Denna förändring av befogenhetsdelegering kommer att påverka avgränsningen mellan FI:s och EBM:s brottsutredande utredning.⁷⁵

⁷² Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning (2011) s. 11-13.

⁷³ Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning (2011) s. 11-13.

⁷⁴ Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning (2011) s. 11-13.

⁷⁵ Faktapromemoria (2011/12) s. 10.

Som tidigare har nämnts sker mycket av handeln på de finansiella marknaderna av internationella aktörer vilket ställer krav på att det finns ett välfungerande samarbete mellan tillsynsmyndigheterna i de olika medlemsstaterna. Därför är det viktigt att tillsynsmyndigheterna i medlemsstaterna samarbetar med den europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (ESMA), vars uppgift är att samordna gränsöverskridande kontroller och utredningar.⁷⁶

3.8 Administrativt sanktionssystem

Sverige kan komma att tvingas utveckla ett administrativt sanktionssystem för de handlingar som utgör brott enligt MmL, då förordningen och direktivet vid insiderhandel inför minimibestämmelser för administrativa åtgärder, påföljder och böter.⁷⁷ Detta har de svenska lagstiftarna inte ansett nödvändigt i tidigare lagstiftning.⁷⁸ Tillsynsmyndigheterna skall, enligt det nya lagförslaget, kunna använda administrativa sanktioner för alla överträdelser av de nya marknadsmissbruksbestämmelserna. Förordningen innehåller en uppräknning av olika typer av sanktioner som tillsynsmyndigheterna ska kunna tillämpa vid överträdelse av bestämmelserna. Enligt förslaget skall tillsynsmyndigheten tillfälligt kunna förbjuda personer från att ha funktioner i värdepappersbolag om personen misstänks vara ansvarig för marknadsmissbruk.⁷⁹

Den behöriga myndigheten skall även ha rätt att tillfälligt avbryta handeln med ett visst instrument samt utfärda tillfälliga förbud för en verksamhet. Förslaget fastslår även att samtliga vinster som uppkommit genom marknadsmissbruket skall återbetalas. För att avskräcka marknadsaktörerna från att begå marknadsmissbruk skall böterna inte understiga de vinster eller förhindrade förluster som överträdelserna av bestämmelserna har skapat.⁸⁰ Vidare anges vilka beslutskriterier som måste beaktas av tillsynsmyndigheten samt maximinivåer för sanktionsavgifter.⁸¹

3.9 Straffrättsliga påföljder

Kommissionens utredning fann att medlemsstaternas påföljder inte var tillräckligt avskräckande, proportionerliga och effektiva för att beivra marknadsmissbruk. Bestämmelserna fick därför inte önskvärd effekt. Dessutom var det stora skillnader mellan de olika medlemsstaternas bedömning av vilken typ av insiderhandel och marknadsmissbruk som ansågs utgöra ett brott. Dessa skillnader ledde i sin tur till en negativ effekt för marknadens integritet och investerarskyddet.⁸² Kommissionens utredning fann även att straffrättsliga påföljder har en mer avskräckande effekt än administrativa åtgärder och påföljder. Därför är det viktigt att medlemsstaterna har effektiva, proportionella och avskräckande

⁷⁶ Faktapromemoria (2011/12) s. 6.

⁷⁷ Landelius & Lykke, Ny juridik (2012) s. 19-21.

⁷⁸ Prop. 2004/05:142 s. 47 och Ds 2000:4 s. 47.

⁷⁹ Faktapromemoria (2011/12) s. 7.

⁸⁰ Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning (2011) s. 13 och 48.

⁸¹ Faktapromemoria (2011/12) s. 7.

⁸² Kommissionens förslag till marknadsmissbruksdirektiv (2011) s. 2-3.

straffrättsliga påföljder att tillgå.⁸³ Enligt det nya direktivet skall medlemsstaterna därför kriminalisera och införa straffrättsliga sanktioner för de allvarligaste formerna av insiderhandel, röjande av insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk).⁸⁴

Påföljden för en person med insiderinformation som gör insideraffärer och otillbörligt påverkar marknaden kan bli fängelse i minst fem år, och två år för den som delar med sig av insiderinformation med insideraffärer eller otillbörlig påverkan som syfte. Detta innebär att medlemsstaterna inte kan sätta ett maxstraff lägre än fem respektive två år.⁸⁵

3.10 Ikraftträdande

Lagförslaget förväntas bidra till förbättrad integritet för finansmarknaderna, vilket leder till att investerarnas förtroende för marknaderna påverkas positivt, vilket i sin tur bidrar till marknadernas finansiella stabilitet. Dessutom kommer den nya förordningen och direktivet att innebära ett enhetligt ramverk och en harmoniserad reglering för medlemsstaterna inom EU, som i sin tur bidrar till att skapa rättssäkerhet och en effektiv inre marknad.⁸⁶

Det är fortfarande ovisst när den nya regleringen kommer att införas eller hur den kommer att se ut, då förhandlingar mellan medlemsstaterna fortfarande pågår.⁸⁷ De nya marknadsmisbruksregleringarna är dessutom beroende av det, ovan nämnda, förslaget till MiFID II, eftersom detta förslag definierar viktiga termer i gällande regleringen kring insiderhandel.⁸⁸

Det som är säkert är att när, eller om, förordningen införs kommer den, till skillnad från sin föregångare, att vara direkt tillämplig i medlemsstaterna efter ikraftträdandet och att den inte får anpassas till medlemsstatens egen lagstiftning. Detta kommer att innebära att stora delar av den nuvarande MmL och AnmL kommer att upphävas när den nya EU-rättsliga marknadsmisbruksregleringen träder ikraft.⁸⁹

⁸³ Kommissionens förslag till marknadsmisbruksförordning (2011) s. 13-14.

⁸⁴ Kommissionens förslag till marknadsmisbruksdirektiv (2011) Art 1:1 s. 10.

⁸⁵ Europaparlamentet mot en fördjupad ekonomisk och monetär union (2012).

⁸⁶ Kommissionens förslag till marknadsmisbruksförordning (2011) s. 57-59.

⁸⁷ Landelius & Lykke Ny juridik (2012) s. 17.

⁸⁸ Johansson Rapport till Finansinspektionen (2012) s. 27-29.

⁸⁹ Faktapromemoria (2011/12) s. 7.

4 Argument för och emot insiderlagstiftning

4.1 Inledning

Insiderreglering anses vara en förutsättning för en fungerande marknad. Syftet med reglering mot insiderhandel är att handeln på de finansiella marknaderna skall ske utifrån jämlika förutsättningar och att marknadens spelregler skall vara lika för alla.⁹⁰ För att allmänheten skall ha tilltro till lagstiftningen krävs det att bestämmelserna är tydliga, förutsägbara, stabila och kraftfulla. Det krävs således för att insiderlagstiftningen skall fungera att de som överträder bestämmelserna i MmL straffas för sitt agerande.⁹¹ Vinstaffärer där insiderinformation har utnyttjats motsvaras av en lika stor förlust hos motparten när informationen sedan blir offentliggjord.⁹² Dock accepteras sådant informationsövertag utanför den reglerade marknaden, varför man kan ställa sig frågan om insiderreglering verkligen behövs? Således är det viktigt att gå igenom vad som talar för en insiderreglering och vad som talar emot.

4.2 Argument för ett förbud

4.2.1 Förtroendeargumentet

Det vanligaste argumentet för en insiderreglering är att insiderlagstiftningen skall vara förtroendeskapande. Det är viktigt att allmänheten har förtroende för värdepappersmarknaden för att den skall kunna utvecklas på ett gynnsamt sätt. Tappar allmänheten förtroendet för värdepappersmarknaden kan detta leda till att omsättningen minskar vilket leder till sämre marknadseffektivitet. Det krävs således rättvisa spelregler för att marknadens aktörer inte skall söka sig till andra marknadsplatser. För att marknaden skall tillförsäkras en fortsatt god riskkapitalförsörjning krävs det att marknadens spelregler är lika för alla aktörer.⁹³ Om insiderhandeln blir utbredd minskar förtroendet för marknaderna vilket kan få som konsekvens att investerare antingen kräver högre avkastning eller avhåller sig från att handla på marknadsplatser där de känner sig missgynnade, vilket kan medföra skadliga effekter. Värdepappersmarknader spelar en viktig roll i samhället. Samhällets behov av långsiktiga krediter och riskvilligt kapital tillgodoses genom en välfungerad marknad, som bidrar till att säkra ekonomisk tillväxt. En minskad effektivitet på marknaden kan i värsta fall leda till konkurser och arbetslöshet.⁹⁴

Lagstiftarna har ansett att förtroendeargumentet är det mest övertygande argumentet för en insiderreglering.⁹⁵ Det kan dock hävdas att det inte är förtroendet för marknaden i sig som är viktigt utan det handlar främst om behovet

⁹⁰ Sevenius & Örtengren (2012) s. 248.

⁹¹ Prop. 1999/2000:109 s. 39-40.

⁹² Knut (2011) s. 20.

⁹³ Prop. 1990/91:42 s. 38.

⁹⁴ Nilsson (1994) s. 11.

⁹⁵ Prop. 2004/05:142 s. 41.

av att bibehålla marknadens effektivitet. Insiderregleringens motståndare är kritiska mot förtroendeargumentet och menar att insiderhandel endast berör en försumbar del av marknaden vilket knappast påverkar förtroendet för marknaden.⁹⁶ Dessutom går det inte att mäta förtroende som är ett oklart begrepp.⁹⁷

4.2.2 Rättviseargumentet

Ett argument som i förarbetena nämns som starkt nog att ensam utgöra grund för insiderreglering är det moraliska argumentet, även kallat rättviseargumentet. Detta argument tar sikte på marknadens tillgänglighet.⁹⁸ Som regel uppfattas insiderhandel, som resulterar i ekonomisk vinning för vissa av aktörerna, som orättvis och stridande mot den allmänna moraluppfattningen. Insiderhandel ger insidern fördelar som denne inte har förtjänat, varför insiderhandel är moraliskt förkastligt. Det anses oetiskt att utnyttja insiderinformation eftersom det missgynnar investerare som har lagt ner arbete på att följa och analysera marknaden och därigenom anses ha gjort ”rätt för sig”.⁹⁹

Marknadsaktörernas deltagande skall inte försvåras eller hindras av att vissa personer gynnas genom att de besitter information som inte alla har tillgång till. Detta ställer krav på bolagen att regelbundet och fortlöpande ge uttömmande information för att det skall råda jämlikhet på marknaden och för att förbudet mot insiderhandel skall fungera tillfredsställande.¹⁰⁰ Samhället bör således ta avstånd från insiderhandel då insiders ekonomiska vinning inte är moraliskt försvarbart. Dessutom leder olaglig insiderhandel till ett orättmätigt förfogande över annans förmögenhetstillgång genom en faktisk värdeökning av dennes finansiella instrument samt en orättmätig överföring av en värdeminskning till en annan person.¹⁰¹

Det moraliska argumentet har dock kritiserats, då argumentet bygger på att alla som vill delta på marknaden skall ha möjlighet till detta, utifrån samma spelregler. Men aktörerna på värdepappersmarknaden kommer aldrig att vara helt jämställda, det kan till exempel bero på skillnad i kunskap och kapital, och således kommer aktörerna aldrig att ha samma förutsättningar.¹⁰² Detta är dock något som gäller överallt och som är en själva drivkraften på marknaden i en marknadsekonomi, alla kommer inte att ha samma förutsättningar och marknaden kommer således aldrig att vara jämställd. En invändning mot detta är att man bör skilja mellan en investerares möjlighet att analysera marknaden utifrån den information som finns tillgänglig och på så sätt skaffa sig den bästa informationen jämfört med ett informationsövertag som beror på en insiderposition eller genom att vara närstående till en person med insiderposition.¹⁰³

⁹⁶ Nilsson (1994) s. 11.

⁹⁷ SOU 2004:69 s. 59.

⁹⁸ SOU 2004:69 s. 60.

⁹⁹ af Sandeberg (2002) s. 44.

¹⁰⁰ Samuelsson *et al* (2005) s. 147.

¹⁰¹ af Sandeberg (2002) s. 44.

¹⁰² Samuelsson *et al* (2005) s. 148.

¹⁰³ Löfmarck (1988) s. 29 och Samuelsson *et al* (2005) s. 148-149.

4.2.3 Försämrade informationsgivning versus informationsövertag

Ett annat vanligt argument för insiderlagstiftning är att insiderhandel kan leda till en försämrade informationsgivning som kan påverka marknadens effektivitet negativt. För att en värdepappersmarknad skall anses effektiv krävs det att all information skall finnas tillgänglig för alla samtidigt.¹⁰⁴ All information skall omedelbart återspeglas i en akties kurs, annars medför en fördröjning att aktiekursen blir artificiell. Skulle en insider få agera fritt finns en risk för konflikt mellan insiderns intresse av att göra ekonomisk vinning på insiderinformationen och marknadens krav på effektivitet. För att en insider skall kunna tjäna pengar på insiderinformation måste denne agera innan informationen har blivit offentliggjord eller allmänt känd. Därför kommer insidern att sträva efter att hålla informationen hemlig, vilket skadar marknadens effektivitet.¹⁰⁵

Ett centralt argument i diskussionen kring insiderreglering är att insiderhandel skadar övriga aktieägare. Till exempel skadar en insider i ett förvärvande bolag sitt bolags goodwill samt bolagets ekonomiska ställning varigenom aktieägarna skadas, genom att utnyttja sitt informationsövertag för personlig vinning. Insidererna orsakar då förmögenhetsskada för säljaren som ägde aktien men som valde att sälja den innan börskursen hunnit justeras. Dock måste tilläggas att säljaren vanligen självmant väljer att sälja sina aktier. Således finns det inget som säger att säljaren inte hade sålt aktien ändå.¹⁰⁶

4.2.4 Äganderättsargumentet

Ett annat argument för insiderlagstiftning är att insiderhandel utgör stöld av information. Detta eftersom insiders antas ha fått insiderinformationen som en följd av sin ställning i bolaget. Man utgår således från insiderinformationens ursprung och den roll som personen som förvärvat denna information innehar. Argumentet utgår ifrån den lojalitet som en anställd har mot det bolag som denne är verksam i och som därmed hindrar den anställda från att för egen vinning utnyttja den information som tillhör bolaget. Dock skall tilläggas att bolag inte anses äga den information som genereras i bolaget varför detta argument kan anses vara främmande för svensk rätt.¹⁰⁷

¹⁰⁴ Sevenius & Örtengren (2012) s. 248.

¹⁰⁵ af Sandeberg (2002) s. 43.

¹⁰⁶ af Sandeberg (2002) s. 43-44.

¹⁰⁷ af Sandeberg (2002) s. 43.

4.3 Argument emot ett förbud

4.3.1 Insiderhandel skadar ingen

Det främsta argumentet mot ett insiderförbud är att ingen skadas av insiderhandel och att det är olämpligt att lagstifta mot något som ingen tar skada av.¹⁰⁸ Ett scenario kan vara att en person, som har insiderinformation, vill köpa aktier av en person som är villig att sälja. Köparen kan då köpa aktierna till ett fördelaktigt pris samtidigt som säljaren kan sälja aktierna till sitt önskade pris, det vill säga båda parterna har kunnat genomföra affären utifrån sina önskemål. Mot detta resonemang har kritik riktats eftersom köparen kan ha erbjudit ett pris över det aktuella marknadspriset och på så sätt förmått säljaren att sälja aktierna. Samtidigt innebär detta att marknadspriset når en rimligare nivå baserat på insiderinformationen, vilket gynnar övriga aktieägare, då priset på aktien kommer att gå upp. Insiderens motpart skulle därmed kunna tjäna på att handla med insider, då insiderns bud vid ett köp skulle kunna leda till att värdet på aktierna i det aktuella bolaget ökar.¹⁰⁹

4.3.2 Bidrar till rättvisande aktiekurser

Ett annat argument mot insiderförbud kan formuleras så här: Om all information finns tillgänglig skulle priset vara närmare det korrekta priset för aktien. Insiderhandel påverkar på sikt aktiepriset till ett mer korrekt värde och bör därför tillåtas.¹¹⁰ Ett förbud mot insiderhandel innebär att aktörerna handlar aktierna till ett oriktigt pris som kan leda till sämre beslut och därmed bli ineffektivt för många aktörer. Insiderhandel skulle då vara det minst kostsamma alternativet för att ge den korrekta prisbilden, därför bör insiderhandel tillåtas då det bidrar till att aktiekursen värderas mer korrekt. En marknads effektivitet avgörs bland annat utifrån hur snabbt ny information diskonteras i aktiekursen. Genom att tillåta insiderhandel skulle ny information snabbare inkorporeras i priserna eftersom insiderns affärer skulle medverka till att ge aktien dess rätta värde. Om insiderhandel bidrar till mer rättvisande aktiekurser bör fri insiderhandel tillåtas och välkomnas på marknaden, enligt förespråkarna. Ett förbud mot insiderhandel skulle hindra denna informationsspridning samt medföra att handeln på marknaden sker till ett pris som baseras på otillräcklig information.¹¹¹

Invändningar mot detta argument är att priset på värdepappret inte kommer att nå sitt ”rätta” värde förrän efter det att insiderhandeln har ägt rum. Således kommer handeln som sker med insiderinformation att ske till en kurs under det verkliga värdet och aktiekursen kommer då följaktligen att vara artificiell till dess att en anpassning sker. Skulle företagen istället kontinuerligt och omgående publicera ny information skulle en snabbare prisjustering ske än den fördröjda prisjustering som insiderhandel skulle medföra om den var tillåten.¹¹²

¹⁰⁸ Löfmarck (1988) s. 29.

¹⁰⁹ Nilsson (1994) s. 15-16 och Löfmarck (1988) s. 29.

¹¹⁰ af Sandeberg (2002) s. 45.

¹¹¹ Nilsson (1994) s. 15.

¹¹² Nilsson (1994) s. 15.

4.3.3 Medför kontrollsvårigheter

Insiderlagstiftning medför kontrollsvårigheter eftersom insiderhandel är svår att upptäcka och föra i bevis. Det kontrollsystem som används i Sverige bygger på registrering av vissa personer, insiders, och deras transaktioner.¹¹³ Således kontrolleras endast en mindre insiderkrets. Dessutom anses den granskning som sker på värdepappersmarknaden för att upptäcka onormala kursrörelser bristfällig, och insiderhandel som sker i mindre volymer upptäcks inte.¹¹⁴ Personer med insynsställning i ett bolag kan använda sig av bulvaner samt utländska börser och marknader för att på så sätt kringgå lagstiftningen. Då insiderlagstiftningen i Sverige är straffrättslig krävs höga beviskrav för att insiderhandel skall leda till en fällande dom. Åklagarna måste kunna bevisa brottets subjektiva del, det vill säga att brottet begicks med avsikt att utnyttja insiderinformationen.¹¹⁵ Det krävs att åklagare och de som skall utreda brott mot insiderförbudet har den kompetens och det ekonomiska kunnande som krävs för att få fällande domar. Denna kompetens och ekonomisk kunskap saknas tyvärr idag hos de tillsynsmyndigheter som skall utreda brott mot MmL men även domstolarna beskylls för att sakna denna kunskap.¹¹⁶

För att allmänheten skall ha förtroende för MmL och för att insiderbrott skall kunna beivras krävs det att lagstiftningen efterföljs – om inte regelsystemet skall urholkas och uppfattas som tandlöst av allmänheten.¹¹⁷ Dock skulle tillåten insiderhandel kunna medföra att allmänheten anser att samhället avstår från att ingripa mot några av samhället ekonomiskt starkare grupper, då det oftast är denna grupp som innehar och kan utnyttja insiderinformation. Detta skulle kunna framkalla bristande respekt för lagstiftningen hos allmänheten.¹¹⁸

4.3.4 Insiderhandel gynnar ägandet och är ett bra belöningsystem

Ett vanligt argument i diskussionen kring insiderlagstiftningens vara eller icke vara är att insiderhandel gynnar aktieägandet. Inom corporate governance-debatten diskuteras bland annat om investerarna blir mindre intresserade av att engagera sig i bolagen på grund av ökad likviditet på värdepappersmarknaden. Det kommer alltid finnas aktörer på marknaden som är mer insatta än andra i vad som sker på marknaden och som kan knepen för att utnyttja ojämlikheten mellan aktiva och passiva aktörer. Välinformerade marknadsaktörer kan bedriva mer lönsam handel på marknader där likviditeten är god. En marknad som är likvid ökar möjligheten till en informerad handel vilket i sin tur gör marknaden mer intressant för stora ägare. Således kompenseras aktiva ägare för sitt engagemang genom att få extra avkastning. Mindre aktieägare anses inte bli exploaterade då de är medvetna om att det finns aktörer som är mer informerade än de själva, på så sätt reflekteras informationsövertaget i aktiens prissättning.¹¹⁹

¹¹³ af Sandeberg (2002) s. 46.

¹¹⁴ Nilsson (1994) s. 16.

¹¹⁵ af Sandeberg (2002) s. 46 och Rundfelt (1989) s. 83.

¹¹⁶ Brandberg & Knutson Advokaten (2011) s. 24-25 och Löfmarck (1988) s. 36.

¹¹⁷ af Sandeberg (2002) s. 46.

¹¹⁸ Löfmarck (1988) s. 36.

¹¹⁹ af Sandeberg (2002) s. 45.

Insiderlagstiftningens motståndare menar att tillåten insiderhandel är ett bra sätt att belöna en företagsledning för väl utfört arbete. När det går bra för bolaget skall således ledningen kunna ”belönas” genom att tillåtas köpa aktier i bolaget innan insiderinformation blivit offentliggjord.¹²⁰ Detta argument, även kallat kompensationsargumentet, bygger även det på corporate governance diskussionen, där företagsledningen och aktieägarna har olika intressen. Aktieägarna vill maximera vinsten i bolaget för att detta i slutändan skall ge dem så mycket avkastning som möjligt. Företagsledningen däremot är mer intresserad av företagets tillväxt. Om företagsledningen erbjuds att köpa aktier i det egna bolaget baserad på ej offentliggjord information skulle detta kunna leda till en starkare överensstämmelse mellan företagsledningen och aktieägarnas intresse och skulle således vara positivt för bolaget.¹²¹ Det ökade institutionella ägandet av publika bolag (innebärande många små aktieposter och brist på aktiva aktieägare) leder till att företagsledningen måste axla ett större ansvar. Problem kring ett ökat institutionellt ägande har lett några uppmärksammade bolags-skandaler.¹²²

Invändningarna mot detta argument handlar om att det inte finns någon garanti för att rätt personer premieras vid denna typ av insiderhandel. Tvärtom är risken stor att den ej offentliggjorda informationen kommer att användas av personer som ej har haft någon del i bolagets framgång eller att företagsledningen tillåts använda insiderinformationen även då det går dåligt för bolaget. Således kan företagsledningen sälja sina aktier då de känner till att vinsten kommer att minska. Bör verkligen företagsledningen kompenseras för sina arbetsinsatser på andra sätt än genom lön och förmåner som till exempel bonusar?¹²³

4.4 Ekonomiskt perspektiv

I dagens samhälle påverkas alla direkt eller indirekt av den finansmarknaden, varför det är viktigt att allmänhetens förtroende för marknaden vidmakthålles. Värdepappersmarknaderna har en viktig roll i det samhällsekonomiska systemet genom att kapital tillförs de områden och de projekt som förväntas ge störst framtida avkastning.¹²⁴ En marknad anses fungera väl när den är effektiv, när den är likvid, när ny information snabbt avspeglas i börskursen och när marknadens aktörer har samma tillgång till information.¹²⁵

För att ny information snabbt skall kunna avspeglas i aktiekursen krävs det att investerarna litar på att den information de erhåller är korrekt och uppdaterad. Handeln på marknaden måste äga rum under förhållanden som uppfattas som rättvisa. Annars är risken stor att investerarna blir mindre riskbenägna. Därigenom får andrahandsmarknaden färre aktörer och sämre funktion. Marknadsaktörerna kan då avstå från att utnyttja en viss marknad för kapitalanskaffning och istället vända sig till säkrare marknader. Detta skulle leda till att företagets

¹²⁰ Nilsson (1994) s. 14.

¹²¹ Samuelsson *et al* (2005) s. 143.

¹²² Sevenius & Örtengren (2012) s. 309.

¹²³ Nilsson (1994) s. 14.

¹²⁴ Schedin Ny Juridik (2007) s. 7.

¹²⁵ Sevenius & Örtengren (2012) s. 31-32.

kapitalkostnader ökar vilket i sin tur leder till att samhällets kostnader blir högre.¹²⁶ Saknar marknadsaktörer förtroende för marknaden uteblir den mix av sparande och risk som är nödvändig för samhällets utveckling. Om investerarna har förtroende för marknaden kommer de att satsa kapital i aktier och andra värdepapper vilket utvecklar näringslivet och gynnar samhället i stort.¹²⁷

Det brukar hävdas att värdepappersmarknader har tre viktiga uppgifter; dels kapitalplacering/kapitalanskaffning genom att vara en källa till kapital för företagen, dels riskhantering genom att ge investerare möjlighet att hantera sina risker och dels betalningsförmedling genom att vara bärare av information vilket underlättar för marknadsaktörer att fatta korrekta beslut om investeringar i den reala ekonomin. För att de finansiella marknaderna skall växa har internationell forskning visat att marknaderna måste vara effektiva och likvida. Då det finansiella systemet har en viktig funktion i samhället finns det ett starkt intresse av att reglera oönskat beteende på marknaderna samt att kontrollera marknadsaktörerna och deras verksamheter.

Om säljare har mer tillgång till information än köpare blir kvalitén på transaktionen dålig, med risk för att antalet transaktioner minskar. Anledningen till detta är att marknadsaktörer som agerar på finansiella marknader med stor informationsasymmetri kommer att vid värderingen av ett bolag utgå ifrån att bolaget inte offentliggjort all relevant information. Marknadsaktörerna kommer därmed inte att kunna veta vilka bolag som undanhåller marknaden viktig information som kan påverka värdet av de finansiella instrumenten och vilka bolag som kontinuerligt offentliggör all relevant information. De bolag, som offentliggör all kurspåverkande information kan därför komma att värderas under sitt verkliga värde. Dessa bolag kan då söka efter andra möjligheter att införskaffa riskkapital. Risken finns att de finansiella marknaderna kommer att domineras av de bolag som undanhåller marknaden viktig information, vilket i värsta fall kan leda till att värdepappersmarknaderna kollapsar och att tillgången på riskkapital minskar.¹²⁸

Om alla bolag offentliggör all väsentlig information kring deras verksamhet kommer informationsasymmetrin mellan investerare och bolagen att minska. En viktig fråga är därför om det krävs lagregler som tvingar bolagen till informationsgivning eller om marknadsaktörerna kan komma överens om självreglerande åtgärder. För att motivera införandet av lagstiftning inom finansmarknaden krävs det, enligt nationalekonomisk teori, ett marknadsmisslyckande. Historiskt finns det många exempel på reglering som har tillkommit på de finansiella marknaderna på grund av marknadsaktörernas beteende. Marknadsmisslyckanden, som har lett till lagreglering i Sverige, kan exemplifieras med Leo-lagen¹²⁹, som infördes efter att Wilh. Sonesson AB genomförde vissa riktade emissioner i läkemedelsbolaget AB Leo. De största lagreformerna

¹²⁶ af Sandeberg (2002) s. 27.

¹²⁷ Sevenius & Örtengren (2012) s. 30-31.

¹²⁸ Härkönen (2013) s. 76-78.

¹²⁹ Lag (1987) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m.m. (införd i 16 kap. aktieförslagslag (2005:551)).

har ofta implementerats i slutfasen av ekonomiska spekulationer i ett försök att dämpa dem, eller som en reformåtgärd efter ekonomiska krascher.¹³⁰

Den svenska insiderlagstiftningens utveckling påverkas numera även av arbetet med att utveckla EU:s inre marknad. I EU har regleringen kring de finansiella marknaderna som syfte att undanröja hinder för en gemensam finansmarknad och att lagstiftningen ska vara harmoniserad, för att undvika att olika medlemsstater har olika regler. Följden av den EU-rättsliga utvecklingen är att lagstiftarna försöker agera proaktivt. Istället för att vänta på ett marknadsmisslyckande försöker de europeiska lagstiftarna förutse problem i framtiden.¹³¹

Insiderförbudet i Sverige infördes först år 1985 och innan dess var insiderhandel tillåtet.¹³² Det har dock länge diskuterats om det verkligen behövs en insiderreglering. Denna diskussion har främst skett mellan jurister på den ena sidan och ekonomer på den andra. Juristerna menar att reglering mot insiderhandel krävs för att upprätthålla marknadens integritet samt för att säkerställa att den handel som sker på marknaden är rättvis. Ekonomerna däremot menar att insiderregleringen skall bedömas utifrån en ekonomisk måttstock, där marknadens effektivitet är avgörande och inte utifrån en juridisk synvinkel, som belyser främst rättviseaspekter. Hänsyn skall således inte tas till moraliska aspekter utan ske utifrån en mer objektiv synvinkel. Insiderhandel är, enligt vissa ekonomer, inte skadligt för marknaden utan tvärtom något positivt.¹³³

¹³⁰ Härkönen (2013) s. 78-89 och prop. 2004/05:142 s. 40.

¹³¹ Härkönen (2013) s. 89.

¹³² Prop. 1990/91:42 s. 31.

¹³³ Appelgren & Sjögren (2001) s. 77-78 och Nilsson (1994) s. 10.

5 Tillsyn

5.1 Inledning

I Sverige är det FI som har till uppgift att övervaka de svenska värdepappersmarknaderna. FI:s uppgift är dessutom att undersöka misstanke om brott mot MmL. De skall dock inte utreda anmälningar om misstänkt insiderhandel, denna uppgift har EBM. För att ett misstänkt insiderbrott skall leda till åtal måste det hanteras i tre faser. I första fasen initierar FI ett ärende efter anmälan från en marknadsplats, tips från allmänheten eller på eget initiativ. Därefter, i andra fasen, om FI anser att ett insiderbrott kan ha begåtts gör FI en anmälan till EBM. I den sista fasen beslutar EBM, efter vederbörlig utredning, om förundersökning skall inledas eller ej. Om åklagare och EBM inleder en förundersökning resulterar detta antingen i att ärendet läggs ner eller att åtal väcks om bevisningen anses vara tillräckligt stark för att leda till en fällande dom.¹³⁴

Då Europa, och stora delar av världen, idag befinner sig i en finanskris har detta medfört att de finansiella marknaderna är extra känsliga för ryktesspridning och reagerar starkare på ny information. När det är turbulent på marknaden ökar volatiliteten på börsen, vilket gör det svårt för de olika kontrollsystemen att identifiera misstänkt insiderhandel. Finanskriser ökar därför risken för insiderhandel på de finansiella marknaderna, vilket leder till ett ökat antal anmälningar om överträdelse av MmL till FI.¹³⁵

5.2 Finansinspektionen

Vanligen initieras ett ärende hos FI efter en anmälan från en marknadsplats. Börserna och de auktoriserade marknadsplatserna är de som i första hand bär ansvaret för övervakningen av marknadsplatserna. De står i sin tur under tillsyn av FI, som är den statliga myndighet som agerar tillsynsmyndighet över de finansiella marknaderna.¹³⁶ FI:s övergripande mål är att bidra till finanssektorns stabilitet och effektivitet, och att verka för ett gott konsumentskydd.¹³⁷ I 16 § MmL framgår att FI skall övervaka att MmL följs. Dock finns det självreglerande organ, till exempel Stockholmsbörsen, som vidareutvecklar normsystemet inom ramen för sin verksamhet i samverkan med FI.¹³⁸

Vid misstanke om olaglig insiderhandel eller överträdelse av MmL skall anmälan göras till FI. Detta innebär att FI dels skall övervaka värdepappersbolagens verksamhet, och dels kontrollera börsen och de reglerade marknaderna för att undersöka misstänkta överträdelse av MmL. På så sätt har FI en dubbel funktion, vilket har kritiserats då uppdelningen mellan vad som ankommer FI i fråga om ansvar och skyldighet och vad som ankommer EBM är svår att definiera.¹³⁹

¹³⁴ Samuelsson *et al* (2005) s. 337-339.

¹³⁵ Ekobrottsmyndighetens underrättelsebild (2012) s. 7.

¹³⁶ Samuelsson *et al* (2005) s. 338.

¹³⁷ Prop. 2004/05:142 s. 48.

¹³⁸ Samuelsson SvJT (2002) s. 891.

¹³⁹ af Sandeberg (2002) s. 160-162 och Ds 2000:4 s. 39-47.

Enligt 10 § MmL har marknadsplatserna, bankerna och värdepappersinstituten en skyldighet att rapportera transaktioner till FI som kan antas utgöra eller ha samband med marknadsmissbruk. För att denna rapporteringsskyldighet skall inträda räcker det med en låg misstankegrad.¹⁴⁰ FI har dessutom en frågerätt som innebär att de kan kräva information från exempelvis aktiebolag, myndighet, reglerad marknadsplats eller någon annan, som kan behövas för att utöva tillsyn.¹⁴¹

Enligt 13 § MmL skall den som uppsåtligen eller av grov oaktsamhet åsidosätter rapporteringsskyldigheten enligt 10 § dömas till böter. Ett företag, som har rapporterat enligt 10 §, får inte röja för kunden eller någon utomstående att rapportering har skett enligt 11 § MmL. Detsamma gäller ledamöterna i företagets styrelse och företagets anställda. Den som uppsåtligen eller av grov oaktsamhet bryter mot detta meddelandeförbud döms till böter enligt 13 § MmL.

Då många transaktioner idag är gränsöverskridande har FI ett internationellt kontaktnät som inbegriper tillsynsmyndigheter i andra länder.¹⁴² För att FI skall ha kontroll över vilka personer som har tillgång till insiderinformation skall, enligt 10 a § AnmL, börsnoterade bolag föra en loggbok över samtliga personer som har tillgång till insiderinformation. På så sätt kan FI och EBM kontrollera om dessa personer har gjort sig skyldiga till insiderbrott genom att ha handlat på informationen. Dessa loggböcker brukar vara ett av de viktigaste bevisen som en åklagare har i ett marknadsmissbruksmål då loggboken gör det lätt för åklagaren att spåra eventuella läckor. En annan viktig bevisning som åklagaren kan använda sig av vid insiderbrott är bandupptagningar av samtal mellan mäklare och kunder. FI har möjlighet att begära bandkopior på dessa bandupptagningar för att få ta del av relevanta samtal från finansinstitut.¹⁴³

Det som skall anges i loggboken är: skäl till att personen finns med, datumet (FI rekommenderar även klockslag) då personen fick tillgång till informationen samt när förteckningen senast uppdaterades. Genom att hålla ordning på personer som fått tillgång till insiderinformation men inte uppfyller kravet på insynsställning fyller loggboken en viktig funktion. Loggboken är dock baserad på informationsspridning medan insynsställning är baserad på en specifik tjänst, därför skall även insynspersoner antecknas i loggboken när de fått tillgång till insiderinformation.¹⁴⁴

Kravet på att föra loggbok ligger på det börsnoterade bolaget, vilket gör att dagens lagstiftning har begränsad räckvidd. Dessutom behöver bolagen endast föra loggbok över insiderinformation som rör själva bolaget. Det är sällan som budgivare måste föra loggbok, detta oavsett om de är börsnoterade bolag eller riskkapitalbolag. Ett annat problem med loggböckerna är att de ibland omfattar så många personer att det i princip blir omöjligt för åklagaren att ta reda på varifrån informationen kommer på grund av det stora antalet personer som måste utredas.¹⁴⁵

¹⁴⁰ Sevenius & Örtengren (2012) s. 265.

¹⁴¹ af Sandeberg (2002) s. 161.

¹⁴² Prop. 2004/05:142 s. 102.

¹⁴³ af Sandeberg (2002) s. 161 och Finansinspektionens rapport (2007) s. 6-8.

¹⁴⁴ Finansinspektionens rapport (2007) s. 6-8.

¹⁴⁵ Finansinspektionens rapport (2007) s. 6-8.

Även de personer som kan tänkas ha en insynsställning i ett aktiemarknadsbolag skall skriftligen anmäla innehav av aktier i bolaget och ändring i innehavet till FI, enligt 4 § AnmL. I Sverige har vi ett generellt förbud för vissa personer med insynsställning att handla med finansiella instrument 30 dagar före en delårsrapport. Detta gäller till exempel för styrelseledamöter, VD, vice VD och revisorer samt närstående till dessa personer. Insynspersonerna måste även anmäla sina egna och närståendes förvärv eller avyttring av finansiella instrument i det egna bolaget under övriga perioder till Finansinspektionen (FI). Senast fem arbetsdagar efter att transaktionen har ägt rum skall anmälan ske.¹⁴⁶

Många marknadsaktörer följer insynspersonernas transaktioner på den finansiella marknaden eftersom insynspersonernas handel i den egna aktien ger en fingervisning till marknaden om hur det går för bolaget och om dessa personer har tilltro till bolaget eller inte.¹⁴⁷

5.3 Ekobrottsmyndigheten

När det kommer till ekonomisk brottslighet är EBM den myndighet som handlägger dessa brott. Brott som utreds av EBM utgörs av bokföringsbrott, skattebrott samt brott mot MmL men även andra komplicerade ekonomiska brott som kräver särskilda kunskaper om finansiella förhållanden och näringslivsförhållande.¹⁴⁸ Om FI:s utredning kommer fram till att det finns misstanke om insiderbrott skall FI överlämna fallet till EBM. Åklagare på EBM skall därefter bedöma huruvida brott föreligger och i förekommande fall göra åtalsanmälan till allmän åklagare.¹⁴⁹

För alla upptagna brott i MmL har EBM ansvar för utredning och lagföring, se 2 § 1 st 3 p. förordningen (2007:972) med instruktion för Ekobrottsmyndigheten. Dessa mål och ärenden skall handläggas av EBM på Finansmarknadskammaren.¹⁵⁰ När det kommer in en anmälan till EBM om misstänkt insiderbrott gör EBM en självständig prövning om huruvida förundersökning skall inledas. En anmälan innebär således inte att en förundersökning inleds automatiskt.¹⁵¹ I förarbetena framgår att FI och EBM, i ärenden som gäller misstänkt marknadsmissbruk, skall ha ett effektivt och långtgående samarbete. Då FI är den administrativa myndighet i Sverige som har getts befogenhet att se till att bestämmelserna enligt MmD tillämpas, se artikel 11.1 i MmD, har den ansvar för att de behöriga myndigheterna får den information som de behöver i sin brottsutredande verksamhet. Genom att utöva tillsyn får FI tillgång till kunskap om utvecklingen på marknaden samt handelsvanor som EBM kan behöva i deras brottsutredande verksamhet. Samarbetet mellan FI och EBM är viktigt då många transaktioner är gränsöverskridande. Då det är FI som har dessa kontakter är det viktigt att EBM får tillgång till dessa internationella kontakter.¹⁵²

¹⁴⁶ af Sandeberg & Sevenius (2007) s. 283.

¹⁴⁷ Anmälningsskyldighet för aktieägande via depåförsäkringar (2011) s. 21.

¹⁴⁸ Ekobrottsmyndighetens informationsfolder (2012).

¹⁴⁹ af Sandeberg (2002) s. 164-65.

¹⁵⁰ Sevenius & Örtengren (2012) s. 265 (se fotnot 33).

¹⁵¹ Samuelsson *et al* (2005) s. 343.

¹⁵² Prop. 2004/05:142 s. 48 och 102-108.

5.4 Finansmarknadskammaren

Den 1 juni 2010 friades samtliga sex åtalade från insiderbrott vid vad som beskrivits som Sveriges genom tiderna största insidermål, nämligen den friande domen mot Cevian-och Nordeamännen¹⁵³. Tingsrättens dom innebar ett nederlag för EBM som hade lagt ned stora resurser på åtalet. Nederlaget, i detta mål och i flera andra stora och prestigefyllda mål, har lett till kritik mot EBM och dess utredningar. Kritiken har bland annat bestått i att EBM:s åklagare och utredare anses vara okunniga om ekonomi, att de lägger ner stora resurser på fel saker och att deras utredningar är dåligt underbyggda. Antalet anmälda misstankar om marknadsmissbruk ökar hos EBM men få åtal leder till fällande domar, vilket medför risk för att marknadsaktörernas förtroende för värdepappersmarknaderna sjunker.¹⁵⁴

Åren 2010-2011 väcktes inte enda insideråtal i Sverige. På grund av den kritik som framförts (se ovan) inrättade EBM den 1 januari 2012 en ny kammare, finansmarknadskammaren, som är en särskild kammare för bekämpning av enbart finansmarknadsbrott. Finansmarknadskammarens ärenden rör brott mot MmL och svindleri av värdepapper enligt 9 kap. 9 § BrB. Syftet med den nya kammaren är att uppnå högre effektivitet och kvalitet i handläggning av finansmarknadsbrotten. Vidare ville EBM med den nya kammaren stärka styrningen och ledningen av arbetet med att beivra finansmarknadsbrott samt förbättra utredningsmetodiken, arbetsformerna och stärka kompetensen inom finansmarknadsområdet.¹⁵⁵

Finansmarknadsbrotten är svårutredda och utredningarna är resurskrävande, vilket kräver stora insatser och hög specialistkompetens. Därför krävs det att myndigheterna besitter den kompetens som krävs, följer teknikutvecklingen på området och har internationella kontakter med andra brottsbekämpande myndigheter. Efter inrättandet av finansmarknadskammaren har ett antal utredningar lett till fällande domar och utredningstiden har blivit kortare.¹⁵⁶

Samarbetet med FI har stärkts där informationsutbyte sker löpande på strategisk och operativ nivå mellan myndigheterna. Ett samrådsförfarande har etablerats mellan FI och EBM där FI biträder EBM vid förundersökningar genom till exempel internationell informationsinhämtning. Kammaren strävar efter effektivare informationsinsamling och koncentrerar sig på ett mindre antal misstänkta brott för att få tillräckligt stark bevisning för fällande domar. Dessa åtgärder har lett till att antalet lagförda personer ökat vad gäller insiderbrott och otillbörlig marknadspåverkan.¹⁵⁷

Om satsningen på finansmarknadskammaren kommer att bära frukt i framtiden är osäkert i dagsläget men att något var tvunget att ske på området var klart, eftersom många aktörer lämnade de finansiella marknaderna i samband med finanskrisen 2008. Genom inrättandet av finansmarknadskammaren hop-

¹⁵³ Stockholms tingsrätt mål B 11287-07 (2010-06-01).

¹⁵⁴ Brandberg & Knutson Advokaten (2011) s. 24-25.

¹⁵⁵ Ekobrottsmyndighetens årsredovisning 2012 (2013) s. 11.

¹⁵⁶ Ekobrottsmyndighetens årsredovisning 2012 (2013) s. 11-12.

¹⁵⁷ Ekobrottsmyndighetens årsredovisning 2012 (2013) s. 11-12.

pas man kunna öka förtroendet för finansmarknaden samt tydligt visa att finansmarknadsbrott inte lönar sig och att de som överträder bestämmelserna riskerar att straffas med stränga påföljder.

5.5 Statistik

Olaglig insiderhandel och kursmanipulation har funnits länge och är fortfarande vanligt förekommande på världens värdepappersmarknader.¹⁵⁸ Möjligheten att tjäna stora pengar i kombination med en nästan obefintlig risk att fällas för insiderbrott gör insiderhandel till en lukrativ affär. Nu har risken att bli anmäld och till och med åtalad för olaglig insiderhandel ökat, trots att det fortfarande genomförs insiderbrott på värdepappersmarknaderna, detta trots att olaglig insiderhandel kan medföra stränga fängelsestraff. Mörkertalet för insiderbrott är stort.¹⁵⁹ Sedan 2010 har endast sju åtal väckts i Sverige som rörde insiderbrott.

I USA gjordes nyligen en undersökning av Labaton Sucharow om moralen inom finansbranschen efter finanskrisen. I denna undersökning intervjuades 250 finansanställda från Wall Street i New York. I studien framkom att 23 % av de intervjuade har observerat, eller mottagit trovärdig information, om att insiderbrott har begåtts på deras arbetsplats. Dessutom skulle 24 % av de tillfrågade kunna tänka sig att utföra olaglig insiderhandel om vinsten för insiderhandeln uppgick till 10 miljoner dollar, under förutsättning att de inte blev åtalade. Siffran stiger till 38 % när det kommer till de tillfrågade som har mindre än 10 års erfarenhet. För att nå framgång ansåg 29 % av de intervjuade att de var tvungna att ägna sig åt olaglig insiderhandel eller illegala arbetsmetoder.¹⁶⁰ Undersökningen kan kritiseras för att det enbart var 250 personer som intervjuades men den ger en fingervisning om hur man ser på insiderbrott på den amerikanska finansmarknaden. Att den amerikanska inställningen till finansmarknaden skulle skilja sig ifrån den svenska är inte omöjligt men det går inte att bortse från att även den svenska inställningen kan ha försämrats med tanke på finanskrisen i Europa.

Antalet misstänkta insiderbrott som FI anmälde till EBM har nästan fördubblats sedan år 2006. Anmälningar om insiderbrott till EBM har gått från bara ett fåtal till över 800 på tio år. Dessutom har antalet väckta åtal ökat sedan åren 2010 och 2011. Det är dock fortfarande väldigt få anmälningar till EBM som leder till åtal och ännu färre leder till fällande domar. Idag leder mindre än var tionde anmälan om insiderhandel till åtal. En anledning till varför antalet anmälningar ökat kan förklaras med att en ny och mer omfattande lagstiftning, MmL, trädde i kraft år 2005. Svårigheten är fortfarande att bevisa att ett insiderbrott har begåtts.

¹⁵⁸ af Sandeberg (2002) s. 15.

¹⁵⁹ Knuts (2011) s. 18-20.

¹⁶⁰ Wall Street in Crisis: A Perfect Storm A Survey of the US Financial Services Industry (2013) s. 1-11.

Statistiken nedan visar antalet misstänkta insiderbrott anmälda till EBM av FI, väckta åtal, insiderdomar och fällande domar (varje insiderärende är räknat för sig således bara i den instans där domen vunnit laga kraft).¹⁶¹

| Insiderbrott | 2002 | 2003 | 2004 | 2005* | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013** |
|--|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|--------|
| Misstänkta insiderbrott anmälda av FI till EBM | 8 | 15 | 15 | 30 | 60 | 129 | 110 | 98 | 118 | 108 | 111 | 90 |
| Väckta åtal | 2 | 0 | 1 | 3 | 3 | 5 | 4 | 8 | 0 | 0 | 3 | 4 |
| Antal domar | 2 | 1 | 0 | 1 | 0 | 2 | 8 | 5 | 4 | 0 | 3 | 3 |
| Fällande domar | 2 | 1 | 1 | 0 | 3 | 2 | 1 | 5 | 2 | 0 | 2 | 1 |

* Den 1 juli 2005 började lagen om marknadsmissbruk vid handel av finansiella instrument att gälla. Den ersatte tidigare lagstiftning på området.

** Siffrorna för 2013 gäller till och med 2013-09-20.

Otillåten marknadspåverkan är det brott som står för majoriteten av de misstänkta brott som anmäls till EBM. Så har det inte alltid varit. Olaglig insiderhandel var mer vanligt tidigare. De personer som ägnar sig åt brotten otillbörlig marknadspåverkan och insiderbrott skiljer sig åt. De som ägnar sig åt otillbörlig marknadspåverkan kan mer eller mindre vara vem som helst, insiderbrott brukar däremot begås av personer som är högt uppsatta inom bolaget och dessutom har kapital att investera med.¹⁶²

Sverige tillhör de länder som är bäst på att anmäla misstänkta insideraffärer. Detta innebär dock inte att det skulle förekomma mer insiderhandel på svenska marknader än på andra, utan det är snarare så att anmälningströskeln i Sverige är låg i jämförelse med andra länder. Dessutom kan samma transaktion anmälas av flera olika parter vilket gör att statistiken för antalet misstänkta insideraffärer inte är helt rättvisande. En annan anledning till den höga anmälningstatistiken är att Sverige tillhör ett av få länder där den som underlåter att anmäla en misstänkt insideraffär själv kan bli bestraffad.¹⁶³

När det gäller misstänkta transaktioner som FI anmäler till EBM så vidarebefordrar FI de flesta anmälningar de får in utan att göra en närmare bedömning av sannolikheten att misstanken kan leda till åtal och en fällande dom. I Sverige sker denna process istället hos EBM. I andra länder sker en mer långtgående hantering av anmälningen hos FI innan de vidarebefordrar anmälningarna till åklagare, vilket innebär att fler ärenden avskrivs redan hos FI. Detta innebär att endast en bråkdel av alla de misstänkta transaktionerna som anmäls till EBM av FI i Sverige leder till åtal. Sverige tillhör dock det land i Europa som, jämfört med marknadens storlek, har flest avgörande när det kommer till insidermål. Mårten Knuts fastslår i sin rapport att den svenska insiderregleringen är minst lika funktionsduglig som insiderregleringarna i andra länder.¹⁶⁴ Denna rapport medger dock inte slutsatsen att Sveriges insiderreglering är bra eller att den uppfyller det syfte som den är till för, nämligen att allmänheten skall ha förtroende för värdepappersmarknaden. Det rapporten kommer fram till är att den svenska insiderregleringen är minst lika funktionsduglig som andra länders insiderreglering.

¹⁶¹ Statistiken är framtagen av Kiran Singh på EBM i Stockholm.

¹⁶² Ekobrottsmyndighetens underrättelsebild (2012) s. 15-16.

¹⁶³ Knuts (2011) s. 4-15.

¹⁶⁴ Knuts (2011) s. 4-15.

6 Insiderbrottets uppbyggnad

6.1 Inledning

MmL är den lag som reglerar insiderhandel. En förutsättning för att det skall vara fråga om ett insiderbrott är att en transaktion har skett där ena parten har haft tillgång till insiderinformation. För att kunna granska insiderbrott krävs således en definition av vad som avses med begreppet insider-information. I lagen definieras begreppet insiderinformation som information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument (1 § MmL). Om informationen har offentliggjorts eller är allmänt känd, till exempel om informationen är tillgänglig för var och en som vill söka efter den i massmedia eller om bolaget har gjort offentliga uttalanden i form av föredrag eller liknande, kan den med andra ord inte vara insiderinformation.¹⁶⁵

Då MmL är en implementering av MmD bör artikel 1.1 i direktivet nämnas. I denna bestämmelse framgår det att informationen skall 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. Således omfattas alla former av information eller kunskap i begreppet under förutsättning att de kan antas vara väsentligt pris-påverkande.¹⁶⁶

Det var först genom ISL som en legaldefinition av insiderinformation infördes i svenska lag. Sedan dess har ingen materiell ändring av definitionen skett. För att förstå vad som utgör insiderinformation måste begreppets olika rekvisit diskuteras. Således blir tidigare förarbeten viktiga för att belysa begreppets uppkomst och dess innebörd.¹⁶⁷

6.2 Insiderhandel och relevanta begrepp

Det finns två olika situationer då begreppet insiderhandel används, nämligen vid tillåten insiderhandel och otillåten insiderhandel. Tillåten insiderhandel är när en person med nära insyn i ett börsnoterat bolag, till exempel en VD, förvärvar eller avyttrar värdepapper i bolaget utan tillgång till marknadspåverkande insiderinformation¹⁶⁸. Enligt AnmL skall sådan insynshandel anmälas till FI. En otillåten insiderhandel innebär att en person, så kallad insider, förvärvar eller avyttrar värdepapper där insidern har tillgång till information som varken är offentlig eller allmänt känd och som väsentligt skulle påverka kursen på det finansiella instrumentet om den blev offentlig.¹⁶⁹

¹⁶⁵ Prop. 1999/2000:109 s. 81.

¹⁶⁶ Prop. 1999/2000:109 s. 81.

¹⁶⁷ Samuelsson *et al* (2005) s. 183-184.

¹⁶⁸ Se definitionen av insiderinformation i kap 5.3.

¹⁶⁹ Sevenius & Örtengren (2012) s. 247-248.

När VpmL infördes ändrades vissa definitioner, till exempel definitionen av marknadsplats och vad som skall anses utgöra ett finansiellt instrument.¹⁷⁰ I 1 § 2 st MmL definieras begreppet handel på värdepappersmarknaden enligt följande: handel på en reglerad marknad eller någon annan organiserad marknadsplats eller handel med eller genom någon som yrkesmässigt bedriver sådan verksamhet som avses i 2 kap. 1 § VpmL.

Begreppet finansiella instrument definieras i 1 § 3 p. MmL genom en hänvisning till 1 kap. 4 § 1 p. VpmL. Avseende begreppet reglerad marknad definieras detta i 1 § 4 p. MmL, överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, fondandelar och finansiella derivatinstrument, genom en hänvisning till 1 kap. 5 § 20 p. VpmL. De egenskaper som de finansiella instrumenten har gemensamt är att de kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden. Exempel på finansiella instrument är aktier, obligationer, depåbevis, andelar i investeringsfonder, optioner och terminer.¹⁷¹

Straffstadganden innehåller ofta begrepp som förekommer eller är hämtade från civilrättsliga, förvaltningsrättsliga eller andra icke straffrättsliga rättsregler på grund av rättstekniska skäl. Begrepp som finns med i straffstadgandet till insiderbrott och som tillhör denna kategori är handel på värdepappersmarknaden och finansiella instrument.¹⁷²

6.3 Insiderinformation

I 2 § 1 st MmL framgår att den som får insiderinformation och som för egen eller någon annans räkning, genom handel på värdepappersmarknaden, förvärvar eller avyttrar sådana finansiella instrument som informationen rör döms för insiderbrott. Detsamma gäller för den som får insiderinformation och som genom råd eller på annat sådant sätt föranleder någon annan att förvärva eller avyttra sådana finansiella instrument som informationen rör genom handel på värdepappersmarknaden. Bestämmelsen i 2 § 1 st MmL brukar delas upp i två delar, dels det så kallade handelsförbudet i första meningen, dels det så kallade rådgivningsförbudet i andra meningen. Båda bestämmelsens delar omfattar alla dem som får insiderinformation på ett eller annat sätt. Den som får insiderinformation behöver således inte vara styrelseledamot eller anställd i bolaget som information rör för att riskera att dömas för insiderbrott.¹⁷³

Det spelar ingen roll om den som utför transaktionen gör det för sin egen eller någon annans räkning så länge den som utför transaktionen har tillgång till insiderinformation. Så även om transaktionen sker för annans räkning begär den som handlar ett insiderbrott. Rådgivningsförbudet handlar om att påverka någon annan att handla.¹⁷⁴ Den gemensamma förutsättningen är således att personen skall ha haft tillgång till insiderinformation när denne handlat för att det skall anses vara ett insiderbrott, oavsett i vilken egenskap och på vilket sätt denne har fått del av informationen.

¹⁷⁰ Schedin Ny juridik (2007) s. 14.

¹⁷¹ Schedin Ny juridik (2007) s. 15.

¹⁷² Sjöblom SvJT (2012) s. 397.

¹⁷³ Sevenius & Örtengren (2012) s. 248-249.

¹⁷⁴ Schedin Ny juridik (2007) s. 10.

För att klargöra denna problematik kan ett exempel ges:

”En taxichaufför kör två personer som sitter i baksätet och pratar om en företagsöverlåtelse. Den ena har ett noterat bolag som den skall sälja till den andre. Taxichauffören förstår att det här är information som kan påverka kursen på den noterade aktien. Han förbjuds därför i lagens mening att handla i den aktien. Han har genom att han tillgodogjort sig informationen blivit en insider. Han har därför förlorat rätten att själv handla med aktien och han får heller inte rekommendera någon annan att handla aktien för någon annans räkning.”¹⁷⁵

Det är således förbjudet för alla att utnyttja insiderinformation. Det finns inget krav på att den som utför en transaktion på en värdepappersmarknad skall dra nytta av insiderinformationen utan det räcker med att personen har fått insiderinformation innan denne gör transaktionen som sedan går att koppla till informationen.¹⁷⁶ Det förutsätts således enligt huvudregeln att gärningsmannen själv, eller via någon som yrkesmässigt bedriver värdepappersrörelse, har utfört transaktioner med finansiella instrument på en reglerad marknadsplats. Detsamma gäller om gärningsmannen har föranlett någon annan till sådan handel. I tidigare lagstiftning omfattades endast förfaranden som skett genom handel på värdepappersmarknaden av insiderregleringen. Genom införandet av MmL gäller denna avgränsning inte längre undantagslöst. Detta då bestämmelser i 6 § MmL innebär att 2 § MmL i vissa undantagssituationer skall tillämpas på förfaranden som inte utgör eller föranleder handel på den finansiella marknaden.¹⁷⁷

Insiderlagstiftningens gärningsbeskrivning kan utformas på två olika sätt. Ett sätt är att den formuleras så att det krävs att den som har utfört en transaktion med finansiella instrument har tillgång till insiderinformation och att denne skall ha utnyttjat denna information vid transaktionen. Det andra sättet är att förbjuda alla transaktioner med värdepapper vid innehav av insiderinformation oavsett om insiderinformationen har utnyttjats eller ej. Detta alternativ kräver dock att det införs vissa undantag för situationer där det inte förekommer missbruk av insiderinformation. Den första formuleringen är mer förekommande i allmänna strafflagar och den andra formuleringen är vanligare i specialstraffrätten.¹⁷⁸

Det framgår i artikel 2 i MmD att medlemsstaterna skall förbjuda berörda personer att *utnyttja* insiderinformation vid handel med finansiella instrument. Dock valde de svenska lagstiftarna att använda sig av den senare formuleringen, vilket innebär att en undantagsregel (5 § MmL) har införts i den svenska insiderlagstiftningen. I denna undantagsregel framgår att ett antal olika situationer är undantagna från insiderbrottets straffbelagda område. Således måste reglerna om insiderbrott läsas tillsammans med de upptagna undantagssituationerna i 5 § MmL. En åklagare behöver på så sätt inte föra i bevis att gärningsmannen har använt sig av insiderinformation som gärningsmannen besitter när denne handlar med värdepapper som informationen rör. Detta gäller oavsett om gärningsmannen handlar för egen räkning eller för någon annans

¹⁷⁵ Melzer affärsvärlden (2010).

¹⁷⁶ Melzer affärsvärlden (2010).

¹⁷⁷ Sjöblom SvJT (2012) s. 385.

¹⁷⁸ Prop. 2004/05:142 s. 58-60 och Samuelsson *et al* (2005) s. 216-217.

räkning och detsamma gäller råd eller om gärningsmannen på något annat sätt föranleder någon annan till handel.¹⁷⁹

Enligt lagtexten är det endast den som har *fått* insiderinformation som omfattas av förbudet mot insiderhandel. Analyser och slutsatser grundat på allmänt tillgänglig information, vetskap om egna försäljningar eller köp av värdepapper är undantagna från straffstadgandet. Således kan en person *ha* insiderinformation, till exempel genom vetskap om egna planer, utan att denne har fått informationen. Något som inte är att betrakta som information, egna analyser och vetskap om egna planer, kan inte heller utgöra insiderinformation. Denna typ vetskap utesluts från straffstadgandet redan genom definitionen av begreppet insiderinformation.¹⁸⁰

6.4 Omständighet av specifik natur

För att information skall anses utgöra insiderinformation krävs det enligt förarbetena att informationen rör en omständighet av specifik natur. Redan i insiderdirektivet från år 1989 fanns ett sådant krav, dock skedde inga förtydliganden av rekvisitets innehåll när insiderinformation fick sin första legala definition genom ISL. Då specificationskravet redan fanns i insiderdirektivet ansåg lagstiftarna inte att kravet behövdes kommenteras i motiven till MmL. Således skedde ingen ändring av lagtexten då begreppet omständighet i sammanhanget ansågs innefatta ett krav på specifik natur, dock skedde ett förtydligande i motiven vilket ansågs tillräckligt.¹⁸¹

Huvuddefinitionen av begreppet insiderinformation ges i artikel 1.1 MmD. Där framgår att informationen skall avse omständigheter av specifik natur. Ett förtydligande av huvuddefinitionen finns i artikel 1.1 i första genomförandedirektivet 2003/124/EG. Där uppställs två krav för att information skall vara av specifik natur. Enligt det första kravet skall informationen ange omständigheter som föreligger eller rimligtvis kan komma att föreligga eller en händelse som har inträffat eller rimligtvis kan förväntas inträffa. Det andra kravet är att informationen skall vara tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på finansiella instrument eller derivatinstrument. Det krävs således att omständigheten skall vara sannolik och konkret. Omständigheten skall ta sikte på viss företeelse och ha betydelse för prisbildningen. För att en omständighet skall anses specifik krävs det således att den skiljer sig från annan information eller kategori. Informationsmängden skall ha direkt relevans för prisbildningen på marknaden. En specifik uppgift är sådan att den betraktad för sig kan antas vara prispåverkande. Det blir däremot svårare att bedöma olika uppgifter som tillsammans är kurspåverkande men inte var för sig.¹⁸²

¹⁷⁹ Prop. 2004/05:142 s. 58-60 och Samuelsson *et al* (2005) s. 216-217.

¹⁸⁰ Prop. 2004/05:142 s. 58-60 och Sjöblom SvJT (2012) s. 386.

¹⁸¹ Prop. 2004/05:142 s. 55-56 och Samuelsson *et al* (2005) s. 186-186.

¹⁸² Samuelsson *et al* (2005) s. 185-186.

Något krav på att omständigheten skall ha ett samband med ett särskilt subjekt, till exempel ett specifikt bolag eller ett speciellt värdepapper finns inte. Dock förknippas normalt sådan information med insiderinformation. Således kan informationen i princip röra vad som helst, till exempel det allmänna ränteläget, nya skatteregler, kunskap om en stor aktieägares förväntade affärer eller kunskap bland anställda hos en portföljförvaltare om vad en kund har för avsikt med sina affärer. Sådan information anses som allmänt kursdrivande information och berör marknaden som helhet.¹⁸³

Ett vanligt typfall av insiderinformation är att ett bolag tänker lägga ett offentligt uppköpserbjudande på ett annat bolag.¹⁸⁴ Vissa uppgifter kan dock vara sådana att de endast berör enstaka marknader eller verksamhetsområden. Detta kan till exempel vara att nya miljöbestämmelser införs som förändrar lönsamheten för en viss bransch men inte för andra. För den branschen kan sådana uppgifter få karaktären av insiderinformation, vilket kan komma att påverka den branschen men inte andra branscher.¹⁸⁵

Som nämndes tidigare skall omständigheten vara sannolik eller konkret, således skall inte rena rykten eller spekulationer som är grundade på allmänt tillgänglig information anses omfattas av begreppet. Gränsen går vid rykten som kommer från informationskanaler som normalt har tillgång till insiderinformation.¹⁸⁶ En annan svårighet gäller när köp- och säljrekommendationer räknas som en omständighet som är tillräckligt specifik för att bli insiderinformation, i NJA 2008 s. 292 (Tivox-målet) prövades specificationskravets gränser.

6.5 Omständighet som inte är offentliggjord eller allmänt känd

En förutsättning för att viss information skall utgöra insiderinformation är att den rör en omständighet som inte är offentliggjord eller allmänt känd. I motiven till IL ges exempel på när en omständighet skall betraktas som offentliggjord eller allmänt känd, detta kan till exempel vara när en uppgift publiceras på en marknadsplats eller omnämns i massmedia. Vidare angavs att en omständighet inte skall betraktas som offentliggjord eller allmänt känd om den endast har spridits inom en sluten krets, till exempel en privat aktiesparklubb. Om informationen har offentliggjorts eller är allmänt känd, till exempel om informationen är tillgänglig för var och en som vill söka efter den i massmedia eller om bolaget har gjort offentliga uttalanden i form av föredrag eller liknande, kan den med andra ord inte vara insiderinformation.¹⁸⁷ I motiven till MmL, som hänvisade till motiven i ISL, angavs att information i sistnämnda förhållanden är att betrakta som offentlig.¹⁸⁸

¹⁸³ Samuelsson *et al* (2005) s. 185-186.

¹⁸⁴ Sevenius & Örtengren (2012) s. 250.

¹⁸⁵ Samuelsson *et al* (2005) s. 187.

¹⁸⁶ af Sandeberg (2002) s. 84-85.

¹⁸⁷ Prop. 1990/91:42 s. 83.

¹⁸⁸ Prop. 1990/91:42 s. 83 och prop. 2004/05:142: s. 66.

Begreppen *offentliggjord* eller *allmänt känd* handlar om två olika saker och det går inte att urskilja någon klar skiljelinje mellan rekvisiten i motiven. Rekvisiten ska dock inte uppfattas som kumulativa utan alternativa. Begreppet offentliggjord innebär att uppgiften har gjorts tillgänglig genom en medveten handling. Med begreppet allmänt känd avses den vetskap som allmänheten har om omständigheten. Detta innebär att en uppgift som blivit offentliggjord inte behöver vara allmänt känd, ofta är det dock så att en uppgift som är offentliggjord är att anse som allmänt känd.¹⁸⁹ Ett exempel på när en uppgift är både offentliggjord och allmänt känd är när ett bolag tillkännager uppgifter vid en presskonferens.¹⁹⁰

Den avgörande tidpunkten för när en omständighet skall anses vara allmänt känd och offentliggjord inträffar när spridningen inleds, till exempel när en uppgift kommer upp på förekommande bildskärmar, till exempel Reuters, eller när en tidning lämnar tryckeriet.¹⁹¹ Att en begränsad krets känner till en omständighet, till exempel information som framkommit på ett möte, påverkar inte informationens karaktär som insiderinformation. De som deltog på mötet, även om de saknar anknytning till bolaget kommer att vara förhindrade att utnyttja informationen.¹⁹²

När det kommer till information som publiceras på Internet skall hänsyn tas till vilken webbsida det är fråga om. Förekommer informationen på en etablerad och välbesökt sida får det anses som givet att den är såväl offentliggjord som allmänt känd. Däremot är det svårare att bedöma hur information som förekommer på en informell webbsida skall bedömas, till exempel en chattsida. Utgångspunkten för bedömningen är vilken chattsida det är fråga om, vilket framkommer i motiven till straffstadgandet gällande obehörigt röjande av insiderinformation (7 § MmL). Detta innebär att inlägg på chattsidor på Internet kan innebära att informationen skall anses vara allmänt känd. En uppgift som nämns på en välkänd aktiechattsida kan komma att jämföras med en tidningspublicering.¹⁹³ Exempel på aktiechattsidor, som anses vara välkända och välbesökta av allmänheten är *avanza.se* och *di.se*.¹⁹⁴

I motiven anges även att uttrycket allmänt känd måste tolkas utifrån legalitetsprincipen och att rekvisitet måste förstås i ljuset av syftet med bestämmelsen. Detta innebär att situationer där informationen blir så välkänd att den som röjer informationen eller den som utnyttjar den inte har möjlighet att göra fördelaktiga affärer skall undantas från det straffbara området. Således behöver inte information som publiceras på en blogg eller chatt med mycket få besökare anses utgöra en omständighet som är offentliggjord eller allmänt känd.¹⁹⁵

¹⁸⁹ Samuelsson *et al* (2005) s. 187.

¹⁹⁰ Sjöblom SvJT (2012) s. 391.

¹⁹¹ Prop. 1990/91:42 s. 83.

¹⁹² af Sandeberg & Sevenius (2007) s. 273.

¹⁹³ Prop. 2004/05:142 s. 66 och Sjöblom SvJT (2012) s. 391-392.

¹⁹⁴ Schedin Ny Juridik (2007) s. 17.

¹⁹⁵ Prop. 2004/05:142 s. 66.

6.6 Ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument

För att information skall kunna betecknas som insiderinformation skall informationen vara ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument. För att rekvisitet *ägnad att väsentligt påverka priset* skall vara uppfyllt skall det röra sig om en omständighet som erfarenhetsmässigt påverkar kursen då den offentliggörs.¹⁹⁶ Det skall framstå som mycket sannolikt att omständigheten, när den offentliggörs, kommer att driva upp eller ner kursen på den relaterade aktien. Bedömningen skall ske vid tidpunkten för handlingen och inte i efterhand, det är således den förväntade kursförändringen som avses.¹⁹⁷ Svårigheter finns dock att i förväg beräkna om händelsen är av sådan karaktär att den kommer att påverka kursen.¹⁹⁸

Begreppet ägnad att är ett så kallat fare-rekvisit, vilket betyder att åklagaren, i det enskilda fallet, inte behöver visa att informationen hade en väsentlig påverkan på priset, men däremot att den typiskt sett har en sådan inverkan. Det krävs således egentligen ingen prispåverkan på de finansiella instrumenten när informationen väl blir offentliggjord eller allmänt känd för att straffansvar skall inträda.¹⁹⁹ Det är dock betydligt svårare för en åklagare att göra gällande att informationen har varit ägnad att påverka kursen om en kursändring bevisligen inte skett när informationen väl nått marknaden.²⁰⁰

Det vanliga är dock att åklagaren i sin gärningsbeskrivning lämnar uppgifter på prispåverkan som informationen har haft, trots att det inte utgör en förutsättning för ansvar. Exempel på omständigheter som är ägnade att väsentligt påverka priset på finansiella instrument fanns i tidigare lagstiftning men inte i nuvarande lagstiftning. I IL:s generella förbud mot insiderhandel fanns hjälpregler som innehöll exempel på omständigheter ägnade att väsentligt påverka priset på finansiella instrument men dessa hjälpregler togs bort vid införandet av ISL.²⁰¹

IL:s 5 § gav följande exempel på omständigheter ägnade att väsentligt påverka priset:

1. en åtgärd som syftar till och är ägnad att leda till ett offentligt erbjudande av en juridisk person till en vidare krets om förvärv av aktier i ett aktiebolag,
2. någon annan omständighet i ett aktiebolags eller dess moderföretags verksamhet som det normalt lämnas upplysning om i årsredovisning, delårsrapport, årsbokslut eller i annan form,

¹⁹⁶ Samuelsson *et al* (2005) s. 200.

¹⁹⁷ Prop. 1990/91:42 s. 51-52 och 82.

¹⁹⁸ Afrell *et al* (1998) s. 286-287 och Samuelsson *et al* (2005) s. 199-201.

¹⁹⁹ Sjöblom SvJT (2012) s. 393.

²⁰⁰ Sevenius & Örtengren (2012) s. 250-251.

²⁰¹ Sjöblom SvJT (2012) s. 393.

3. beslut av förvaltare av finansiella instrument eller kapitalplacering institution om köp eller försäljning av finansiellt instrument och liknande marknadsinformation,
4. ränteändring, valutakursändring, författningsändring och annan liknande händelse.

I motiven till ISL framhölls att hjälpreglerna i IL även i fortsättningen kan ge domstolarna vägledning vid tolkningen av ansvarsbestämmelsen om insiderbrottslighet. Domstolen kan således som utgångspunkt använda sig av de upprädda hjälpreglerna i IL tillsammans med sin samlade erfarenhet när de skall avgöra om informationen rör en viss omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på de finansiella instrumenten.²⁰² Rekviritet, ägnad att väsentligt påverka priset, har varit föremål för ett antal domstolsavgöranden.

6.7 Väsentlighetskravet

Väsentlighetskravet innebär att det skall röra sig om en väsentlig påverkan på priset. Vid ett flertal tillfällen har väsentlighetskravet behandlats i förarbeten till svensk lagstiftning. Någon klar gräns för när kurspåverkan är att anse som väsentlig finns inte. En tioprocentig kursavvikelse har ansetts vara tillräcklig i tidigare förarbeten och rättstillämpning.²⁰³ Dock har det påpekats att en allmän gräns vore svår att precisera då det som anses väsentligt på en marknad kan variera för andra marknader. Till exempel är marknaden för räntebärande instrument mer känslig för kursförändring än optionsmarknaden, där förändring i kursen anses normalt. En liten kursförändring kan anses vara väsentlig på marknaden för räntebärande instrument och så en stor kursförändring som 10 % anses fullt normalt på optionsmarknaden.²⁰⁴

Vid tillsynsmyndigheternas utredning gällande transaktioner som strider mot MmL har gränsen på 10 % visat sig få stor betydelse, trots att sådana gränsvärden anses godtyckliga.²⁰⁵ När det gäller tolkningen av väsentlighetsrekvisitet så anges i lagens förarbeten att man inte skall utgå från en fast procentsats vid bedömningen av om rekvisitet är uppfyllt eller inte. Begreppet väsentlig påverkan varierar mellan olika marknader och hänsyn måste tas till ett flertal olika parametrar, bland annat allmänna tendenser på marknaden och det finansiella instrumentets speciella egenskaper, till exempel om en akties värde är högt eller lågt eller normalt föremål för stora fluktuationer.²⁰⁶ Dessutom räcker det att informationen är ägnad att väsentligen påverka priset, med andra ord behövs ingen faktisk prispåverkan kunna konstateras för att rekvisitet skall anses vara uppfyllt.²⁰⁷

²⁰² Prop. 1999/2000:109 s. 58 och Sjöblom SvJT (2012) s. 393.

²⁰³ Samuelsson *et al* (2005) s. 190.

²⁰⁴ Prop. 1990/91:42 s. 82-83.

²⁰⁵ Samuelsson *et al* (2005) s. 191.

²⁰⁶ Prop. 2004/05:142 s. 56.

²⁰⁷ Sevenius & Örtengren (2012) s. 250-251.

Utgångspunkten för tillämpligheten av väsentlighetsrekvisitet är att den avgörs om personen som fått insiderinformation har haft anledning att förvänta sig att denna väsentligt skulle kunna påverka priset på det finansiella instrumentet när omständigheten blev offentlig. Således skall effekten på prispåverkan inte mätas av den faktiska förändringen utan av den förväntade förändringen. Domstolarna bör därför bedöma den förväntade kurspåverkan istället för den faktiska. I artikel 1.1 MmD, som förklaras i artikel 2.1 i det första genomförandedirektivet²⁰⁸, förklaras väsentlighetsrekvisitet med information som en förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut. Således skall hänsyn tas till vilken effekt liknande information tidigare har haft på en aktiekurs när den förväntade effekten bedöms.²⁰⁹ Vissa menar att väsentlighetsrekvisitet är den mest problematiska delen av förbudsparagrafen då den är oklar.²¹⁰

En annan viktig aspekt av väsentlighetsrekvisitet som måste beröras är när information anses uppnå väsentlig karaktär som innebär att den uppfyller väsentlighetskravet och därmed aktualiserar MmL. Om informationen anses spekulativ skall en bedömning ske för att avgöra sannolikheten för att händelsen kommer inträffa mot en bedömning av händelsens betydelse för bolaget med beaktande av bolagets övriga aktiviteter. Information som endast är spekulativ uppfyller således inte väsentlighetskravet. Det är först när informationen blir konkret som den uppfyller väsentlighetskravet.²¹¹

²⁰⁸ 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.

²⁰⁹ Schedin Ny Juridik (2007) s. 14.

²¹⁰ af Sandeberg (2002) s. 91.

²¹¹ Samuelsson *et al* (2005) s. 193-194.

7 Undantag från förbudets tillämpningsområde

Sverige har, som tidigare nämnts, en insiderreglering som förbjuder alla transaktioner med värdepapper vid innehav av insiderinformation oavsett om insiderinformationen har utnyttjats eller ej. Detta gör det lättare för åklagaren att föra i bevis att insiderbrott har begåtts, eftersom åklagaren inte behöver visa att insiderinformationen verkligen har utnyttjats vid transaktionen. Denna lösning har medfört att en undantagsregel har införts i svensk insiderlagstiftning. Undantagsregeln återfinns i 5 § MmL och där anges ett antal situationer som undantas från insiderbrottets straffbelagda område, detta även om rekvisiten för insiderbrott är uppfyllda. Ett exempel på en sådan situation är befattningshavare på ett bolag som bedriver handel med finansiella instrument som har fått i uppdrag av en klient att utföra en transaktion av specifika värdepapper och samtidigt besitter insiderinformation relaterade till de aktuella värdepapperna. Befattningshavaren får således utföra detta uppdrag, även om rekvisiten för insiderbrott är uppfyllda. Detta förutsätter att transaktionen sker på uppdrag av en kund och att befattningshavarens arbetsuppgifter omfattas av en skyldighet att utföra affärer med finansiella instrument för kunders räkning.²¹²

En annan situation som är undantagen är när befattningshavare, som innehar insiderinformation, på ett bolag till följd av avtal om att upprätthålla marknaden för ett finansiellt instrument utför ett uppdrag. Befattningshavare får utföra uppdraget under förutsättning att denne inte utnyttjar informationen. Detta undantag medför ett förbud mot att utnyttja informationen vilket påminner om det förbud som tillämpas i MmD och är således ett avsteg från det normala förbudet som återfinns i svensk insiderlagstiftning. Utnyttjandeförbudet gäller även uppdrag om rådgivning eller förvaltning.²¹³

Ett tredje undantag är situationer där personer som besitter insiderinformation handlar ”mot insiderinformationens riktning”, vilket kan leda till en förlustaffär för informationsinnehavaren. Ett scenario skulle kunna vara att en person har insiderinformation om ett visst finansiellt instrument, innebärande att värdet på denna förväntas att gå upp. Om personen då väljer att sälja det aktuella värdepappret före den förväntade uppgången, undantas personens agerande från insiderlagstiftningen. Detsamma gäller vid utnyttjande av en option enligt dess villkor när personen hade optionen före det att denne fick insiderinformation.²¹⁴ Förutom undantagen som återfinns i 5 § MmL finns även undantag i 9 § MmL som gäller brotten otillbörlig marknadspåverkan och röjandeförbudet.

²¹² Samuelsson *et al* (2005) s. 250-255.

²¹³ Samuelsson *et al* (2005) s. 250-255.

²¹⁴ Faktapromemoria (2011/12) s. 8.

8 Subjektiva rekvisit

8.1 Uppsåtsfrågan och insiderbrott

Huvudregeln för all straffrättslagstiftning är att det krävs uppsåt i förhållande till samtliga rekvisit för att ansvar enligt bestämmelsen skall inträda (se 1 kapitel 2 § brottsbalken (BrB)). Dock, till skillnad från andra brott, skall uppsåtsbedömningen vid insiderbrott huvudsakligen göras i förhållande till rekvisitet insiderinformation, det vill säga personen skall ha insett att aktuell information utgjorde insiderinformation i enlighet med definitionen i MmL. Själva handlingen i de insiderärenden som utreds av åklagare – vilket kan gälla både vid förvärv och avyttring av finansiella instrument – betraktas alltid som avsiktlig.²¹⁵

För att en gärningsman skall kunna dömas för insiderbrott krävs att denne antingen hade insiktssuppsåt eller likgiltighetsuppsåt till de följder och omständigheter som reglerar insiderbrott. När det kommer till avsiktssuppsåt så förutsätter inte insiderbrott att gärningsmannen haft som syfte att uppfylla gärningsinnehållet, varför avsiktssuppsåt är tillräckligt men inte nödvändigt i förhållande till följderna. Dock kan tilläggas att om gärningsmannen haft avsiktssuppsåt kan detta komma att påverka straffmätningen till ett högre straffvärde. Detta eftersom avsikt normalt skall motivera ett högre straffvärde än insiktssuppsåt och likgiltighetsuppsåt.²¹⁶

8.2 Vårdslöst insiderförfarande

I 3 § MmL framgår att den som av oaktsamhet begår en gärning enligt 2 § döms för vårdslöst insiderförfarande. Om gärningen är att anse som ringa döms dock inte till ansvar. Således är det inte endast insiderbrott som har skett uppsåtligt som är straffbelagt enligt svensk lag utan även de insiderbrott som har skett av oaktsamhet faller inom det straffbelagda området. I tidigare lagstiftning²¹⁷ förutsattes att oaktsamheten varit grov men genom införandet av MmD i svensk rätt inträder ansvar redan vid normal oaktsamhet. Enligt artikel 4 i MmD skall insiderförbudet tillämpas på den som har insiderinformation när denne insett, eller borde ha insett, att det rör sig om insiderinformation. Vidare framgår i stycke 18 i ingressen att hänsyn till bedömningen av vad någon insett eller borde ha insett skall tas till vad en normal och förnuftig person skulle ha insett eller borde ha insett med hänsyn till omständigheterna. Den avgörande frågan för om vårdslöst insiderförfarande skall vara för handen är om gärningsmannen uppfattade eller borde ha uppfattat handlingen i förhållande till insiderregleringen och eventuellt förekommande insiderinformation.²¹⁸

Genom att straffbelägga vårdslöst insiderförfarande kan en gärningsman fällas även i de fall där det inte har varit möjligt att fastställa uppsåt men där gärningsmannen anses ha agerat oaktsamt. Det krävs att två kriterier är uppfyllda

²¹⁵ Sevenius & Örtengren (2012) s. 249.

²¹⁶ Sjöblom SvJT (2012) s. 396-397.

²¹⁷ Se 6 § ISL.

²¹⁸ Samuelsson *et al* (2005) s. 234-235.

för att vårdslöst insiderförfarande skall bli aktuellt. Först och främst krävs det att personen har insiderinformation som är hänförlig till det aktuella finansiella instrumentet som denna förvärvar eller avyttrar (detsamma gäller råd som gärningsmannen lämnar). Det andra kravet är att gärningsmannen inte insåg att det rörde sig om insiderinformation, trots att en normalt förnuftig person skulle ha insett eller borde ha insett detta utifrån de rådande omständigheterna.²¹⁹

Den vanligaste anledningen till att frågan om oaktsamhet aktualiseras är vid bedömningen om en viss information skall anses utgöra insiderinformation eller inte. Det anses oaktsamt att utnyttja sådan information som typiskt sett är insiderinformation utan att förvissa sig om att informationen har offentliggjorts. Exempel på information som vanligen anses som insiderinformation är information om offentliga erbjudanden och upplysningar som normalt lämnas i bolagsrapporter.²²⁰ Detta innebär att alla marknadsaktörer har en viss undersökningsplikt i förhållande till informationen. Högre aktsamhetskrav ställs på en person med stor erfarenhet av den finansiella marknaden än en på person som är ny på värdepappersmarknaden.²²¹

²¹⁹ Samuelsson *et al* (2005) s. 234-235.

²²⁰ Prop. 2004/05:142 s. 162-163.

²²¹ Prop. 2004/05:142 s. 62-63.

9 Försök och medverkan till insiderbrott

När MmL trädde i kraft år 2005 infördes straffansvar även för försök och medverkan till insiderbrott. Brott som har begåtts av vårdslöshet eller som anses ringa är dock inte straffbelagt på försöksstadiet. I 4 § MmL stadgas att försök till insiderbrott och försök respektive förberedelse till grovt insiderbrott är straffbelagt. När skall då försök till insiderbrott anses ha uppnåtts enligt lagens mening? För att svara på denna fråga måste vi syna BrB:s bestämmelser som behandlar försöksbrott. I 23 kap. 1 § BrB anges att den som har påbörjat utförandet av ett brott utan att detta kommit till fullbordan skall dömas för försök till brottet förutsatt att fara förelegat för brottets fullbordan. Således kan en gärningsman dömas för försök till brott även om denne misslyckades med brottet, under förutsättning att det fanns en risk att gärningsmannen skulle ha lyckats med brottet.

En vanlig fråga gällande försök till insiderbrott är när en order skall anses ha uppnått den punkt som innebär att det är ett försök enligt MmL. Är det när ordern lämnas till mäklaren eller är det först när mäklaren lägger in ordern i handelssystemet? Enligt förarbetena till MmL anses den person med insiderinformation som ger ett uppdrag till en mäklare att köpa eller sälja finansiella instrument ha gjort sig skyldig till försök till insiderbrott, under förutsättning att personen besitter insiderinformation samt att det fanns en fara för att brottet skulle fullbordas. Detta gäller även om mäklaren stoppar affären innan den hinner genomföras.²²²

Generellt sett omfattas alla brott i BrB av medverkanansvar och detsamma gäller alla brott i specialrättslig lagstiftning som kan leda till fängelsestraff. Då MmL är en specialstraffrättslig lag kan den som medverkar till insiderbrott och kursmanipulation dömas för medverkan till brott. I 23 kap. 4 § BrB regleras bestämmelserna om medverkan. Den som främjar ett brott med råd eller dylikt kan dömas som medverkande. Detta gäller även om personen inte uppfyller förutsättningen för straffbarhet enligt lagen. En mäklare som genomföra en affär på den finansiella marknaden med insikt om att kunden besitter insiderinformation kan således dömas för medverkan till insiderbrott. Mäklaren anses då ha främjat insiderbrottet med råd eller dåd och kan då göras ansvarig som medhjälpare till brottets fullbordan.²²³

²²² Prop. 2004/05:142 s. 63-64 och Schedin Ny Juridik (2007) s. 11-12.

²²³ Schedin Ny Juridik (2007) s. 12.

10 Praxis

10.1 Inledning

För att förstå hur lagstiftningen kring insiderhandel tillämpas och för att få svar på de frågor som inte behandlas av lagtext och motiv krävs en genomgång av praxis. Syftet med att återge praxis är att illustrera vilka frågor som domstolarna ställer inför och hur dessa mål hanteras. Trots att antalet anmälningar om misstänkta insiderbrott ökar så väcks få åtal och än färre leder till fällande domar. Antalet insideravgöranden är således få och fler prejudicerande domar behövs för att besvara frågan om när information skall anses utgöra insiderinformation och således konstituera ett insiderbrott. Ett problem är att domstolarna, åklagarna och tillsynsmyndigheten ofta inte har den specialistkompetens som krävs för denna typ av rättsavgörande.

En lagstiftning vars rekvisit är vaga skapar generellt en motvilja från domstolarnas sida att producera rättsbildning i form av prejudicerande avgöranden. Dessvärre är insiderlagstiftningen i väsentliga delar uppbyggd kring vaga rekvisit. Således är det svårt att få ledning av den praxis som finns kring olaglig insiderhandel. MmL trädde i kraft den 1 juli 2005 och sedan dess har hovrätten (HovR) i sju fall och HD i två fall prövat åtal rörande insiderbrottslighet.

10.2 Tivoxmålet (NJA 2008 s. 292)

Det första målet som prövats i HD gällande tolkningen av begreppet insiderinformation är Tivox-målet som även var den första domen som avkunnats sedan MmL trädde i kraft. Tivox-målet rör frågan hur domstolarna bedömer specifikationskravets gränser vid säljrekommendation. Bolaget Tivox var moderbolag i Tivox-koncernen där verksamheten i första hand bedrevs i dotterbolaget Tivox Automation AB. Bolaget var noterat på Stockholmsbörsens O-lista. Det hade under en längre period gått dåligt för Tivox-koncernen och sommaren 2005 försattes Tivox och Tivox Automation i konkurs på ansökan av bolagets styrelse.

A.A var adjungerad till styrelsen i Tivox och hade som konsult hjälpt Tivox med nyemission, ekonomifrågor och bankkontakter. Under utförandet av dessa uppgifter har A.A erhållit insiderinformation, bestående i information om att koncernens bank inställt vidare nyttjande av Tivox Automation AB:s fakturakredit. Detta skulle innebära att Tivox Automation skulle begäras i konkurs samt att även moderbolaget Tivox AB skulle försättas i konkurs. Dessutom skulle börshandeln med bolagets aktie omgående stoppas. Denna information var inte offentliggjord eller allmänt känd av marknaden och den var ägnad att väsentligen påverka kursen på det finansiella instrumentet. T.L, som hade ett stort antal aktier i Tivox Automation, var bekant med A.A och kände till A.As kopplingar till Tivoxkoncernen.

Direkt efter att A.A hade erhållit insiderinformationen kontaktade A.A T.L per telefon för att meddela att deras gemensamma grillfest var inställd i sista minuten. T.L förstod att den inställda grillfesten berodde på att Tivox Automation hade akuta ekonomiska problem varvid T.L frågade A.A om han borde sälja sina aktier i Tivox Automation. A.A svarade ”du bör sälja dina aktier”. T.L kontaktade därefter sin mäklare via telefon för att omedelbart sälja hela sitt aktieinnehav i Tivox Automation. Några minuter efter försäljningen var klar börsstoppades Tivox-koncernens aktier. Dagen därpå försattes Tivox Automation i konkurs.

Åklagaren gjorde gällande att T.L genom telefonsamtalet hade fått insiderinformation bestående i vetskap om att A.A genom sin relation till Tivox-koncernen haft insiderinformation om bolaget och att A.A med denna kunskap uppmanat T.L att sälja aktierna i Tivox Automation.

Både HovR och HD kom fram till att T.L inte hade fått insiderinformation. HD slog fast att rena säljrekommendationer inte utgör insiderinformation, även med vetskap om att uppgiftslämnaren har insiderinformation. Insiderinformation skall vara av mer specifik natur. HD menade alltså att det inte gick att säkerställa att den information, som A.A lämnade via telefon till T.L, var av sådan art att den kunde klassificera som insiderinformation, varför HD dömde A.A för insiderbrott medan T.L friades.

10.3 Biacore-målet (B 7956-07)

B 7956-07 behandlar frågan hur domstolarna bedömer köprekommendationer när de skall avgöra om specifikationskravet är uppfyllt, då informationen blir så konkret att det blir insiderinformation. I början på sommaren 2006 beslutade det amerikanska bolaget G E Healthcare att de skulle lägga ett bud på det svenska bolaget Biacore International AB. G E Healthcares bud på Biacore var 330 kr per aktie. Investmentbanken Carnegie agerade som rådgivare åt Biacore under upphandlingsprocessen med G E Healthcare. L.M var anställd på Carnegie och var utsedd till project manager för uppköpet mellan bolagen. Under förhandlingarna mellan Biacore och G E Healthcare samtalade L.M med ett flertal personer med insiderställning hos Biacore. L.M närvarade dessutom på det styrelsemöte i Biacore, där styrelsen informerades om G E Healthcares kommande bud. Information om ett förestående bud anses som regel vara insiderinformation om informationen inte är offentliggjord eller allmänt känd av marknaden och om den är ägnad att väsentligen påverka kursen på det finansiella instrumentet.

L.M hade efter att han erhållit insiderinformationen kontaktat sin vän I.C per telefon och meddelat honom om informationen. Den 12 juni 2006 sålde I.C sitt aktieinnehav i Lundin Petroleum och Tripep för att köpa 12 000 aktier i Biacore istället. Några dagar senare, den 20 juni, offentliggjorde G E Healthcare att de skulle lägga ett bud på Biacore. Dagen efter G E Healthcares offentliggörande av budet sålde I.C hela sitt innehav i Biacore och köpte tillbaka aktierna han tidigare sålt i Lundin Petroleum och Tripep. I.Cs transaktioner ledde till att dennes fondkommissionär fattade misstankar och anmälde affärerna till Stockholmsbörsen.

En av frågorna som behandlas i målet var om G E Healthcares uppköpsplaner av Biacore var allmänt kända före offentliggörandet. Det hade nämligen under en längre tid före offentliggörandet florerat ett rykte om att Biacore var en av G E Healthcares uppköpskandidater. Över 200 personer hade varit involverade i uppköpsprocessen och hade därmed tillgång till informationen.

Målet kom att behandla frågan om informationen var allmänt känd före offentliggörandet – i detta fall att Biacore var en uppköpskandidat – och om detta var att jämställa med den senare offentliggjorda informationen. Angående ryktena som hade florerat menade tingsrätten att dessa inte vara att jämställa med den offentliggjorda informationen som innehöll uppgifter om ett konkret uppköps-erbjudande. Den offentliggjorda informationen kunde alltså inte anses ha varit allmänt känt före offentliggörandet.

Tingsrätten konstaterade även att alla som hade varit involverade i uppköpsprocessen var att betrakta som insiders och att de därför saknade rätt att vidarebefordra informationen.

HovR ansåg att G E Healthcares kommande uppköp av Biacore utgjorde information som var ägnad att väsentligt påverka priset på aktierna i Biacore. Dessutom kom HovR fram till att ett åtal om insiderbrott kan vara styrkt även om åklagaren inte kan visa exakt vilken information som lämnats ut. Däremot ansåg inte HovR att de angivna omständigheterna i målet var så uppenbara att de talade för att I.Cs köp av aktier i Biacore grundats på insiderinformation eller att sådan lämnats ut till I.C av L.M att andra tänkbara händelseförlopp i praktiken kan uteslutas. Då andra tänkbara händelseförlopp inte kunde uteslutas och då det inte var ställt utom rimligt tvivel att de hade gjort sig skyldiga till insiderbrott friades både I.C och L.M.

10.4 Studsviksavgörandena (B 7638-09 och RH 2009:29)

I B 7638-09 och RH 2009:29 hade H.J och J.B, i sina roller som styrelseledamöter, närvarat vid ett styrelsemöte i Studsvik AB (noterat på Stockhomsbörsen) den 21 augusti 2006. På styrelsemötet hade H.J och J.B erhållit information som innebar att Studsvik hade fått en muntlig accept av en offert från det tyska kärnkraftsverket Stade att behandla fyra ånggeneratorer till ett värde av cirka 43 miljoner kronor. Informationen om den muntliga accepten hade utgjort en punkt av ett trettioal punkter på det dagslånga styrelsemötet och hade behandlats under en halvtimme. Den 22 augusti 2006 lämnade J.B en order om köp av 100.000 aktier i Studsvik och den 23 augusti 2006 förvärvade H.J 1000 aktier i Studsvik. Kursen på aktien var 190,50 kronor när börsen stängde den 23 augusti 2006. Senare på kvällen den 23 augusti 2006 ingicks ett bindande avtal mellan bolagen ifråga om offerten. Informationen om att Studsvik hade vunnit den strategiska ordern offentliggjordes den 24 augusti 2006 genom ett pressmeddelande, som ledde till att kursen på aktien steg till 196 kronor.

Både H.J och J.B åtalades för insiderbrott dock vid olika domstolar och vid olika tidpunkt. I J.Bs fall (B 7638-09) menade tingsrätten att det inte var visat att alla som hade deltagit på styrelsemötet hade fått del av den rapport som gav ytterligare information om den muntliga accepten. Den verkställande direktören för Studsvik omvittnade att han inte trodde att affären med det tyska bolaget skulle vara klar förrän tidigast två månader efter styrelsemötet och att det kom som en överraskning att affären blev klar så snabbt. Det fanns ett antal konkurrenter till Studsvik som var aktuella för affären men det skulle mycket till för att Studsvik inte skulle vinna orden. Dock rådde osäkerhet kring om affären skulle bli av och i så fall när den skulle bli av, det fanns nämligen indikationer på att Stade skulle välja att lagra generatorerna obehandlade till ett annat tillfälle.

Tingsrätten fann att informationen om den muntliga accepten utgjorde insiderinformation och att den var ägnad att påverka priset på aktierna i Studsvik men dock inte i den utsträckningen att den varit ägnad att väsentligt påverka priset på aktierna. Tingsrätten ogillade därmed åtalet mot J.B och HovR fastställde senare domen.

I åtalet mot H.J (RH 2009:29) fokuserade HovR på orderns betydelse för Studsvik och hur pass säker den muntliga accepten var vid tidpunkten för styrelsemötet. HovR fann det utrett att ordern från det tyska kärnkraftverket var strategiskt viktigt för Studsvik då det fanns ett betydande behov på marknaden av den produkt som ordern avsåg och att den befäste bolagets ledande position på just den marknaden. Då det fanns en potentiell efterfrågan på marknaden för produkten som offerten avsåg och med hänsyn till orderns värde kom HovR fram till att det var uppenbart att informationen att ordern var nära förestående var att betrakta som väsentligt kurspåverkande information. HovR fann det även utrett att ordern praktiskt taget var säkrad vid tidpunkten för styrelsemötet, varför informationen som H.J fick del av vid styrelsemötet var ägnad att väsentligt påverka priset på aktierna i Studsvik.

Med hänsyn till H.Js mångåriga erfarenhet av styrelsearbete i Studsvik samt att han kände till de regler som gällde för insiderinformation fann HovR det utrett att H.J genom att köpa 1000 aktier i Studsvik, trots att handelsförbud då gällde för H.J, gjort sig skyldig till uppsåtligt insiderbrott. HovR dömde därmed H.J för insiderbrott till villkorlig dom och dagsböter.

10.5 TagMaster-målet (B 6037-08)

I B 6037-08 hade J.W i sin roll som styrelseordförande i TagMaster AB erhållit information angående en stor strategisk order från Kina som gällde installation av bolagets RFID-system på 100 lok i Kina. TagMaster AB, noterat på OMX, hade år 2006 en omsättning på 56 miljoner kronor och värdet på ordern från Kina uppgick till 45 000 euro. Det fanns även möjligheter att ordern skulle kunna leda till ytterligare affärer. Trots att J.W hade en insiderställning utnyttjade han denna information och förvärvade, den 17 november 2006, 734 000 aktier i TagMaster. J.W hävdade att han köpte 700 000 av aktierna för att kortvarigt hjälpa ett annat bolags finansieringen av aktieförvärv i TagMaster AB. Det var först efter några dagar som J.W insåg att han hade registrerats som

köpare. De resterande 34 000 aktierna hade han förvärvat för annans räkning. Den 21 november 2006 sände TagMaster AB ut ett pressmeddelande angående den strategiskt viktiga ordern i Kina som då offentliggjordes. Marknadens reaktion på pressmeddelandet innebar att kursen steg från 4 kronor till 4,50 kronor.

Tingsrätten ansåg att J.W omfattades av handelsförbud på grund av innehav av insiderinformation när han uppsåtligen förvärvade 34 000 aktier i TagMaster AB för annans räkning och att han därigenom gjort sig skyldig till insiderbrott. Gällande de resterande 700 000 aktierna som avsåg finansiering av ett köp mellan två bolag menade tingsrätten att en person som omfattas av handelsförbud inte undgår ansvar med anledning av att denne av oaktsamhet förvärvat aktier. Tingsrätten dömde J.W för vårdslöst insiderförfarande.

HovR fann det klarlagt att J.W kände till ordern från Kina samt innehållet i det pressmeddelande som offentliggjordes den 21 november 2006. Mot bakgrund av orderns storlek samt innehåll i pressmeddelandet fann HovR att informationen om Kinaordern var ägnad att väsentligt påverka kursen. Informationen utgjorde således insiderinformation i MmL:s mening. HovR instämde därmed i tingsrättens bedömning angående båda delarna av köpet och J.W dömdes till villkorlig dom och böter.

10.6 Ticket-målet (B 4911-09)

I B-4911-09 hade N.B, den 16 april 2008, mottagit en presentation via e-mail som skulle användas samma dag vid Ticket Travel Group AB Entertainment ABs årsstämma. N.B som jobbade som projektledare på Fronto Internet Broadcast hade fått presentationen skickad till sig då han hade fått i uppdrag att filma Tickets årsstämma. Presentationen innehöll information om att Tickets försäljning hade blivit lägre (vinstvarning) under det första kvartalet 2008 i jämförelse med motsvarande period under ”rekordåret” 2007.

Ticket AB offentliggjorde informationen om lägre försäljning (vinstvarning) samtidigt som årsstämman inleddes den 16 april 2008 klockan 18 genom ett pressmeddelande. N.B som hade aktier i Ticket sålde cirka 70 % av sitt aktieinnehav i Ticket en timme efter det att han hade mottagit e-målet.

HovR ansåg att informationen om Tickets lägre vinstförsäljning (vinstvarning) var att anse som insiderinformation innan årsstämman då den inte var offentliggjord eller allmänt känd av marknaden och dess innehåll var ägnat att väsentligen påverka kursen på det finansiella instrumentet. N.B dömdes därför för insiderbrott och påföljden blev villkorlig dom och böter.

10.7 Inwarehouse-målet (B 174-08)

B 174-08 rör information om ett förestående uppköp av samtliga aktier. I B 174-08 hade G.N genom sin anställning Servisen Investment Management fått information som gjorde gällande att det norska e-handelsbolaget Komplette avsåg att lägga ett bud på aktierna i Inwarehouse AB (publ.) G.N vidarebefordrade denna informationen till J.N, som G.N även hade en relation med, i mars 2007. Efter att ha mottagit denna information förvärvade J.N aktier i Inwarehouse, till en kurs som varierade mellan 1:65 och 1:79 kronor per aktie, både för sin egen räkning och för sitt företags räkning.

Förvärven skedde den 23 mars 2007 från klockan 09.21 till klockan 09.34 och dessa förvärv orsakade en kursrusning, vilket ledde till att handeln med aktien stoppades klockan 09.51 samma dag. Senare på dagen meddelade Komplette att de avsåg att lägga ett bud på Inwarehouse, där Komplette erbjöd 2,40 kronor per aktie i Inwarehouse. Den obehöriga vinst som J.N personligen gjorde på aktieaffären uppgick till cirka 113.000 kronor och den obehöriga vinst som hans bolag gjorde uppgick till cirka 18 500 kronor.

I detta avgörande fann tingsrätten det utrett att uppgifterna om ett kommande uppköp av aktierna i Inwarehouse, som var föremål för uppköp, utgör information som är ägnad att väsentligt påverka priset på aktierna i Inwarehouse. Tingsrätten kom fram till att det var G.N som hade förmedlat insiderinformationen till J.N och att G.N med uppsåt därmed hade föranlett J.N att förvärva aktierna. Tingsrätten dömde både J.N och G.N till villkorlig dom i förening med böter. HovR fastställde senare tingsrättens dom.

10.8 Eurocine-målet (B 422-09)

B 422-09 rörde ett läkemedelsbolag, Eurocine Vaccines AB, noterat på Aktietorget, som tillverkade vacciner. U.S satt som styrelseledamot i bolaget då han fick information om att bolagets utveckling av ett influensavaccin hade fördröjts samt att två kliniska tester på två nya vacciner hade blivit senarelagda. U.S förmedlade denna information genom två samtal till P.F, en bekant till U.S, som ägde aktier i Eurocine Vaccines. Efter att ha mottagit denna information avyttrade P.F den 23 november 2007, aktier i Eurocine Vaccines som förvaltades av hans försäkring hos Swiss Life Lichtenstein. P.Fs försäljning stod för 53 % av totalt omsatta aktier den aktuella dagen. Några dagar senare, den 26 november 2007, offentliggjordes förseningen av vaccinerna genom ett pressmeddelande, vilket ledde till att priset på aktien sjönk med 34 %.

Tingsrätten ogillade åtalen mot U.S och P.F då tingsrätten inte ansåg att åklagaren lyckats visa att det rört sig om insiderinformation som U.S överfört till P.F.

HovR menade att P.F måste ha varit på det klara med att informationen han mottog från U.S var insiderinformation, detta genom sin kännedom om aktiehandel. Dessutom konstaterade HovR att P.Fs avyttring av aktierna i Eurocines Vaccines inte kan förklaras på något annat sätt än att han har haft insiderinformation om de försenade testerna och att det var U.S som uppsåtligen

lämnat informationen. HovR kom fram till att informationen inte var offentliggjord eller allmänt känd då U.S avyttrade aktierna i Eurocine Vaccines och att informationen var ägnad att väsentligt påverka priset på aktierna, varför HovR dömde P.F för insiderbrott till villkorlig dom och dagsböter och U.S för obehörigt röjande av insiderinformation till dagsböter.

10.9 Mobiclear-målet (NJA 2013 s. 7)

I NJA 2013 s. 7 hade S.B förvärvat ett antal aktier i Mobiclear. Åklagaren påstod att S.B i december 2006 erhållit information från E.H gällande en affär mellan Mobiclear och Forex. Informationen bestod i att Mobiclear hade skrivit ett kontrakt med Forex som innebar att Mobiclear skulle tillhandahålla Forex en metod för att motverka kreditkortsbedrägerier förövade via Internet. E.H hade erhållit informationen då denne tidigare hade varit verksam i Mobiclear som en slags idéspruta och hade på så sätt tillgång till information från bolagets ledning. S.B och E.H kände varandra sedan tidigare då de bland annat hade startat upp en gemensam verksamhet i Stockholm. Den 22 december 2005 anmälde HQ Bank till FI att en kund (S.B), tio dagar tidigare, hade lämnat order till HQ Bank om köp av aktier i Mobiclear. Från den 12 december till den 18 december, alltså efter S.Bs köp av aktierna, steg Mobiclears aktie från tre cent till nio cent. Informationen hade inte varit offentliggjord eller allmänt känd av marknaden innan köpet utan offentliggjordes genom en pressrelease den 15 december 2006.

HovR ansåg att den information som S.B hade fått var att klassificera som insiderinformation och att denna information var ägnad att väsentligen påverka kursen på det finansiella instrumentet. Dock fann inte HovR det klarlagt att S.B hade fått insiderinformationen från E.H som åklagaren hade hävdad i sin gärningsbeskrivning varför åtalet ogillades då det inte kunde uteslutas att S.B hade fått insiderinformation på annat sätt. HovR ogillade åtalet mot E.H, detta eftersom det inte hade påståtts att E.H hade fått insiderinformation.

HD konstaterade att det för straffbestämmelsens tillämpning inte spelar någon roll vem som har lämnat insiderinformationen. Åklagarens påstående i gärningsbeskrivningen, att det var E.H som lämnat insiderinformation till S.B, utgör därmed ett så kallat överskottspåstående. Påståendet i gärningsbeskrivningen utgör en sådan del av den åtalade gärningen att det måste bevisas för att S.B skall kunna dömas för ansvar menar HD.

HD gjorde därmed samma bedömning avseende det faktum att det inte var ställt utom rimligt tvivel att S.B fått insiderinformationen från E.H. S.B frikändes därmed även i HD.

11 Analys

11.1 Inledning

Sedan den första regleringen kring insiderhandel trädde i kraft under 1970-talet i svensk rätt, har bestämmelserna varit föremål för omfattande reformer. Den svenska insiderlagstiftningen har sedan implementeringen av EU:s insiderdirektiv år 1989 harmoniserats med det EU-rättsliga regelverket. Lagstiftningen har gått från att begränsa en mindre krets personer från att handla med finansiella instrument utifrån insiderinformation, till att omfatta alla som har tillgång till insiderinformation. Idag omfattas alla typer av information, i vid bemärkelse, det kan således röra sig om kunskaper, olika former av uppgifter och kännedom om särskilda omständigheter.

Vidare omfattas all handel på finansiella marknader, det vill säga även transaktioner som sker utanför de finansiella marknaderna om transaktionen berör finansiella instrument som är upptagna på en reglerad marknad. Trots de omfattande förändringarna verkar mycket litet ha skett när det kommer till åtal och fällande domar på området. Man kan därför fråga sig om insiderregleringen är nödvändigt om marknadsaktörerna ändå saknar respekt för lagen.

Nyligen tillsatte EU en kommission för att utreda problemen med dagens regelverk kring insiderhandel. Kommissionen kom fram till att det fanns stora luckor i den europeiska insiderlagstiftningen till följd av den allt mer fragmenterade finansmarknaden samt den snabba tekniska utvecklingen på de finansiella marknaderna. Dessutom visade utredningen att medlemsstaternas regelverk skiljde sig åt i många frågor kring bland annat påföljd och synen på vad som utgör ett insiderbrott. Kommissionen presenterade därmed ett förslag på en ny EU-förordning och ett nytt EU-direktiv för att få ett enhetligt och harmoniserat regelverk med bland annat miniminivåer för straffrättsliga påföljder och införandet av administrativa sanktioner.

11.2 Insiderbrottets rekvisit och praxis

Det har visat sig att legaldefinitionen av insiderinformation har medfört tillämpningssvårigheter vid rättsavgöranden gällande insiderbrott. För att information skall utgöra insiderinformation krävs det att rör en omständighet som inte blivit offentliggjord eller är allmänt känd. En omständighet som publiceras på en marknadsplats eller omnämns i massmedia betraktas som offentliggjord och allmänt känd. Om omständigheten endast har spritts inom en sluten krets, exempelvis en privat aktiesparklubb, anses det inte offentliggjord eller allmänt känd. Gällande information som har publicerats på Internet skall hänsyn tas till hur pass etablerad och välbesökt webbsidan är för att man skall kunna avgöra om omständigheten är offentliggjord eller allmänt känd. En uppgift på en välbesökt eller etablerad webbsida kan anses som offentliggjord eller allmänt känd information.

Av den praxis som redovisats i uppsatsen har rekvisitet offentliggjord eller allmänt känd inte varit föremål för någon prövning. Dock uppstod frågan i Biacore-målet om ett rykte som var allmänt känd före bolagets offentliggörande utgjorde samma information som sedan kom att offentliggöras. Både tingsrätten och HovR kom fram till att så inte var fallet, varför informationen inte ansågs allmänt känd före offentliggörandet.

För att information skall utgöra insiderinformation måste informationen också vara ägnad att väsentligt påverka priset på det finansiella instrumentet. Priset på det finansiella instrumentet behöver inte faktiskt påverkas när bolaget offentliggör informationen eller gör den allmänt känd. Det viktiga är att informationen typiskt sett har en inverkan på priset på det finansiella instrumentet för att straffansvar skall inträda. I både TagMaster-målet och Ticket-målet bedömdes kommande uppköp utgöra information som var ägnad att väsentligt påverka priset på aktierna i de berörda bolagen. Även om informationen som ansågs vara ägnad att väsentligt påverka priset varit av olika slag i de två målen kom instanserna fram till samma slutsats.

Det är dock inte alltid så att domstolarna gör samma bedömning, vilket kan illustreras med Studsviks-avgörandena. Bakgrunden i de båda målen är densamma men målen togs upp vid olika instanser vid olika tillfällen. I det första målet, RH 2009:29, ansåg HovR att informationen som målet rörde var ägnad att väsentligt påverka priset på aktierna i bolaget. I B 7638-09 ansåg tingsrätten, domen fastställdes senare av HovR, att informationen var ägnad att påverka priset på aktierna men inte att den varit ägnad att *väsentligt* påverka priset. Således kom domstolarna fram till olika bedömningar utifrån samma bakgrund, vilket visar på de bedömningssvårigheter som uppstår vid rättstillämpningen med ett sådant oklart rekvisit som väsentlighetsrekvisitet. Det är således oklart när en omständighet skall anses vara ägnad att väsentligt påverka priset. Dessutom visar det hur svårt det är för domstolarna att tolka insiderinformationens otydliga och oprecisa rekvisit, vilket kan leda till, som i detta fall, två motsägande avgöranden utifrån samma bakgrund.

Tivox-målet och Biacore-målet behandlade frågan om huruvida köp- och säljrekommendationer utgör insiderinformation samt när gränsen för omständighet av specifik natur inträder. I Tivox-målet kom HD fram till att ett enbart det faktum att ett råd har getts, även om det lämnas av en insider i det berörda bolaget, inte kan betraktas som information rörande en omständighet av specifik natur och därför inte klassificeras som insiderinformation. Således skall inte sälj- och köprekommendationer där ingen annan information förekommer vid rekommendationen utgöra insiderbrott. Det märkliga i detta rättsfall är den som ansågs ha lämnat rådet fälldes för insiderbrott men personen som handlade utifrån informationen friades. Om domstolen kommer fram till att den rådgivande personen, som genom rådet föranleder annan till att köpa eller sälja aktier, gör sig skyldig till insiderbrott, hur kan då den mottagande personens handlande utifrån rådet som gavs inte anses göra sig skyldig till insiderbrott? Hur kan information klassificeras som insiderinformation i det ena ledet men inte i det andra? Detta rättsavgörande är inte okontroversiellt och många har ställt sig frågande till utgången i detta mål.

I Biacore-målet menade HovR att ett insiderbrott kan vara styrkt även om det inte kan visas exakt vilken information som har lämnats ut, förutsatt att det är tillförlitligen styrkt att insiderinformation verkligen har lämnats ut. Detta rättsavgörande är även det kontroversiellt, eftersom det utifrån detta rättsfall är omöjligt att avgöra vilken information som klassificeras som insiderinformation. Om det inte har visats exakt vilken information som har lämnats, hur kan domstolen då avgöra om specifikationskravet är uppfyllt eller inte? Att det är svårt för en åklagare att bevisa exakt hur orden föll när gärningsmannen fick informationen är förståeligt. Men att påstå att insiderinformation har förekommit utan att visa vilken information det rör sig om kan inte vara grund för en fällande insiderdom. För att fällas för insiderbrott krävs att rekvisitet insiderinformation är uppfyllt och bevisat för att gärningsmannen skall kunna fällas, vilket inte kan vara fallet om det inte kan bevisas vilken information det var som utgjorde insiderinformationen. De båda åtalade personerna i Biacore-målet friades varför slutsatsen kan dras att sådan information som kan analyseras fram genom offentligt material inte omfattas av rekvisitet omständighet av specifik natur.

11.3 Förbuden är inte heltäckande

11.3.1 Inledning

MmL är en specialstraffrättslig lagregel, vilket innebär att det finns ett förbud för myndigheter att tolka MmL på ett sätt som är ofördelaktigt för den enskilde. Enligt legalitetsprincipen ska de specialstraffrättsliga rekvisiten vara så klara och tydliga att de träffar ett specifikt oönskat beteende. Detta innebär att en specialstraffrättslig inte kan täcka alla former av oönskat beteende eftersom rekvisiten då skulle bli alldeles för vaga och flytande. När det kommer till insiderförbud är detta problematiskt. Jag vill därför i detta avsnitt visa på några situationer där det finns ”luckor” i den nuvarande insiderregleringen. Alla exempel bygger på beskrivningar jag har gjort i tidigare avsnitt.

11.3.2 Självgenererad insiderinformation

Insiderregleringen i Sverige förutsätter att en person med insiderinformation skall ha *fått* denna information. Hur spelar ingen roll, det kan vara i tjänsten, som uppdragstagare, genom tips eller genom att avlyssna information i till exempel taxibil, cafeteria med mera. Dock måste personen ha *fått* insiderinformation, vilket utesluter egna analyser och vetskap från definitionen av insiderinformation och således bestämmelsens straffstadgande. Skillnaden är att en person kan *ha* tillgång till insiderinformation utan att denne har *fått* informationen. Således täcks inte de situationer in där personen sitter på insiderinformationen för att de själva har genererat denna information.

Exempel på detta kan ges genom att en framgångsrik VD bestämmer sig för att säga upp sig från bolaget. När nyheten blir offentlig eller allmänt känd kommer den att påverka bolagets börskurs negativt. Innan VD:n informerar styrelsen och före bolagets offentliggörande av nyheten så köper VD:n säljoptioner. Värdet på säljoptionerna är beroende av kursutvecklingen i VD:ns bolag. Då VD:n inte har *fått* informationen om att han/hon skall säga upp sig, eftersom

denne själv har genererat denna information, utgör detta inte insiderinformation enligt MmL. Denna ”lagliga” situation där en person handlar på basis av självgenererad insiderinformation har dock samma skadliga inverkan på den finansiella marknaden som den insiderinformation som är straffbelagd enligt MmL.²²⁴

11.3.3 Återkallelse

Det är idag inte förbjudet i Sverige för en person att återkalla en order som har avgivits, men som ännu inte har hunnit verkställas, då personen har mottagit insiderinformation efter avgivandet men före orderns verkställande. Ett tänkbart scenario skulle kunna vara att en fondförvaltare har analyserat en storbank och kommit fram till att bankens krediter ser starkare ut än marknaden förstått. Fondförvaltaren lägger därför en stor köporder på bankens aktier exakt klockan 12.00. Eftersom ordern är stor tar det en timme innan den kan genomföras på marknaden. Klockan 12.20 får fondförvaltaren insiderinformation som innebär att dennes ursprungliga bedömning var felaktig. Fondförvaltaren återkallar därför den givna ordern innan den har hunnit verkställas. Insiderinformationen har således påverkat fondförvaltarens investeringsbeslut. Om det istället visar sig att insiderinformationen bekräftade fondförvaltarens analys har informationen inte påverkat dennes investeringsbeslut eftersom ordern gjordes innan fondförvaltaren hade mottagit insiderinformationen.²²⁵

Användande av insiderinformation för avbrytande eller ändring av en order kommer enligt det nya lagförslaget att omfattas av förbudet mot insiderhandel. Således kan denna typ av återkallelse komma att bli olaglig när den nya regeringen träder i kraft.

11.3.4 Kapitalförsäkringar

Under senare år har kapitalförsäkring som sparform för aktieäggande ökat kraftigt. En anledning till detta är att kapitalförsäkringarna gör det möjligt för anmälningspliktiga personer med insyn i det egna bolaget att dölja sina aktieaffärer. En kapitalförsäkring är kopplad till en enskild värdepappersdepå vilket gör att försäkringstagaren själv kan bestämma vilka investeringsbeslut som skall göras, så kallade depåförsäkringar. Genom en kapitalförsäkring kan en försäkringstagare själv placera i finansiella instrument utan att själv stå som ägare eftersom det är försäkringsbolagen som äger försäkringstagarens aktier. Försäkringstagaren erhåller sedan eventuell avkastning på aktien. De aktier som insynspersonen innehar i en kapitalförsäkring omfattas inte av bestämmelserna om anmälningskyldighet för insynspersoner, AnmL. På bara några år har antalet insynspersoner med kapitalförsäkringar, där insynspersonerna har innehav i sin insynsaktie, gått från 42 till omkring 200. Insynspersoners transaktioner på värdepappersmarknaden sänder viktiga signaler till marknaden om hur det går för bolaget och om dessa personer har tilltro till deras bolag eller inte. Resultatet av att insynspersoner köper aktier via kapitalförsäkringar är att marknaden får sämre information.

²²⁴ Knuts (2011) s. 48-52.

²²⁵ Knuts (2011) s. 25-26 och 52-55.

FI menar att kapitalförsäkring undergräver syftet med insiderregleringen och gör det avsevärt mycket svårare för tillsynsmyndigheten att beivra marknadsmissbruk. Därför har FI föreslagit att AnmL kompletteras med en anmälningsskyldighet även för insynspersoner via kapitalförsäkringar. Dock har detta förslag ännu inte lagstadsatts.²²⁶

11.4 Den EU-rättsliga utvecklingen kring insiderlagstiftning

11.4.1 Inledning

Jag kommer i detta avsnitt att analysera det nya lagförslaget som presenterades av EU-kommissionen, utifrån de beskrivningar och förklaringar som gavs i avsnitt 3.

11.4.2 Ett enhetligt regelverk

Syftet med det nya lagförslaget är att höja förtroendet för värdepappersmarknaden och investerarskyddet samt att säkerställa ett enhetligt regelverk inom EU. Eftersom EU-kommissionens förslag bland annat består i en förordning innebär det att den nya regleringen kommer att vara direkt tillämplig i medlemsstaterna utan anpassning till nationell lagstiftning. Dessutom bestod EU-kommissionens förslag av ett direktiv med miniminivåer för de straffrättsliga påföljderna, vilket innebär att medlemsstaterna får bestämma om hårdare påföljder i sin reglering kring insiderhandel. Fördelen med det presenterade lagförslaget är att de europeiska medlemsstaterna får ett gemensamt och enhetligt regelverk samt att reglerna blir direkt tillämpliga i ländernas nationella lagstiftning. Således undviks de stora olikheterna mellan medlemsstaternas insiderlagstiftning och påföljderna för dessa brott.

Då mycket av den handeln som sker på de finansiella marknaderna är gränsöverskridande krävs det att de europeiska medlemsstaterna har enhetliga regelverk kring detta område. Annars är risken stor att marknadsaktörer som vill handla i strid med MmD vänder sig till finansiella marknader där vissa typer av agerande är tillåtet och påföljden för överträdelse inte lika omfattande. Nackdelen med det presenterade lagförslaget är att dagens rättspraxis vad gäller insiderhandel inte kommer att kunna tillämpas då det istället är ESMA som skall komma med rekommendationer och förordningar inom området. Men även om ett harmoniserat regelverk på EU-nivå är positivt innebär det att medlemsstaterna inte kan påverka den egna lagstiftningen kring insiderhandel. Detta medför problem då alla marknadsplatser inte fungerar likadant och inte har samma behov.

²²⁶ Anmälningsskyldighet för aktieägande via depåförsäkringar (2011) s. 3 och 15-27.

11.4.3 Insiderinformation

Beträffande definitionen av insiderinformation föreslår kommission endast några mindre förändringar som innebär att begreppet preciseras något samt att information som relaterar till den underliggande råvarumarknaden gällande derivatinstrument omfattas. Dessutom föreslår kommissionen att en ny typ av insiderinformation omfattas, nämligen sådan information som anses ”relevant” vid bestämmandet av villkoren för transaktioner. Denna definition går längre än huvuddefinitionen. Något krav på väsentlig prispåverkan eller att informationen skall vara av specifik natur finns inte gällande sådan information. Det viktiga för denna typ av insiderinformation är att en ”förnuftig investerare” anser att informationen är relevant för att bestämma villkoren för transaktionen. Denna bestämmelse medför att mer eller mindre all information som inte är offentliggjord men som skulle ha betydelse för en ”förnuftig investerare” i dennes investeringsbeslut, utgör insiderinformation. Således kan nästan all information, som ej har blivit offentliggjord, komma att utgöra insiderinformation, eftersom rekvisiten att informationen skall vara av specifik natur och ha en väsentlig prispåverkan tagits bort för denna typ av information. Vidare omfattas även användandet av insiderinformation för att avbryta eller ändra en order, enligt lagförslaget.

I det nuvarande förslaget som har presenterats av EU-kommission kan det således tyvärr konstateras att definitionen av insiderinformation inte kommit till en slutgiltig lösning. Begreppet är fortfarande otydligt och vagt, vilket innebär att problemet med att avgöra vad som utgör en laglig och en olaglig handling på den finansiella marknaden kvarstår. Risken är att det nya lagförslaget tillför än mer vaga och otydliga rekvisit i samband med att vissa rekvisit är borttagna gällande sådan information som anses ”relevant” vid bestämmandet av villkoren för transaktioner. Nästan all information kan då komma att utgöra insiderinformation vilket innebär att fler kan anses vara insiders. Visserligen underlättar detta för åklagare och för brottsförebyggande instanser att visa att en viss typ av information har utgjort insiderinformation. Det finns dock stora nackdelar med ett sådant odefinierat begrepp av insiderinformation, vilket kan få stora konsekvenser för rättssäkerheten då straffrättsliga brott ställer krav på att personer som begår till exempel insiderbrott verkligen insett betydelsen av sitt agerande för att kunna dömas för uppsåtligt brott.

11.4.4 Insiderhandel

EU-kommissionen har i sitt förslag utformat förbudet mot insiderhandel på samma sätt som i det nuvarande MmD. Det vill säga att det ställs ett krav på utnyttjanderekvisit. Det är således enbart fråga om otillåten insiderhandel när en person som besitter insiderinformation utnyttjar denna vid transaktioner med finansiella instrument. Till skillnad från MmD så har Sverige ett generellt förbud mot transaktioner av finansiella instrument vid innehav av insiderinformation och således inget utnyttjandekrav vilket innebär att en undantagsregel har införts i svensk lag. Denna bestämmelse undantar vissa situationer från insiderbrottets straffbelagda område, även om rekvisiten för insiderbrott är uppfyllda. Anledningen till att den svenska lagstiftaren har valt denna metod är för att undvika bevisvårigheter och av effektivitetsskäl. En åklagare behöver därmed inte visa att en person faktiskt utnyttjat insiderinformationen när denna

har utfört transaktioner med det finansiella instrumentet. Således kommer utnyttjanderekvisitet att ersätta dagens generella förbud i den svenska insiderlagstiftningen om det presenterade lagförslaget blir verklighet, eftersom förordningen är direkt tillämplig i medlemsstaterna. Denna lösning kan komma att försvåra utredningsprocessen för åklagaren då denne måste visa att, förutom att den tilltalade hade tillgång till insiderinformation, insiderinformation även utnyttjades vid transaktionen. Bevisbördan som redan är hög för åklagaren blir ännu högre med införandet av utnyttjanderekvisitet, vilket kan komma att leda till ännu färre fällande domar.

11.4.5 Tillsyn

EBM får ofta kritik för att den är dåligt rustad för att möta finansmarknadsbrotten eftersom de anses sakna den specialistkompetens och de resurser som krävs samt att de helt enkelt brister i ekonomisk kompetens. Åklagarna blir därmed lätta offer för försvarsadvokater som behärskar området bättre. Ny teknik har skapat nya möjligheter att påverka finansmarknaderna och det är svårt för FI och EBM att hålla jämna steg med den nya tekniken och mångfalden av aktörer från hela världen. Det krävs därför att EBM:s utredare och åklagare är experter på finansiell ekonomi och vet hur aktiemarknaden fungerar.

På grund av det stora mediala intresset för insiderbrott prioriterar EBM utredningar av insiderbrott för att få till fler åtal och fällande domar. Satsningen på marknadsmissbruk har lett till inrättandet av Finansmarknadskammaren vars enda uppgift är att beivra överträdelser av MmL och svindleribrottet i BrB kap 9 § 9. Risken med en sådan satsning är att den kan komma att rikta sig mot hederliga aktieägare som inte vet vad som utgör en tillåten eller otillåten transaktion på den finansiella marknaden. Dessa aktieägare kan ha råkat avyttra eller förvärva aktier precis innan ett bolag skall offentliggöra en nyhet som innebär en uppgång eller nedgång av priset på aktien. Satsning på marknadsmissbruk bör inte drabba personer som saknar uppsåt till en olaglig gärning och som riskerar att straffas med stränga påföljder om dessa personer av tillfälliga omständigheter gjort en lyckad avyttring eller försäljning av finansiella instrument. FI gör idag ingen utvärdering om de anser att det misstänkta insiderbrottet kan leda till åtal eller inte. Denna uppgift ligger på EBM:s bord.

För att underlätta för tillsynsmyndigheten i dess brottsutredning och för att lättare säkra bevis föreslår EU-kommissionen att tillsynsmyndigheten skall få utökade befogenheter. Tillsynsmyndigheten skall bland annat ges möjlighet att få tillgång till tele- och datatrafik från teleoperatörer och ha rätt att gå in i privatbostäder när det finns skäligen misstanke om brott mot MmL. Genom att utöka befogenheterna hoppas kommissionen att fler insiderbrott skall leda till fällande domar. Detta eftersom det idag ställs mycket höga beviskrav för att få någon fälld för insiderbrott. Att det ofta saknas bevisning beror på att insiderinformation ofta sprids muntligen varför det är svårt att utreda exakt vad som har sagts. Dessutom rör det sig ofta om flera personer som är involverade. Förhoppningen är att förslaget om utökade befogenheter skall förenkla utredningen när det gäller att knyta samman de personer som misstänks har varit delaktiga i den olagliga insiderhandeln.

I Sverige är det, som nämnts tidigare, FI som har till uppgift att övervaka och kontrollera den finansiella marknaden och att MmL följs. Beslut om tillgång till tele- och datatrafik samt tillträde till personers privata bostäder ligger idag hos åklagare och domstol. Att överföra denna beslutsrätt till FI skulle vara en stor förändring för svensk rätt. Således skulle ansvarsfördelningen mellan FI och EBM:s förändras radikalt, då det är EBM som idag sköter utredningen av insiderbrott.

Då EBM nu har gjort en stor satsning på brott mot MmL kan stora resurser, specialistkompetens och kunskap gå förlorat om mycket av den utredande hanteringen läggs på FI vars uppgifter idag enbart rör övervakning och kontroll av värdepappersmarknaderna. Dessutom måste stor hänsyn tas till EKMR och personers rätt till skydd för privat- och familjeliv och skydd av personuppgifter. Dessa gränser bör ej tänjas och personer skall aldrig behöva utsättas för denna typ av kränkningar om det inte finns skälig misstanke för att ett straffrättsligt brott har begåtts. Att överföra denna befogenhet till en förvaltningsmyndighet kan inte anses lämpligt och är främmande för svensk rätt. Denna befogenhet bör endast utföras av åklagare och domstol, för att inte riskera rättssäkerheten.

11.4.6 Administrativa sanktioner

Införandet av ett administrativt sanktionssystem är ett av de förslag som skulle innebära mest förändring för svensk insiderlagstiftning, även om det redan fanns intaget i MmD. I Sverige har lagstiftarna varit emot ett administrativt sanktionssystem, och har grundat denna inställning på de rättssäkerhetsaspekter som måste beaktas vid införandet av ett sådant system. Ett administrativt sanktionssystem brukar användas i lagbestämmelser där det enkelt kan konstateras att ett brott har begåtts. Alla överträdelse av förordningen skall enligt lagförslaget kunna beivras genom administrativa sanktioner av behörig myndighet. Att införa administrativa sanktioner för insiderhandel skulle kunna leda till godtyckliga bedömningar, vilket är motsatsen till vad man vill åstadkomma med ett administrativt sanktionssystem. Dessutom måste hänsyn tas till artikel 6 i EKMR, som stadgar om rätten till en rättvis rättegång, vilket innebär att alla har alla rätt till försvarare och till en rättvis domstolsprövning. Således kommer det administrativa sanktionssystemet att utformas på samma sätt som ett straffrättsligt sanktionssystem. Administrativa beslut måste således kunna överklagas, vilket innebär att domstolsförfarandet i så fall skulle överföras från dagens allmänna domstolar till förvaltningsdomstolarna.

Vidare måste hänsyn tas till Europakonventionens förbud mot dubbelbestraffning om ett administrativt sanktionssystem skall införas i svensk insiderlagstiftning. En person får inte lagföras eller straffas för ett och samma brott i två olika förfarande. En överträdelse får således inte vara föremål för både administrativa och straffrättsliga sanktioner. Samtidigt föreskriver förordningen att de administrativa sanktionerna skall vara effektiva, proportionella och avskräckande för dem som ägnar sig åt insiderhandel, vilket är exakt samma motivering som förordningen föreskriver om de straffrättsliga sanktionerna. De administrativa åtgärderna kan därför komma att uppfattas som straffrättsliga enligt Europakonventionen.

Skulle ett administrativt sanktionssystem bli aktuellt för svenskt vidkommande måste lagstiftaren lösa problemet med hur en överträdelse av insiderlagstiftningen skall hanteras med administrativa sanktioner eller med straffrättsliga påföljder. Då FI är den administrativa myndighet med befogenhet att se till att bestämmelserna i MmD följs innebär det att FI är den myndighet som skall hantera det administrativa förfarandet. Detta är något som i svensk rätt idag sköts av allmän domstol och inte av en förvaltningsmyndighet. Det viktiga är en person som åtalas för insiderbrott inte skall kunna lagföras eller straffas i två olika förfarande.

11.5 Konsekvenser för rättsläget

Frågan man kan ställa sig är om det presenterade lagförslaget från EU-kommissionen kommer att förbättra rättsläget kring insiderbrott och tillföra ökad rättssäkerhet. Dessvärre erbjuder inte EU-kommissionens förslag en tydligare och enklare definition av begreppet insiderinformation. Förslaget ansluter sig till den utveckling som inletts av tidigare lagstiftare, nämligen utvidgning av tillämpningsområde och strängare påföljder. Tvärtom kan det presenterade lagförslaget göra det ännu svårare för allmänheten att förstå när ett insiderbrott har begåtts. Detta eftersom förslagets definition av insiderdefinition blir ännu otydligare till följd av artikel 6.1 e i förordningen som går längre än huvuddefinitionen av insiderinformation. Artikeln saknar precision och utvidgar definitionen av insiderinformation på ett obestämt sätt. Införande av artikel 6.1.e skulle innebära betydande osäkerhet för de finansiella marknaderna och dess aktörer. Således kommer inte rättsläget att förbättras utan snarare det motsatta då rekvisiten för insiderinformation blir otydligare och vagare med det presenterade lagförslaget.

Att belägga ett visst förfarande med straff är den mest långtgående sanktion som lagstiftaren förfogar över och skall endast ske om allmänheten kan förut säga påföljderna av ett visst handlande. För att marknadsaktörerna skall förstå vilka handlingar som är tillåtna och vilka som är förbjudna krävs en tydlig definition av rekvisiten för insiderinformation för att rättsosäkerheten inte skall kvarstå, eftersom följderna av en överträdelse kan få allvarliga konsekvenser för den enskilda.

12 Slutsats

Den centrala målsättningen med en insiderlagstiftning är att garantera allmänhetens förtroende för en fungerande finansmarknad, att skydda marknadens integritet och att åstadkomma ett effektivt investerarskydd för enskilda. Lever dagens insiderlagstiftning upp till denna målsättning? Få personer åtalas för insiderbrott och ännu färre fälls, trots att det idag anmäls fler misstänkta insiderbrott än någonsin tidigare. Samtidigt har allmänhetens förtroende för den finansiella marknaden minskat, sannolikt på grund av den finansiella krisen. Hur kommer det då sig att vi inte får fler åtalade och fällande domar när antalet anmälningar om misstänkta insiderbrott ökar?

Det stora problemet ligger i hur lagstiftaren har valt att definiera begreppet insiderinformation och således vad som utgör ett insiderbrott. Insiderbrottet som begrepp är uppbyggt kring vaga och flytande rekvisit vilket gör det svårt för åklagare att bevisa att en person har haft uppsåt att begå insiderbrott. De höga beviskraven gör att de flesta som åtalas för insiderhandel frias från ansvar. Förundersökningar av misstänkta insiderbrott är tidskrävande och kräver specialistkompetens och personella resurser hos den utredande myndigheten. Men det är inte bara åklagarna som har problem med de vaga och flytande rekvisiten utan även domstolarna har svårigheter när de skall bedöma om viss information utgör insiderinformation. De otydliga rekvisiten *ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument, väsentlighetskravet, omständighet av specifik natur och omständighet som inte är offentliggjord eller allmänt känd* ger domstolarna ett stort tolkningsutrymme.

De få insiderdomar som har avkunnats är ofta kontroversiella och några principiella gränsdragningar utifrån rättspraxis har inte skett. Vidare har tillämpningen av påföljder i de berörda rättsfallen tenderat att vara milda, vilket tyder på att domstolarna rörande insiderbrott anser att straffet främst skall uppfylla behovet av prevention. Således finns en osäkerhet kring brottets allmänfarlighet.

Legalitetsprincipen ställer krav på att bestämmelser är klara och entydiga och att skälen som ligger till grund för rättstillämpningen är kända, allmänt tillgängliga och lättförståeliga. I egenskap av strafflag skall MmL tillämpas enligt legalitetsgrundsatsen och således strikt efter sin ordalydelse. Det normala i straffrättslig lagstiftning är att den som överträder en straffrättslig bestämmelse kan förutsäga konsekvenserna av sitt handlande. Så är det inte idag gällande insiderbrott. Gränsen mellan vad som utgör en tillåten och en förbjuden handling på den finansiella marknaden är oklar och otydlig. Marknadsaktörerna vet inte vilka handlingar som utgör olaglig gärning när de handlar på den finansiella marknaden. Aktörerna kan således komma att dömas till långa fängelsestraff och förlorat anseende, då de inte kände till att deras handlande var otillåtet och föll inom det straffrättsliga området. Denna osäkerhet kring gränsdragningen skapar rättsosäkerhet och medför problem för det svenska rättssystemet.

Vad är då lösningen på problematiken kring insiderbrottets uppbyggnad? Det finns ingen enkel lösning på det problem som rör definitionen av insiderinformation och dess rekvisit. Då det nuvarande regelverket kring insiderlagstiftning brister på många punkter är det nya lagförslaget som EU-kommissionen presenterat välkommet. Dessvärre innehåller det föreslagna lagförslaget inte någon lösning på tillämpnings- och bedömningsproblematiken kring insiderlagstiftningen. Det lagförslag som EU-kommissionen har presenterat följer istället samma utveckling som tidigare lagstiftning. Det vill säga, utvidgat tillämpningsområde, som involverar fler marknader, fler finansiella instrument och strängare påföljd för dem som överträder bestämmelserna.

För att samhällets alla aktörer skall kunna förstå när gränsen för olaglig handling har överträtts på den finansiella marknaden krävs det att brottets rekvisit preciseras. Definitionen på begreppet insiderinformation måste bli mer entydig. Vidare måste en förenkling av lagtexten ske för att göra den mer tydlig och detaljerad för att öka förutsägbarheten så att allmänheten vet var gränsen mellan tillåten och otillåten gärning går. Dessutom tillför EU-förslaget nya problem för den svenska lagstiftaren då svensk rätt kan tvingas att införa ett administrativt sanktionssystem och ge utökade befogenheter till förvaltningsmyndigheter att avgöra lagbrott som tidigare avgjorts av allmänna domstolar och åklagare. Dessa problem är inte omöjliga att överkomma men den föreslagna lösningen är främmande för svensk rätt och innebär stora förändringar.

Alla kommer idag inte att vara välinformerade aktörer på en värdepappersmarknad men de flesta som har berikat sig på aktiemarknaden har gjort det eftersom de har haft ett informationsövertag. Det är sällan som stora aktörer köper stora aktieposter i ett bolag utan att de vet att något är på gång i just det bolaget (exempelvis ny produkt, fusion, eller ny ledning). Insiderinformation kommer alltid att finnas och kommer alltid att spridas genom skvallar, information som sprids via mun-till-mun-metoden eller möten i branschföreningen. Detta gynnar den som lyssnar och lägger ihop två och två, den som pratar med operativa medarbetare i bolag kan få tillgång till mycket nyttig information.

Som tidigare nämnts är det inte enbart de som avyttrar och förvärvar finansiella instrument på värdepappersmarknaden som berörs av den olagliga insiderhandeln, utan idag berörs samhället i stort av nämnda gärningar. Således skyddar insiderlagstiftningen inte bara dem som är aktiva på den finansiella marknaden utan även dem som till exempel knutit sitt pensionssparande till aktiemarknaden. Att ta bort insiderlagstiftningen är således inte möjligt idag då insiderhandel fortfarande väcker stor uppmärksamhet hos allmänheten och då de flesta idag anser att insiderhandel är moraliskt förkastligt. Man får inte heller glömma att insiderlagstiftningen kan ha en allmänpreventiv effekt. Även om rekvisiten kring insiderbrott är oklara och otydliga kan lagens förekomst innebära att merparten av aktörerna avstår från att handla på ett sätt som de miss-tänker kan stå i strid med insiderlagstiftningen. Det som skulle kunna lösa mycket av den rättsosäkerhet som råder är att HD kommer med fler prejudicerande domar för att tydligt svara på vad som utgör insiderbrott.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Ds 2000:4 Ny insiderlagstiftning m.m.
SOU 1970:38 Förtrölig företagsinformation och börshandel
SOU 1984:2 Värdepappersmarknaden
SOU 1989:72 Värdepappersmarknaden i framtiden
SOU 2004:69 Marknadsmisbruk
SOU 2013:38 Vad bör straffas?
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

Faktapromemoria 2011/12:FPM36, Förordning om marknadsmisbruk.
(Citeras: Faktapromemoria 2011/12)

EU-rättsliga källor

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

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 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 godtagen 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 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 (2011))

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 (2011))

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)

Litteratur

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

af Sandeberg, Catarina & Sevenius, Robert (red.), Börsrätt, 1:a uppl., Studentlitteratur, Lund, 2007.
(Citeras: af Sandeberg & Sevenius (2007))

Afrell, Lars, Klahr, Håkan, Samuelsson, Per, Lärobok i kapitalmarknadsrätt, 2:a uppl., Nordstedts juridik, 1998.
(Citeras Afrell *et al* (1998))

Appelgren, Leif & Sjögren, Hans (red), Ekonomisk brottslighet och nationalstatens kontrollmakt, 1:a uppl., Gidlunds förlag i samarbete med Riksbankens jubileumsfond, 2001.
(Citeras: Appelgren & Sjögren (2001))

Härkönen, Elif, Aktiemarknadsbolagets informationsgivning – särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper, 1:a uppl., Jure Förlag, Stockholm, 2013.
(Citeras: Härkönen (2013))

Löfmarck, Madeleine, Insiderbrott och svindleri – en studie av straffrättslig reglering till skydd för värdepappersmarknaden i USA och Sverige, 1:a uppl., Juristförlaget, 1988.
(Citeras: Löfmarck (1988))

Nilsson, Mats, Insiderlagen, Stiftelsen för Börsrätt, 1:a uppl., Juristförlaget, 1994.
(Citeras: Nilsson (1994))

Rundfelt, Rolf, Insiders affärer – om bruk och missbruk av information om börsbolag, 1:a uppl., Bjärnum, 1989.
(Citeras: Rundfelt (1989))

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

Sevenius, Robert & Örtengren, Torsten (red.), Börsrätt, 3:e uppl., Studentlitteratur, Lund, 2008.

(Citeras: Sevenius & Örtengren (2012))

Wallin-Norman, Karin, Finansiella instrument – Lärobok, 1:a uppl., Jure Förlag AB, Stockholm, 2011.

(Citeras: Wallin-Norman (2011))

Artiklar

Bernbo, Linda, Debatt om insiderbrott, Mitt i juridiken.

<http://www.infotorgjuridik.se/premium/mittijuridiken/reportage/article174692.ece>

(hämtad 2013-09-23).

(Citeras: Bernbo Mitt i juridiken (2012))

Brandberg, Ulrika & Knutson, Tom, ”Svårt att fälla ekobrottslingar”, Advokaten, 2011, nr 2 årgång 77.

(Citeras: Brandberg & Knutson Advokaten (2011))

Landelius, Gustav & Lycke, Johan, Nya föreslagna EU-regler om marknadsmissbruk, Ny Juridik 3:12, s. 17.

(Citeras: Landelius & Lycke Ny Juridik (2012))

Melzer, Jonas, Vad menas med insiderinformation?, affärsvärlden, 10 februari 2010.

<http://www.affarsvarlden.se/affarsjuridik/article2595140.ece> (hämtad 2013-09-23)

(Citeras: Melzer affärsvärlden (2010))

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)

Schedin, Hans, Marknadsmissbruk, Ny juridik 4:07 s. 7.

(Citeras: Schedin Ny juridik (2007))

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

(Citeras: Sjöblom SvJT (2012))

Övriga källor

Aktieägarstatistik - Aktieäggande i bolag noterade på svensk marknadsplats, juni 2013, Finansinspektionen och SCB, 2 FM 20 SM 1302

http://www.scb.se/Statistik/FM/FM0201/2013H01/FM0201_2013H01_SM_FM20SM1302.pdf (hämtad 2013-09-22)

(Citeras: Aktieägarstatistik - Aktieäggande i bolag noterade på svensk marknadsplats (2013))

Anmälningsskyldighet för aktieäggande via depåförsäkringar, 31 oktober 2011, Dnr 11-11047.

http://www.fi.se/upload/43_Utredningar/40_Skrivelser/2011/kapitalforsakringar_20111031ny.pdf (hämtad 2013-09-22)

(Citeras: Anmälningsskyldighet för aktieäggande via depåförsäkringar (2011))

Ekobrottsmyndighetens informationsfolder (2012), Ekobrottsmyndigheten förebygger och bekämpar ekonomisk brottslighet.

<http://www.ekobrottsmyndigheten.se/Documents/Foldrar/EBM-folder-Om-Ekobrottsmyndigheten2012.pdf> (hämtad 2013-09-22)

(Citeras: Ekobrottsmyndighetens informationsfolder (2012))

Ekobrottsmyndighetens underrättelsebild (2012) – extern version, december 2012, ekobrottskansliet, c-kut, EBM K-2012/0114.

<http://www.ekobrottsmyndigheten.se/Documents/Rapporter/Underr%C3%A4ttelsebild%202012%20extern.pdf> (hämtad 2013-09-23)

(Citeras: Ekobrottsmyndighetens underrättelsebild (2012))

Ekobrottsmyndighetens årsredovisning 2012, EBM A-2013/0088, 2013-02-22.

<http://www.ekobrottsmyndigheten.se/Documents/%C3%85rsredovisningar/EBM%20%C3%A5rsredovisning%202012.pdf> (hämtad 2013-09-22)

(Citeras: Ekobrottsmyndighetens årsredovisning 2012 (2013))

Emissioner och nyintroduktioner – fungerar skyddet för investerarna?, 2007:12, rapport den 5 juli 2007, DNR 07-1243-308

http://www.fi.se/upload/20_Publicerat/30_Sagt_och_utrett/10_Rapporter/2007/Rapport2007_12.pdf (hämtad 2013-09-22)

(Citeras: Finansinspektionens rapport (2007))

Europa parlamentet/Nyheter, Mot en fördjupad ekonomisk och monetär union - Härdare tag mot marknadsmissbruk, Ref. : 20121012FCS53542.

<http://www.europarl.europa.eu/news/sv/news-room/content/20121012FCS53542/7/html/H%C3%A5rdare-tag-mot-marknadsmissbruk> (hämtad 2013-09-22)

(Citeras: Europaparlamentet mot en fördjupad ekonomisk och monetär union (2012))

Johansson, Niklas, Högfrekvent & Algoritmisk handel – en översikt, Rapport till Finansinspektionen, 2012-02-21.

http://www.fi.se/upload/43_Utredningar/20_Rapporter/2012/extrenerapport_hft.pdf (hämtad 2013-09-22)

(Citeras: Johansson Rapport till Finansinspektionen (2012))

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

(Citeras: Knuts (2011))

Labaton Sucharow's U.S. Financial Services Industry Survey, Wall Street in Crisis: A Perfect Storm A Survey of the US Financial Services Industry, July 2013.

<http://www.secwhistlebloweradvocate.com/LiteratureRetrieve.aspx?ID=182189> (hämtad 2013-09-22)

(Citeras: Wall Street in Crisis: A Perfect Storm A Survey of the US Financial Services Industry (2013))

Rättsfallsförteckning

Högsta domstolen

NJA 2008 s. 292

NJA 2013 s. 7

Hovrätterna

RH 2009:29

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)

Tingsrätterna

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