

# **Kursmanipulation på finansmarknaden**

**Om gällande rätt för kursmanipulation och  
varför marknaden behöver reglering**

Jens Norell

Kandidatuppsats i handelsrätt

HARH10

VT-14

Handledare: Axel Hilling



**LUNDS UNIVERSITET**  
Ekonomihögskolan

# Abstract

This thesis discusses the phenomenon *price manipulation*, and its legislation. The definition of price manipulation is artificially deflating or inflating the price of a certain financial security. There are a number of ways to manipulate prices, and the consequences are usually tangible.

Legislation in this area is relevant in several aspects. The essay highlights the key legal perspective; maintaining an economically viable market. The center of the legislation revolves around the *Market Abuse Directive* (MmD) on EU-level, which contains regulations concerning market manipulation. The directive's principal regulation is reflected in the Swedish act *Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument* (MmL). The central paragraph in the act is 8 § corresponding to Article 5 of the MmD.

Trust for the market is of utmost importance for the economy, and for illustrative purposes, I describe and analyze two financial theories, the *Efficient Market Hypothesis* (EMH) and *Akerlof's Lemon Theory*. The EMH deals with how information turns into prices on the market and the different levels of *market efficiency* at which this phenomenon occurs. Akerlof's Lemon Theory describes a scenario in which the trust on the market is erased and how the market function is distorted. The danger of price manipulation is shown to mainly be a failing trust for the market, which is why it is important to legislate on what is considered to constitute price manipulation and try to minimize the damage that follows from it.

I've analyzed case law by looking at six different cases, which shows how the problem of price manipulation manifests itself in practice. These cases are mainly about *self-trade*, which occur when the same person tries to manipulate the prices of a security by trading with himself with different depots.

# Sammanfattning

Uppsatsen handlar om lagstiftningen på marknadsmissbrukets område, med inriktning mot vad som i lagen kallas *otillbörlig marknadspåverkan*. Otillbörlig marknadspåverkan är när priset på till exempel en aktie drivs, oftast upp, på ett artificiellt sätt för att gärningsmannen skall kunna göra vinst. Det finns en rad olika sätt att göra detta på, och konsekvenserna är oftast påtagliga.

Lagstiftningen på detta område är relevant ur flertalet perspektiv, och uppsatsen belyser det viktigaste juridiska perspektivet; att upprätthålla en ekonomiskt fungerande marknad. På EU-nivå finns *Marknadsmissbruksdirektivet* (MmD) som innehåller regleringen kring otillbörlig marknadspåverkan. Direktivets överordnade reglering speglas i svenska *Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument* (MmL). Den mest centrala paragrafen i MmL är 8 § som motsvarar artikel 5 i MmD.

Att det finns förtroende för marknaden är mycket viktigt för samhällsekonomin, och för att belysa detta redogör jag för, och analyserar, två finansiella teorier, *Effektiva marknads-hypotesen* (EMH) och *Akerlofs Citronteori*. Den första behandlar informationsombildningen till marknadspriser och belyser vikten av en effektivitet av detta. Den andra redogör för vad som händer om förtroendet slås ut och på vilket sätt marknadens funktion snedvrids. Kursmanipulation tenderar att skada marknadens förtroende. För att upprätthålla marknadens funktion och effektivitet är det därför viktigt att lagstifta om vad som anses utgöra kursmanipulation och försöka minimera skadorna detta förfarande medför.

Vidare har sex rättsfall analyserats för att belysa hur problematiken ter sig i praktiken. Främst är det så kallad *egenhandel* som förekommer på marknaden, alltså att en och samma person handlar med sig själv genom olika depåer.



# Innehållsförteckning

<b>1. Inledning</b>	<b>8</b>
1.1 Bakgrund	8
1.2 Syfte och frågeställning	9
1.3 Avgränsningar	10
1.4 Metod och material	10
1.5 Disposition	11
<b>2. Marknaden</b>	<b>13</b>
2.1 Inledning	13
2.2 Marknadens förtroende	13
2.3 Marknadsfunktionen	15
2.4 Sammanfattning	15
<b>3. Den ekonomiska aspekten</b>	<b>17</b>
3.1 Inledning	17
3.2 Effektiva marknads-hypotesen	17
3.2.1 Svag marknadseffektivitet	19
3.2.2 Halvstark marknadseffektivitet	20
3.2.3 Stark marknadseffektivitet	20
3.3 Akerlofs citronteori	21
3.4 Sammanfattning	22
<b>4. Otillbörlig marknadspåverkan</b>	<b>25</b>
4.1 Inledning	25
4.2 Kursmanipulation	25
4.2.1 Nätforum	26

4.2.2	Företagsledningars påverkan .....	27
4.2.3	Egenhandel.....	27
4.2.4	Derivatpåverkan.....	28
4.2.5	Indirekt kursmanipulation.....	28
4.3	Orsaker till kursmanipulation.....	28
4.4	Negativa effekter av kursmanipulation .....	29
4.5	Sammanfattning .....	31
<b>5.</b>	<b>EU-Lagstiftning.....</b>	<b>33</b>
5.1	Inledning .....	33
5.2	Allmänt om den europeiska regleringen .....	33
5.3	Lamfalussymodellen .....	34
5.4	Marknadsmisbruksdirektivet .....	34
5.5	Första genomförandedirektivet .....	36
5.6	Andra genomförandedirektivet .....	37
5.7	Tredje genomförandedirektivet.....	37
5.8	Omröstning av ny reglering .....	37
5.9	Sammanfattning .....	38
<b>6.</b>	<b>Svensk lagstiftning .....</b>	<b>40</b>
6.1	Inledning .....	40
6.2	Vikten av reglering.....	40
6.3	Den svenska självregleringen.....	43
6.4	Den svenska regleringen .....	45
6.4.1	Svindleri och bedrägeri .....	48
6.4.2	Undantag .....	49
6.4.3	Finansinspektionens övervakning.....	50
6.5	Sammanfattning .....	53
<b>7.</b>	<b>Praxis.....</b>	<b>55</b>

7.1	Inledning .....	55
7.2	1990:102 (1990-03-01) Fermenta-fallet.....	55
7.2.1	Bakgrund.....	55
7.2.2	Åtalet.....	55
7.2.3	Tingsrätten .....	56
7.2.4	Hovrätten .....	56
7.3	B 360-10 (2010-08-31) Sintercast-målet .....	57
7.3.1	Bakgrund.....	57
7.3.2	Åtalet.....	57
7.3.3	Hovrätten .....	57
7.4	2012:85 (2012-09-14) E*trade-målet.....	58
7.4.1	Bakgrund.....	58
7.4.2	Åtalet.....	58
7.4.3	Tingsrätten .....	58
7.4.4	Hovrätten .....	59
7.5	B 4918/11 (2013-11-21) Wiking-fallet .....	59
7.5.1	Bakgrund.....	59
7.5.2	Åtalet.....	60
7.5.3	Tingsrätten .....	60
7.5.4	Hovrätten .....	60
7.5.5	Högsta Domstolen.....	61
7.6	B 3553-13 (2013-12-02) Avanza-fallet.....	62
7.6.1	Bakgrund.....	62
7.6.2	Åtalet.....	63
7.6.3	Hovrätten .....	63
7.7	B 2563-13 (2014-01-28) Fleberg-fallet.....	63
7.7.1	Bakgrund.....	63

7.7.2	Åtalet.....	64
7.7.3	Tingsrätten .....	64
7.7.4	Hovrätten .....	64
7.8	Analys av praxis .....	64
<b>8.</b>	<b>Avslutande diskussion .....</b>	<b>66</b>
	<b>Käll- och litteraturförteckning .....</b>	<b>68</b>
	<b>Rättsfallsförteckning .....</b>	<b>71</b>



# Förkortningar

EMH	Effektiva marknads-hypotesen
FI	Finansinspektionen
HD	Högsta Domstolen
ISL	Insiderstrafflagen
MmD	Marknadmissbruksdirektivet
MmL	Lag (2005:377) om straff för marknadmissbruk vid handel med finansiella instrument
Prop.	Proposition
VpmL	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden

# 1. Inledning

## 1.1 Bakgrund

Kapitalflödet från investerare till företag styrs av förhållandet mellan kapitalkostnaden ett företag är villigt att betala för att få riskkapital, kontra avkastningskraven hos investerarna. Detta förutsätter en effektiv kapitalallokering där informationsflödet omvandlas till priser. Eftersom priserna tjänar som informationsbärare är det av största vikt att manipulation inte tillåts störa prisbildningsmekanismen. Skulle någon lyckas påverka priset på ett finansiellt instrument med olagliga metoder kommer inte instrumentets rätta värde speglas och priset förlorar därmed sitt syfte som effektiv informationsbärare. Konsekvenserna som uppstår i samband med kursmanipulation är främst högre kostnader, vilket i sin tur bidrar till lägre likviditet och minskad omsättning. Investerarkollektivet försöker självfallet undvika att falla offer för förluster orsakade av manipulation. Den lägre marknadslikviditeten drabbar samtliga aktörer i beroendeställning av marknadsomsättningens storlek, till exempel de professionella aktörer och företag som organiserar marknadsplatser. Företagens incitament till att motverka kursmanipulation ter sig därför vara mycket starka. Börsens aktörer har på grund av ovanstående anledningar ett direkt betingat intresse av minimal förekomst av kursmanipulation.

För att kunna vidta åtgärder som minskar otillbörlig marknadspåverkan måste vissa kriterier etableras. Kriterierna skall stipulera vad otillbörlig marknadspåverkan är, och hur lagen gör skillnad på önskvärt och icke-önskvärt beteende på marknaderna. Vidare behövs sanktioner som så effektivt som möjligt

avskräcker kriminellt beteende. Det kanske största problemet för lagstiftaren är således hur regleringen skall utformas för att inte hämma prisbildningsmekanismens effektivitet, och därigenom också negativt påverka marknaden och samhällsekonomin.<sup>1</sup>

Exempel på fundamentala egenskaper en väl fungerande finansmarknad uppvisar är en effektiv prisbildning, samt att investerarna känner förtroendet för marknadsfunktionen. Båda dessa karaktäristiska är kopplade till aktiemarknadsbolagens offentlighöörande av information. För att investerarna skall kunna värdera de olika till buds stående värdepappren är denna information grundläggande. Värderingen leder till en effektiv kapitalallokering.<sup>2</sup>

Sverige anses idag ha en ”väl fungerande, modern och förutseende” värdepappersmarknadsrättslig lagstiftning och rankas högt både i internationella undersökningar och bland marknadsens aktörer.<sup>3</sup>

## 1.2 Syfte och frågeställning

I takt med att de finansiella marknaderna växer och utvecklas ökar också möjligheterna för att, genom lagöverträdelse, tjäna pengar. Förtroendet för marknaden är en av de viktigaste faktorerna för ett obehindrat kapitalflöde, och förtroendet reduceras av kriminalitet. Även om det finns motsättningar om hur marknadsmissbruk påverkar marknaden är den utbredda uppfattningen att dess förekomst är mer negativ än positiv. Därför är det också viktigt att marknaden regleras på ett sådant sätt att förekomsten av marknadsmissbruk minimeras så långt som möjligt, utan att marknadsfunktionen inskränks. Med marknadsmissbruk avses i uppsatsen främst manipulation av priserna på finansiella instrument. Syftet är således att konkludera hur kursmanipulation stör marknadsfunktionen och hur regleringen bör utformas för att förebygga och förhindra brott. Syftet kan preciseras genom frågeställningen:

*Hur påverkar kursmanipulation marknaden och hur regleras marknaden för att förhindra denna påverkan?*

---

<sup>1</sup> Samuelsson et al, 2005 s. 154.

<sup>2</sup> Investerarskydd och skadeståndsansvar – hur väl står sig de svenska reglerna i konkurrensen?

<sup>3</sup> Investerarskydd och skadeståndsansvar – hur väl står sig de svenska reglerna i konkurrensen?

### 1.3 Avgränsningar

Fokus ligger på den svenska marknaden och dess regleringsförhållanden. Därför måste EU-rätten granskas, eftersom den utgör ramen för lagstiftningen, jämte den svenska rätten. Främst är det *Marknadsmisbruksdirektivet* och *Lag (2005:377) om straff för marknadsmisbruk vid handel med finansiella instrument (MmL)* som är centrala i uppsatsen. Insiderlagstiftningen, som också faller under MmL, lämnas utanför uppsatsen då det är störningen av prisbildningsmekanismen och informationsasymmetrin som kursmanipulationen orsakar som är central i problematiken.

*Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden* och *Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument* lämnas till största del utanför uppsatsen.

För att behålla uppsatsens begränsade natur kommer inte redogörelser för vad ett finansiellt instrument är, hur handeln ser ut mer än i ett övergripande perspektiv, eller mer detaljerade definitioner som inte är direkt nödvändiga för förståelsen, att förekomma.

### 1.4 Metod och material

Uppsatsen är skriven så att läsaren skall få en god insikt i varför marknaden, och lagstiftningen av den, är mycket viktig för samhället. Därför ägnas en del av uppsatsen åt att förklara hur marknaden fungerar, då förståelsen av den närmast är ett krav för att kunna förstå hur marknadens lagstiftning är utformad.

Källorna är därför främst de klassiska rättskällorna, men även inslag av finansiell teori förekommer, då den ekonomiska aspekten är mycket relevant för lagstiftningen. De klassiska rättskällorna utgörs av lag, förarbeten, praxis och doktrin. Samtliga har använts flitigt.<sup>4</sup>

Jag har undersökt gällande rätt enligt den klassiska rättskälleläran, vilken Claes Sandgren definierar som att peka ut de rättskällor som bör, skall och får beaktas vid en vetenskaplig undersökning.<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> Sandgren, 2007 s. 37.

<sup>5</sup> Sandgren, 2007 s. 36.

Eftersom doktrinen inom ämnet är mycket begränsad har jag använt mig av i princip allt tillgängligt material. För att utvidga materialet och tillförlitligheten har jag använt mig av olika organisationers föreskrifter, som klassas som *soft law*.

På området finns det ett par intressanta och viktiga rättsfall som jag tar upp, men även praxisen är mycket begränsad, och majoriteten av fallen är snarlika varandra.

## **1.5 Disposition**

Uppsatsen struktureras enligt följande: i kapitel två beskrivs vad marknaden är och hur den fungerar. Kapitel tre innehåller presentation och analys av den ekonomiska aspekten av marknaden genom två finansiella teorier. Fokus ligger här på att förtydliga marknadens funktion och relevans genom teorierna. Sedan följer kapitel fyra som beskriver otillbörlig marknadspåverkan och de olika aspekterna av vad det innebär och hur det påverkar marknaden. I kapitel fem ges en genomgång av EU-rätten. Eftersom utgångspunkten i uppsatsen är den svenska lagstiftningen är EU-rätten relevant att titta på eftersom den nationella lagstiftningen skall spegla EU-direktiven. I kapitel sex ges en grundlig genomgång av svensk rätt på området. Kapitlet innehåller förutom reell lagstiftning även den svenska självregleringen. I kapitel sju finns praxis för att visa hur lagstiftningen kommer till uttryck i praktiken.

Avslutningsvis följer diskussion kring, och sammanfattning av uppsatsens innehåll.



## 2. Marknaden

### 2.1 Inledning

Kapitlet redogör för hur marknaden fungerar och belyser vikten av att samhället och medborgarna hyser förtroende för den samhällsfunktion marknaden uppfyller.

### 2.2 Marknadens förtroende

Förtroende för marknaden anser både aktörer och allmänhet vara av största vikt. För att företagen skall kunna anskaffa kapital krävs riskvilliga investerare. Utan dessa riskerar företagen en försämrad avkastning och tillväxt. I ett längre perspektiv leder detta till ett stagnerat näringsliv och att avkastningen på hushållens sparande minskar. Följaktligen är folkets förtroende för marknaden den kanske mest centrala rollen för samhällsekonomin, vilket är det främsta argumentet för en stark lagstiftning mot marknadsmissbruk på det finansiella området.<sup>6</sup>

Förtroendet har två funktioner. Den första är att den utgör basen för investeringsviljan, samt att det är en bidragande orsak till den rimliga kostnadsnivån för investeringar. Emellertid kan detta förtroende rubbas, eller till och med försvinna, förhållandevis snabbt. Rubbning och förtroendebrist är oftast som störst under finansiella kriser, som 90-talskrisen, 2000-talets It-bubbla eller 2008 års globala finanskris.<sup>7</sup>

Stabiliteten och opartiskheten för det underliggande regelverket påverkar direkt det omsatta riskkapitalets kostnadsbild. Om en sparare investerar i en noterad aktie ges denne dels en automatisk värdering, och dels en upplysning om vilka rättigheter en aktieägare har gentemot företaget. Eftersom dessa funktioner numera är norm på marknaden kan spararna lita på prissättningen och de

---

<sup>6</sup> Sandeberg, Sevenius, 2008, s. 30.

<sup>7</sup> Sandeberg, Sevenius, 2008, s. 30.

etablerade reglerna på den finansiella marknaden. Därigenom blir transaktionskostnaderna lägre och riskkapitalet billigare.<sup>8</sup>

Som arbetsgivare, producenter, leverantörer, distributörer och kunder har företagen en stor social betydelse i samhället. Genom offentliggörande av information försöker företagen locka allmänheten att investera sitt överskottskapital i verksamheten. Ett företags värde är förstås inte statiskt, utan varierar över tiden beroende på hur lyckad verksamheten är. För aktiekurserna innebär detta volatilitet och ständig fluktuation, med både risk och avkastning som potentiella utfall. Många investerare är dock beredda att ta denna risk, förutsatt att risken är kalkylerbar vid investeringstillfället. Om en oegentlighet skulle drabba en investerare, försvåras bedömningen av dessa risker, och därför är marknadens förtroende också knutet till att en investerare som drabbats av oegentligheter skall kompenseras.<sup>9</sup>

En av de viktigaste förutsättningarna för marknadens förtroende är korrekt prissättning av de till buds stående finansiella instrumenten. Förutsebarheten och rättvisenaspekten är därför central för handeln. Motsvarar prissättningen det korrekta värdet på aktien anses att priset på ett effektivt sätt motsvarar all tillgänglig information om företaget och aktien. Därför är det mycket viktigt att manipulation inte tillåts påverka marknaden. Inom finansiell teori talas det om vikten av marknaden som effektiv, genomlyst och likvid, vilket skall uppnås med lagstiftning. Därför innehåller lagstiftningen omfattande regler och informations- och upplysningsplikt.<sup>10</sup> Genom att frambringa en verklighetstrogen prissättning på noterade värdepapper upprätthålls den börsrättsliga lagstiftningens viktigaste syfte; att säkra tilliten och kvalitén på marknaden.<sup>11</sup>

Priset är, tillitsbringande till trots, inte endast en objektiv konstruktion av tillgänglig information. Eftersom marknadspriserna bestäms av utbud och efterfrågan är det viktigt att få till stånd en offentlig information som är rättvisande. För att priset skall bli rättvisande måste relevant information om bolaget, så som tillgångar och ekonomisk ställning, vara allmängiltig information.

---

<sup>8</sup> Sandeberg, Sevenius, 2008, s. 31.

<sup>9</sup> Sandeberg, Sevenius, 2008, s. 32.

<sup>10</sup> Sandeberg, Sevenius, 2008, s. 33.

<sup>11</sup> Sandeberg, Sevenius, 2008, s. 33.



Vid informationsasymmetri, som orsakas av manipulation, finns det risk för att förtroendet skadas, samt att aktörerna kan åsamkas ekonomisk skada. Detta leder till svårigheter att uppnå en optimal allokeringssfunktion.<sup>12</sup>

## 2.3 Marknadsfunktionen

Den samhällsviktiga funktion som marknaden fullgör är att omfördela risk och sparande. Förtroendet har utöver moralen inget egenvärde, utan syftar endast till att garantera marknads funktion som riskkapitalgenerator och riskhandelsplats.

Verksamheten i ett aktiebolag berör sällan endast de personer som har direkt relation med företaget, utan är även relevant för en mer perifer grupp. Detta förhållande, tillsammans med aktiebolagets samhällsociala betydelse som arbetsgivare, gör att många personer står i beroendeställning till bolagets verksamhet och informationsåtergivning.<sup>13</sup> Detta kommer till uttryck på ett konkret sätt i lagstiftningen, se 1 kap 2§ i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument:

*”Handel med finansiella instrument skall bedrivas så, att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras.”<sup>14</sup>*

Lagstiftningen är således mycket viktig för att upprätthålla marknads funktioner, främst genom det allmänna förtroende, men genom ett effektivt enskilt investerarskydd, vilket kan argumenteras för att vara en förlängning av försöket att upprätthålla förtroendet på enskild individnivå.<sup>15</sup>

## 2.4 Sammanfattning

Marknadens funktion är att omfördela kapital, och för att detta skall fungera optimalt krävs högt förtroende. Det går knappt att nog belysa hur beroende marknaden är av allmänhetens förtroende. Utan förtroende kommer kapitalflödet till marknaden att stagnera och företagen tvingas då till andra metoder för att finansiera sina verksamheter, till exempel aktion på lånemarknaden. Detta

---

<sup>12</sup> Sandeberg, Sevenius, 2008, s. 33.

<sup>13</sup> Sandeberg, Sevenius, 2008, s. 33.

<sup>14</sup> 1 kap 2 § Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument

<sup>15</sup> Sandeberg, 2002, s. 12.

påverkar också investerare negativt eftersom aktiemarknaden förlorar omsättning. Därför är det viktigt att marknaden regleras på ett sätt som förhindrar marknadsmissbruk, men att den samtidigt inte hämmar marknadsfunktionen.

Prissättningen är den viktigaste delen i förtroendet. Kan investerarna inte lita på att prissättningen är korrekt minskar förtroendet.

## 3. Den ekonomiska aspekten

### 3.1 Inledning

För att förstå hur regleringen är utformad är det viktigt att det skapas en förståelse för marknadens ekonomiska aspekt. Följande kapitel behandlar därför den ekonomiska aspekten av marknadens funktion med utgångspunkt i två finansiella teorier: Effektiva marknads-hypotesen och Akerlofs citronteori.

### 3.2 Effektiva marknads-hypotesen

På de finansiella marknaderna har aktörer en homogen målsättning: att öka sina placeringars värde. Vanligtvis sker detta på en effektiv marknad. Effektiva marknads-hypotesen har sin utgångspunkt i hur ny information på marknaden påverkar kurserna och hur de snabbt anpassar sig till nya nivåer. Beroende på hur snabbt förändringen sker diskuteras olika nivåer av *marknadseffektivitet*.<sup>16</sup> En effektiv marknad är en marknad där det inte går att prediktera framtida prisrörelser. Idag är det oklart huruvida marknaden är effektiv eller inte.

På 1950-talet gjordes försök till att analysera ekonomiska tidsserier. Många konjunkturteoretiker hade för avsikt att spåra utvecklingen av olika ekonomiska variabler över tid och därigenom både klargöra och förutsäga ekonomins utveckling genom låg- och högkonjunkturer. Om aktiekurserna antas återspegla företagens utsikter borde återkommande mönster i ekonomiska resultat kunna utrönas av priserna.<sup>17</sup> 1953 undersökte statistikern Maurice Kendall denna sats och fann att det inte gick att identifiera några förutsägbara mönster i aktiernas kurser. Priserna verkade utvecklas slumpmässigt. Oavsett tidigare beteende var det lika sannolikt att kurserna skulle gå upp som ner en slumpmässigt vald dag. Datan gav inget sätt att prediktera prisutvecklingar.<sup>18</sup> Vid första anblicken vad

---

<sup>16</sup> De Ridder, Råsbrant, 2009 s. 89.

<sup>17</sup> Bodie, Kane, Marcus, 2011 s. 370.

<sup>18</sup> Bodie, Kane, Marcus, 2011 s. 371.

Kendalls resultat något störande för vissa finansiella ekonomer. Resultaten verkade antyda att aktiemarknaden domineras av oregelbunden marknadspsykologi och därmed inte följer några logiska mönster. I korthet föreföll resultaten bekräfta den irrationella marknaden, men allt eftersom tiden gick kom ekonomer att göra en motsatt tolkning av Kendalls studie. Det blev snart uppenbart att slumpmässiga prisrörelser indikerade att marknaden inte var irrationell, utan väl fungerande och effektiv.<sup>19</sup>

I grundläggande finansiell disciplin förutsätts det att marknadspriset reflekterar tillgångarnas korrekta värde. Med andra ord sägs det enligt teorin att marknaderna alltid, explicit eller implicit, är effektiva. Innebörden är tvåfaldig; dels är det så att om tillgångarnas priser inte överensstämmer med dess reella värde vore det mycket svårt att utveckla finansiella teorier, och dels finns det mycket som pekar på att marknaden faktiskt är effektiv.<sup>20</sup>

För att kunna svara på frågan om marknaden är effektiv måste först effektivitet som koncept definieras. Definitionen lyder:

*”En marknad är effektiv om marknadspriset helt och hållet reflekterar all tillgänglig information.”*<sup>21</sup>

Vidare måste informationsbetydelsen definieras, vilket görs genom att dela upp information i tre kategorier:

1. Historisk information – *alla historiska prisrörelser*
2. Publik information – *årsrapporter, kreditbetyg, makroekonomisk data, etc*
3. Insiderinformation – *hemlig information exklusiv för insiders*<sup>22</sup>

Dessa tre kategorier, eller nivåer, av information har var sin motsvarighet i marknadseffektivitet:

1. Svag effektivitet – *priset reflekterar all historisk information*
2. Halvstark effektivitet – *priset reflekterar all publik information*
3. Stark effektivitet – *priset reflekterar all information, även insiderinformation*<sup>23</sup>

---

<sup>19</sup> Bodie, Kane, Marcus, 2011 s. 371.

<sup>20</sup> Byström, 2010 s. 182.

<sup>21</sup> Byström, 2010 s. 182.

<sup>22</sup> Byström, 2010 s. 182.

<sup>23</sup> Byström, 2010 s. 183.

Ju starkare effektivitet som råder, desto svårare är det att tjäna pengar på marknaden. På en starkt effektiv marknad kan inte ens insiders prediktera prisernas rörelser. Är marknaden halvstark går det inte att tjäna pengar genom prediktioner, även om analysen baseras på all publik information. Vidare är det även så att insiderinformation innehåller all publik information plus hemlig information, och den publika informationen innehåller tillgångens historiska prisrörelse. Därmed är det så att om marknaden är halvstark är den även svag. Uttryckt på annat sätt: om all publik information är inkorporerad i priset är per definition även prishistoriken det.<sup>24</sup>

Med ovan nämnda information som bakgrund kan svaret på frågan om marknaden är effektiv besvaras med att *marknaden är sannolikt svagt effektiv, och möjligen också halvstarkt effektiv.*<sup>25</sup>

### 3.2.1 Svag marknadseffektivitet

Om en marknad är svagt effektiv går det inte att prediktera framtida priser genom analys av prishistoriken. På en svagt effektiv marknad har dagens pris ingenting med gårdagens pris att göra. Detta beskrivs ofta som en så kallad *random walk*. Random walk-tesen säger att om en marknad är svagt effektiv rör sig priserna slumpmässigt och framtiden är därmed oberoende av historien. Implikationen är därför att investerare inte kan tjäna pengar genom att analysera historiska mönster, förutom av ren slump.<sup>26</sup>

Det finns inget som säger att priser är irrationella bara för att de markant förändras från dag till dag. Det är förstås möjligt att prisförändringar sker utan uppenbar anledning, men det är mer sannolikt att priserna förändras till följd av att investerarna anskaffar ny information. Inom finansiell teori sägs därför att ju bättre marknaden fungerar, desto snabbare inkorporeras ny information in i marknadspriserna.<sup>27</sup> På en effektiv marknad inkorporeras all information direkt i priset. Därav följer att om informationen kommer slumpmässigt, kommer även

---

<sup>24</sup> Byström, 2010 s. 184.

<sup>25</sup> Byström, 2010 s. 184.

<sup>26</sup> Byström, 2010 s. 185.

<sup>27</sup> Byström, 2010 s. 186.

prisförändringarna slumpmässigt. Då nyheter kommer slumpmässigt (nyheter kommer inte alltid på samma timmar varje dag, de alternerar inte mellan positiva och negativa händelser och de inträffar inte på en specifik veckodag), bör de slumpmässiga prisförändringarna snarare tolkas som att marknaden fungerar, än som ett problem. I den här kontexten bör det poängteras att slumpmässigt inte innebär att det inte går att observera trender. I genomsnitt förväntas en aktie stiga som riskkompensation. Ju större risk, desto snabbare förväntas priset att stiga. Detta gäller dock bara i genomsnitt eftersom det är omöjligt att med säkerhet prediktera priset.<sup>28</sup>

Sammanfattningsvis råder ingen konsensus om huruvida marknadspriser är predikterbara eller inte vid teknisk analys som använder historiska prisrörelser.<sup>29</sup>

### **3.2.2 Halvstark marknadseffektivitet**

Vid halvstark marknadseffektivitet går det inte att förutsäga framtida prisrörelser, även om historisk information, företagsspecifik information och publik information kombineras. Med andra ord reflekterar inte dagens aktiekurser inte bara historiska prisrörelser utan också övrig tillgänglig information. Således prissätts information så som makrohändelser, räntor och företagsspecifik utveckling korrekt och direkt av aktörerna på marknaden.<sup>30</sup>

På grund av den stora mängden information som finns tillgänglig är det svårt att testa för effektivitet på denna nivå. Ett specifikt sätt att göra det på är begränsa mängden information att bara omfatta till exempel årsredovisningar.<sup>31</sup>

### **3.2.3 Stark marknadseffektivitet**

Den starka marknadseffektiviteten innebär att det är, förutom med slumpen, omöjligt att göra systematisk överavkastning, till och med med insiderinformation. Denna nivå är mer eller mindre omöjlig att testa för då informationen är massiv, men i många fall även delvis hemlig. Detta har dock framgått inte vara något problem eftersom de allra flesta är eniga om att marknaden inte upprätthåller nivån av stark effektivitet. Om marknaden var stark

---

<sup>28</sup> Byström, 2010 s. 187.

<sup>29</sup> Byström, 2010 s. 187.

<sup>30</sup> De Ridder, Åsbrant, 2009 s. 104.

<sup>31</sup> Byström, 2010 s. 189.

effektiv vore marknadsmissbrukslagstiftning obsolet. Det är dock klarlagt att insiderinformation kan skapa överavkastning och därmed utgår jag ifrån, som många andra, att marknaden är halvstarkt effektiv. Detta innebär att marknadsmissbrukslagstiftningen är mycket viktig för att upprätthålla den halvstarka effektiviteten. I fall av omfattande kursmanipulation rubbas effektiviteten på ett artificiellt sätt, och det skulle ge missvisande resultat vid undersökningar av marknads effektivitet. Även om marknaden egentligen var halvstark skulle det vara omöjligt att veta, eftersom kursmanipulationen rubbar prisbildningen. Det är därför mycket viktigt att marknaden både ges verktygen att förhindra manipulation, och möjligheten att kunna återställa priserna till sina rätta nivåer om manipulation skett.<sup>32</sup>

### 3.3 Akerlofs citronteori

Det krävs starka informationsflöden på marknaden för att locka potentiella köpare. Utan kunskap om varan kommer köparen ej att investera. George Akerlof, ekonom och nobelpristagare, poängterade betydelsen av informationsflödet på marknaden, och vilka behov kunderna har. För att illustrera sin tes använde sig Akerlof av begagnade bilar: En potentiell köpare kommer aldrig besitta samma information om bilens tillstånd som dess säljare. Köparen diskonterar därför risken med att köpa en begagnad bil genom att endast vara villig att betala vad han uppfattar vara ett lågt pris för bilen. Detta leder i nästa skede till att en bilförsäljare avstår från att sälja bilen, eftersom denne, om bilen är i gott skick, inte får ut det korrekta priset för bilen. Motsvarande uppfattas budet som högt för en försäljare med en bil i dåligt skick till salu, vilket leder till försäljning till vad köparen från början uppfattat som en relativt lågt pris. I ett längre perspektiv leder detta att utbudet av bilar i dåligt skick dominerar utbudet på marknaden, vilket då ger en bekräftelse hos köparna att det alltid kommer finnas en risk för dålig affär vid köp av en begagnad bil.<sup>33</sup> Denna företeelse kallas *adverse selection*, vilket innebär att det till slut bara kommer finnas varor av dålig kvalitet (*lemons*) på marknaden. Problemet med *adverse selection* är att pålitligheten försvinner, så att försäljare av varor med hög kvalitet möts inte med någon efterfrågan, eftersom det inte finns någon garanti för den goda kvalitén. Genom denna

---

<sup>32</sup> Byström, 2010 s. 191.

<sup>33</sup> Sandeberg, 2002, s. 16.

informationsasymmetri uppstår en illikvid marknad, på grund av att färre varor kommer att omsättas på marknaden, och det är endast varor av dålig kvalitet.<sup>34</sup>

Akerlofs citronteori belyser behovet marknaden har av ett starkt informationsflöde för att fungera väl. Marknaden blir illikvid om fördelningen av information är asymmetrisk, eller om den helt saknas. Detta är ett centralt problem som lagstiftarna försöker åtgärda genom marknadsmässiga regleringar. Syftet är att säkra marknadens centrala funktion. Det finns tre olika sätt på vilket reglering kan komma till rätta med informationsasymmetri. Det första är att lagstifta om att informationsbesittaren har en informationsplikt gentemot sina kunder. Informationsplikten kräver sanktioner för att efterlevas, då det är en form av handlingsplikt. Det andra är att förbjuda informationsutnyttjande, vilket inte leder till utjämning av asymmetrin, men det förhindrar ojämlika förutsättningar på marknaden genom informationsövertag, till exempel insiderinformation. Det tredje är att undvika att felinformation och inkorrekt information sprids. Således finns ett förbud mot att använda vilseledande information, vilken är en stark del av lagstiftningen mot kursmanipulation. Målet med de tre ovanstående sätten är gemensamt, och de kompletterar varandra väl.<sup>35</sup>

### **3.4 Sammanfattning**

Alla investerare försöker öka sina placerings värde. För att detta skall ske på ett optimalt sett är behovet av marknadseffektivitet viktig. Effektiviteten avgör hur snabbt information omvandlas till priser, och hur pass tillförlitliga priserna är i sin roll som informationsbärare.

Som ovan konstaterat är marknaden med största sannolikhet halvstark i sin effektivitet, vilket innebär att det finns utrymme för manipulation. Kursmanipulation förvränger och snedvrider den viktiga prisbildningsmekanismen och därmed förvrängs också marknadens effektivitet. Det är viktigt, oavsett vilken initial effektivitet marknaden har, att manipulation inte tillåts snedvrider prisbildningen, eftersom det leder till att det inte går att avgöra vad priserna bör vara, eller rentav borde ha varit.

---

<sup>34</sup> Sandeberg, 2002, s. 16.

<sup>35</sup> Sandeberg, 2002, s. 17.



Förvrängs prissättningen så att kunskapen inte levererar sanningsenlig information uppstår problem. Är den korrekta prissättningen okänd finns det risk för att marknadens förtroende försvinner, vilket leder det till ett utbud av dåliga varor, eller att allmänheten helt slutar att använda marknaden för investeringar. Detta innebär, förutom sämre ekonomi för både företag och hushåll, till lägre ekonomisk tillväxt. Tillväxt är som bekant mycket viktig för en nations fortlevnad, då det inte bara innebär en ekonomisk expansion, utan även ett utökat välstånd och välfärd. I ett långtgående perspektiv är det således mycket negativt för en hel rättsstat om marknadsmissbruk tillåts fortgå obehindrat.



## 4. Otillbörlig marknadspåverkan

### 4.1 Inledning

Begreppet *marknadsmissbruk* är den gemensamma beteckningen för kursmanipulation och olaglig insiderhandel, men lagen innehåller även förbud mot obehörigt röjande av så kallad *insiderinformation*. Fokus ligger på vad lagen klassificerar som otillbörlig marknadspåverkan.

### 4.2 Kursmanipulation

Exakt vilka tillgrepp som kvalificeras som kursmanipulation är svårt att stipulera. Bland de uppenbara exemplen finns så kallade *skenavtal*. Ett skenavtal är i kort ett avtal som verkar vara ett avtal men som inte är det.<sup>36</sup>

Om en marknadsaktör genomdriver omfattande förvärv av en aktie under en kort tidsperiod och därigenom flyttar kursen till en högre, artificiell nivå (så kallad *window dressing*) har typscenariot för kursmanipulation uppstått. Exempel på passande perioder är inför ett rapporteringstillfälle, såsom ett månads- eller årsskifte. Kursen, och marknaden, skall ha påverkats av ingreppet så att investerarkollektivet fått asymmetrisk information om priset. Centralt för straffansvaret är att åtgärden skall ha vidtagits i syfte att otillbörligen påverka priset och inte bara aktiekursen. Fortsatt måste även det funnits en avsikt för att ge gärningsmannen en fördel genom ingreppet. I doktrin framhävs att i bedömningen angående syftet vägs faktorer som lagstadgade sundhetskrav och godtagen marknadspraxis in.<sup>37</sup>

Gärningsmannen behöver inte själv ha ingått avtal som givit direkt kurspåverkan för att straffbarhet skall vara aktuellt. Straffbarhet kan vara aktuellt även i de fall gärningsmannen förmått andra att vidta kurspåverkande åtgärder. Om till exempel en fondkommissionär influerat investerare till att investera i en viss aktie, varvid tidigare aktieinnehavare drar nytta av värdet som investeringen medför, uppstår så

---

<sup>36</sup> Marknadsmissbruk (insiderbrott och otillbörlig marknadspåverkan m.m.) s. 13.

<sup>37</sup> Sandeberg, 2002, s. 91.

kallad *pegging*. Att ”pegga” en kurs innebär att en aktör, till exempel en aktiemäklare eller investeringsrådgivare, rekommenderar ett finansiellt instrument hos en utvald grupp kunder. Aktiepriset höjs då till en artificiell nivå genom nya investeringar från kundgruppen, och de tidigare innehavarna gynnas genom att kursen manipulerats. En annan typ av manipulation är så kallad *scalping*, som innebär att en aktör först förvärvar ett finansiellt instrument, och sedan rekommenderar sina kunder att köpa ekvivalent instrument. Därigenom drivs kursen upp, och aktören kan avyttra sin besittning med profit.<sup>38</sup> En rad beteckningar, så som *pegging*, *scalping*, *window dressing*, *painting the tape*, *marking the close* och *cross-market manipulation* är enbart exempel på olika typer av kursmanipulation. Även olika typer av handelsavtal som i realiteten är fiktiva skentransaktioner omfattas av konceptet. Tillgången på ett visst värdepapper kan kontrolleras genom hemliga avtal eller skenaffärer. Till exempel kan priset på en aktie hållas på en särskild nivå genom att det ständigt ligger köpordrar på marknaden till en särskild lägsta kurs, och därigenom motverkas ett förväntat kursfall.<sup>39</sup>

#### 4.2.1 Nätforum

Nätmäklare har ofta hemsidor där olika typer av aktörer har möjlighet att analysera och kommentera aktier. Dessa kommentarer och analyser kan vara i positiva, neutrala och negativa ordalag. Genom vissa uttalanden finns förhoppningen om att andra som tar del av denna information skall handla på den. Dessa nätmäklartjänster vänder sig främst till privatpersoner som handlar med små belopp, till skillnad från större institutioner som banker, investmentbolag, aktiefonder och försäkringsbolag. En ansenlig mängd av börsernas kapital kommer från småspararna, genom pensioner och fonder. Genom detta institutionella ägande kan aktiekurserna påverkas eftersom handeln sker med stora volymer och mycket kapital.<sup>40</sup>

Det ter sig mindre sannolikt att genom nätforum kunna påverka aktiekurserna i någon högre grad, eftersom informationen har en ganska begränsad publik. Om det däremot skulle handla om en aktie på en mindre lista, med låg likviditet, som

---

<sup>38</sup> Sandeberg, 2002, s. 91.

<sup>39</sup> Sandeberg, Sevenius, 2008, s. 299.

<sup>40</sup> Aktieskolan.se.

utsätts för kursmanipulerande information dagligen under en längre tid, är möjligheterna större för otillbörlig kurspåverkan, även om det fortfarande är svårt.<sup>41</sup> Det är dock av största vikt att göra skillnad på lögn och spekulativ analys, då det senare allt som oftast bygger på kvalificerade antaganden.<sup>42</sup>

#### **4.2.2 Företagsledningars påverkan**

Det hör inte till ovanligheterna att ledningen hos små bolag, vars hemvist är mindre listor, kan offentliggöra löften och prognoser som resulterar i att aktiekursen höjs, men som i senare skeden visar sig vara uppblåsta och överdrivna. I värsta fall kan det röra sig om rena osanningar. Under tiden aktiekurserna återställs till korrekta nivåer har ägarna redan hunnit få avkastning på informationen genom avyttring. Denna typ av kursmanipulation är mycket svår att bevisa, men kan i teorin leda till åtal.<sup>43</sup>

En annan företeelse som har förekommit är självhandel mellan ledningspersoner. Syftet är då att öka bolagets omsättning och skapa en illusion om att aktien är eftertraktad, eller att helt enkelt driva kursen uppåt. En ökad omsättning för aktien är positiv för företaget eftersom de finansiella institutionerna har en tendens att inte handla med aktier vars omsättning är låg.<sup>44</sup>

#### **4.2.3 Egenhandel**

Kursmanipulation av aktier med låg likviditet går att genomföra genom att en person handlar med sig själv genom flera olika depåer, genom att lägga högre sälj- och köpkurser och därmed driva upp marknadspriset. Detta förfarande klassas som skenavtal och är självfallet lagstridigt eftersom ingen faktisk affär har inträffat, samtidigt som det kan skapa vilseledande information som andra aktörer agerar på.<sup>45</sup>

En annan vanligt förekommande företeelse är att sparare försöker skapa förlustavdrag genom avdrag från årets tidigare aktievinster. Detta kan till exempel ske genom att köpa aktier till ett svenskt konto, och sedan avyttra dessa till

---

<sup>41</sup> Aktieskolan.se.

<sup>42</sup> Aktieskolan.se.

<sup>43</sup> Aktieskolan.se.

<sup>44</sup> Aktieskolan.se.

<sup>45</sup> Aktieskolan.se.

underpris till ett eget konto i ett skattefritt land. Även detta förfarande är olagligt.<sup>46</sup>

#### 4.2.4 Derivatpåverkan

Ett annat sätt att påverka kurser är genom *warranter*. En warrant är ett derivatinstrument som ger innehavaren rätt att köpa eller sälja en underliggande tillgång till ett förutbestämt pris ett förutbestämt datum. Genom att lägga en köporder på aktien (den underliggande tillgången) ovanför köpkurs, men under säljkurs, påverkas warranten positivt. I nästa skede säljer kunden warranten samtidigt som säljorden av aktien dras tillbaka. På så sätt har aktiepriset drivits upp av en ökad efterfrågan, och därmed också warrantens värde.<sup>47</sup>

#### 4.2.5 Indirekt kursmanipulation

Förutom priset utgör också utbud och efterfrågan viktiga handelsvillkor. Påverkan av utbud och efterfrågan behöver inte nödvändigtvis ske genom handel på marknaden. Normalt sett innebär en påverkan på utbud och efterfrågan också en prispåverkan. Enligt marknadsmissbruksdirektivets definition skall manipulation av utbud och efterfrågan klassificeras som otillbörlig marknadspåverkan.<sup>48</sup>

Det kan uppstå utbudsbrist av illikvida instrument på marknaden genom ett förfarande som kallas *abusive squeeze*, där en person skaffar sig kontroll över instrumentet och därmed också kontrollerar utbudet. Förfaranden som dessa brukas för att åstadkomma onormala prisnivåer och kan åstadkommas på många olika sätt och med olika metoder. Oavsett om det finns ett syfte att utnyttja utbudsbristen för att påverka priset anses det utgöra otillbörlig marknadspåverkan då utbud och efterfrågan artificiellt har rubbats ur balans. Beteendet kan innebära en direkt störning för marknadens funktion vilket också kan leda till större problem för marknaden som helhet.<sup>49</sup>

### 4.3 Orsaker till kursmanipulation

Kursmanipulationens förefintlighet kan i hög grad förklaras ur en agentkostnadsaspekt. I ett uppenbart perspektiv är den främsta anledningen till

---

<sup>46</sup> Aktieskolan.se.

<sup>47</sup> Aktieskolan.se.

<sup>48</sup> Samuelsson et al, 2005 s. 295.

<sup>49</sup> Samuelsson et al, 2005 s. 295.

otillbörlig marknadspåverkan att det går att göra stora ekonomiska vinster. Den gängse uppfattningen inom EU tenderar att vara att det är placerare i allmän mening som står för marknadsmissbruket, vars enda syfte är att göra vinst. Enligt Samuelsson et al finns det bland medborgarna en underskattning av företagen och dess ledningars incitament till att påverka informationsflödet. Företagsledningarna är ofta knutna till åtgärder som resulterar i otillbörlig marknadspåverkan, så som spridande av vilseledande, eller bristfällig, information. Syftet är då att påverka bolagens egen prisbildning.<sup>50</sup>

Enligt de två amerikanska forskarna Arlen och Carney förekommer ofta kursmanipulation i enlighet med den principiellt illustrerade dynamiken i Fermenta-fallet, som tas upp i praxiskapitlet. I forskarnas studie *Fraud on the market*, där de undersökte 111 fall, var cirka 70 procent i syfte att dölja vinstfall, och cirka 20 procent handlade om spridande av vilseledande information. Att företagsledningarna har starka ekonomiska drivkrafter att påverka priset på bolagets egna instrument är en självklarhet, med hotade anställningar och förminskade belöningsnivåer. Studien visade också att dessa försök tenderade att misslyckas, och cirka 25 procent av företagen som agerade otillbörligt därefter begärdes i konkurs. Reaktionen på marknaden var dessvärre tydligt märkbar. I ett större perspektiv tappar marknaden förtroendet för bolagets informationsgivning, och för att fortsätta handla med bolaget kräver de som kompensation större riskpremier, vilket leder till sjunkande aktiekurser.<sup>51</sup>

#### **4.4 Negativa effekter av kursmanipulation**

Den gängse uppfattningen om kursmanipulation är att det är ett sätt att tillskansa sig en ekonomisk vinst, genom utnyttjande av marknaden. Förlusten som uppstår hos den enskilde aktören kontra vinsten för gärningsmannen är dessvärre inte den enda samhällsekonomiska skadan som sker vid manipulation av marknaden. Om så vore fallet skulle problemet vara av minimal karaktär, eftersom det närmast skulle kunna liknas vid ett nollsummespel. Problematiken är också till väsentlig del behäftad med att alla inblandade brukar resurser, dels för att skydda sig mot olagliga tillgrepp, men också dels för att kunna genomföra kursmanipulationen.

---

<sup>50</sup> Samuelsson et al, 2005 s. 157.

<sup>51</sup> Samuelsson et al, 2005 s. 158.

Vidare adderas även kostnaden för myndigheterna att lagföra och beivra förseelser. En av de mer påtagliga aspekterna är att externa effekter skapas genom att investeringars risk ökar och därmed också placerarnas avkastningskrav.<sup>52</sup>

För att ge en mer pedagogisk beskrivning av de samhällsliga kostnader som kan uppstå till följd av kursmanipulation följer ett exempel: Förutsatt att alla marknadens aktörer är okunniga om omfattningen av kursmanipulation. Varje enskild aktör kommer, genom att handla, utan att ta hänsyn till risken för att utsättas för kursmanipulation, över tid både utsättas och gynnas av kursmanipulation. Ingen kommer, givet dessa rigorösa stipulationer, att förlora på förekomsten av kursmanipulation, och därför finns inte heller några incitament att övervaka eller försöka kontrollera det. Under ovanstående förutsättningar existerar det helt enkelt varken behov eller efterfrågan på lagstiftning och därmed saknas också rättspolitiska skäl för staten att intervensera.<sup>53</sup>

Om realistiska aspekter adderas, som att placerare har en viss grad av riskaversion, kommer beteendet påverkas av förekomsten av lagöverträdelse som otillbörlig marknadspåverkan. Placerarnas riskaversion härstämmer från att förluster väger tyngre än vinster. Följden blir att placerarna investerar sitt kapital i mindre riskfyllda finansiella instrument. Följaktligen påverkar detta kapitalmarknaderna genom att företagen blir mer benägna att utnyttja låne marknaden för sin finansiering, på bekostnad av aktiemarknaden. Att placerarnas beteende förändras på detta vis medför påtagliga kostnader för ekonomin, genom att ineffektiv resursallokering och riskfördelning uppstår till följd av otillbörlig marknadspåverkan.<sup>54</sup>

Det finns dock sätt att minska och begränsa dessa effekter. Exempelvis kan den enskilde investera i aktiefonder, vilket gör att riskaverta placerare då inte har behov av att söka andra investeringsalternativ.<sup>55</sup>

---

<sup>52</sup> Samuelsson, 2005 s. 155.

<sup>53</sup> Samuelsson, 2005 s. 155.

<sup>54</sup> Samuelsson, 2005 s. 156.

<sup>55</sup> Samuelsson, 2005 s. 157.



## 4.5 Sammanfattning

Kursmanipulation är vad som menas med olika typer av prisstörningsförfaranden. Exempel på olika typer av kursmanipulation är pegging, window dressing och scalping. Kriterierna för att manipulation har skett är dels att kurser har påverkats på ett artificiellt sätt, det vill säga att den uppvisar ett beteende som anses orimligt. Den vanligaste förekomsten av manipulation är antingen egenhandel eller företagsledningars försök att förbättra deras egen aktie. Företagsledningars motiv är också den vanligaste orsaken till att kursmanipulation förekommer.

Det går också att manipulera priset indirekt, genom en utbuds- och efterfrågemanipulation. Utbudsbrist leder till onormala prisnivåer.

Effekterna av prismanipulation kan bli mycket långtgående. I värsta fall skadas marknadens förtroende, vilket lagstiftaren försöker motverka genom reglering.



# 5. EU-Lagstiftning

## 5.1 Inledning

Följande kapitel introduceras med en kort historisk bakgrund om EU-rätten på området och hur den har utvecklats till att bli dagens reglering. Marknadsmisbruksdirektivet står här i fokus, med Lamfalussymmodellens strukturbildning som understöd.

## 5.2 Allmänt om den europeiska regleringen

Det dröjde innan den europeiska lagstiftningen på de finansiella marknaderna blev föremål för omstrukturering. Före 1990-talet fanns endast ett par nationellt överordnade direktiv, och resterande lagstiftning styrdes på nationell nivå. Detta orsakade stor diskrepans mellan de olika ländernas lagstiftning, som i sin tur skapade ett begränsat marknadsutbyte eftersom länderna inte agerade under lika regler. Först på mitten av 1990-talet konstaterade EG-kommissionen att en europeisk lagstiftning var nödvändig för att stärka de europeiska marknadernas konkurrenskraft gentemot den amerikanska och asiatisk-australiensiska. Kommissionen lät då tillsätta en omfattande ekonomisk utredning om behovet av extensiv reglering. Utredningen visade att den europeiska ekonomin skulle ges stora tillskott om de nationella marknaderna kunde moderniseras till en större, mer enhetlig europeisk finansmarknad. Detta resulterade i det mycket omfattande europeiska lagstiftningspaketet *Financial Services Action Plan (FSAP)*.<sup>56</sup> FSAP presenterades på våren 1999 och antogs på sommaren av både Europaparlamentet och Europeiska rådet. Det införlivades även i den så kallade *Lissabonstrategin*<sup>57</sup> i mars året därpå. Det beslutades att FSAP skulle vara genomförd 2005.<sup>58</sup>

I mars 2001 antog Europeiska rådet på toppmötet i Stockholm en resolution om effektivare reglering av värdepappersmarknaden, och i enlighet med denna

---

<sup>56</sup> Sandeberg, Sevenius, 2008, s. 83.

<sup>57</sup> *Lissabonstrategin var det första samlade försöket till att funktionsmässigt få EU-ländernas ekonomier att närma sig varandra.*

<sup>58</sup> Sandeberg, Sevenius, 2008, s. 83.

resolution infördes ett kommittéförfarande i *Marknadsmisbruksdirektivet (MmD)*. Den nya, mer effektiva regleringen benämns *Lamfalussymodellen*. MmD var det första direktiv som antog i enlighet med Lamfalussymodellen.<sup>59</sup>

Sedan maj 1999 har arbetet på värdepappersmarknadsområdet i EU intensifierats då handlingsplanen för finansiella tjänster presenterades av kommissionen. Som en konsekvens av att försöka harmonisera de finansiella marknaderna följde en stark utveckling av lagstiftningen. Kommissionens handlingsplan hade som syfte att skapa en samordnad marknad för finansiella tjänster i EU.<sup>60</sup>

### 5.3 Lamfalussymodellen

2001 presenterades Lamfalussyrapporten av den så kallade visemannakommittén som ett förslag på en ny lagstiftningsmodell på värdepappersområdet. Bakgrunden till att rapporten presenterades var att kommittén ansåg att EU:s gällande rätt inom värdepappersområde var otidsenlig. Modellen som de föreslag kom att kallas Lamfalussymodellen, och åsyftar att dels effektivisera lagstiftningsförfarandet men också dels att skapa en mer flexibel lagstiftning.<sup>61</sup> Modellen delar upp lagstiftningsuppföljningen i fyra nivåer:

1. Fastställa allmänna principer enligt normalt lagstiftningsförfarande.
2. Kommissionen antar genomförandebestämmelser för att fylla ut eller anpassa principerna beslutade i nivå ett.
3. Utöka samarbetet mellan medlemsstaternas tillsynsmyndigheter för värdepappersmarknaderna.
4. Ta ett ökat ansvar för att säkerställa att gemenskapslagstiftningen genomförs i medlemsstaterna.<sup>62</sup>

### 5.4 Marknadsmisbruksdirektivet

Det nya marknadsmisbruksdirektivet har kommit att agera ersättare för *Insiderdirektivet* från 1989. I och med den påtagliga förändring och utveckling som finansmarknaderna varit föremål för anses inte längre insiderdirektivet vara

---

<sup>59</sup> Europeiska Gemenskapernas Kommission – Översyn av Lamfalussyprocessen, 2007, se även Samuelsson et al, 2005 s. 169.

<sup>60</sup> Europeiska Gemenskapernas Kommission – Översyn av Lamfalussyprocessen, 2007, se även *Investerarskydd och skadeståndsansvar - hur väl står sig de svenska reglerna i konkurrensen?*

<sup>61</sup> Europeiska Gemenskapernas Kommission – Översyn av Lamfalussyprocessen, 2007, samt Samuelsson et al, 2005 s. 169-170.

<sup>62</sup> Europeiska Gemenskapernas Kommission – Översyn av Lamfalussyprocessen, 2007 s. 2.

tillräckligt som reglering. Skillnaderna mellan de olika ländernas lagstiftning visar sig också vara påtagliga.<sup>63</sup>

Den för oss viktigaste artikeln i MmD är 5:

*”Medlemsstaterna skall förbjuda varje person att bedriva otillbörlig marknadspåverkan”*<sup>64</sup>

I huvudsak innebär MmD en expansion av den tidigare lagstiftningen, samt en utvidgad reglering i avseende på otillbörlig marknadspåverkan. I MmD fastställs att *otillbörlig marknadspåverkan* är ett vidare begrepp än det tidigare använda *otillbörlig kurspåverkan*. Direktivet omfattar, till skillnad från sin föregångare, inte endast transaktioner på marknadsplatser, eller av yrkesmässig mellanhand, utan har även kommit att innefatta direkta transaktioner mellan två aktörer. Till skillnad från insiderdirektivet är dock MmD:s räckvidd begränsad med avseende på att bestämmelserna bara omfattar aktier som är godkända för handel på en reglerad marknad, eller andra instrument som på något sätt är relaterade till aktierna. Direktivet omfattar både fysiska och juridiska personer.<sup>65</sup>

Direktivet innehåller, förutom en mängd förbud och definitioner, också föreskrifter som dels åsyftar att förebygga marknadsmissbruk, men också dels att skapa verktyg för att enkelt kunna upptäcka och utreda lagbrotten. Till exempel finns skyldighet för emittenter av finansiella instrument att snarast möjligt offentliggöra insiderinformation, samt en förpliktelse för på marknaden yrkesmässiga personer att anmäla misstankar om insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan till myndigheterna. Vidare finns även föreskrifter om förpliktelser för personer sittande i ledande ställningar att anmäla vissa innehav av finansiella instrument och att offentliggöra anmäld information.<sup>66</sup>

I MmD är det tydligt att dess övergripande syfte är att upprätthålla marknadens förtroende:

---

<sup>63</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 3 december 2002, om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk) samt SOU 2004:69 s. 48.

<sup>64</sup> Artikel 5 Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 3 december 2002, om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk).

<sup>65</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 3 december 2002, om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk). För vidare resonemang, se SOU 2004:69 s. 49.

<sup>66</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 3 december 2002, om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk). För vidare resonemang, se SOU 2004:69 s. 49.

*”Direktivets syfte är att förhindra alla typer av marknadsmissbruk för att bevara Europeiska unionens finansmarknaders goda funktionssätt.”<sup>67</sup>*

I MmD finns även tydligt stipulerat vad som anses vara marknadsmissbruk:

*”Marknadsmissbruk kan föreligga när investerare utan grund har missgynnats direkt eller indirekt av personer som*

- *har utnyttjat hemliga uppgifter (insiderhandel);*
- *har förvrängt prismekanismen för finansiella instrument;*
- *har spridit falska eller vilseledande upplysningar.”<sup>68</sup>*

De främsta skälen kommissionens hade för genomförandet av MmD presenteras på första sidan i direktivet:

*”(1) En verklig inre marknad för finansiella tjänster är avgörande för ekonomisk tillväxt och skapande av arbetstillfällen i gemenskapen.”<sup>69</sup>*

*”(2) För en integrerad och effektiv finansmarknad krävs marknadsintegritet. Att värdepappersmarknaderna fungerar väl och att allmänheten har förtroende för dem är förutsättningar för ekonomisk tillväxt och välstånd. Marknadsmissbruk skadar finansmarknadernas integritet och allmänhetens förtroende för värdepapper och derivatinstrument”<sup>70</sup>*

## **5.5 Första genomförandedirektivet**

Det första genomförandedirektivet innehåller olika exempel på omständigheter som skall beaktas vid bedömningen om otillbörlig marknadspåverkan har skett eller ej. I artikel 4 anges sådana signaler i samband med vilseledande faktorer eller prissäkring. Artikel 5 handlar om exempel på otillbörlig marknadspåverkan där

---

<sup>67</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 3 december 2002, om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk), s 1

<sup>68</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 3 december 2002, om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk)

<sup>69</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 3 december 2002, om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk), s 1

<sup>70</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 3 december 2002, om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk), s 1

det förekommer utnyttjande av falska förspeglings eller vilseledande och manipulation av andra slag.<sup>71</sup>

## 5.6 Andra genomförandedirektivet

Det andra genomförandedirektivet avser genomförande av artikel 6.5 i MmD. Artikeln handlar om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten och om personer som utfärdar dessa. Innehållet i stort behandlar personkretsfrågan, vikten av att det måste framgå vem som utfärdar investeringsrekommendationerna, att det krävs en allmän standard för saklig presentation av investeringsrekommendationer. Vidare finns även punkter om intressekonflikter och de sista artiklarna innehåller bestämmelser om rekommendationsspridning från tredje part.<sup>72</sup>

## 5.7 Tredje genomförandedirektivet

Det tredje genomförandedirektivet behandlar övriga frågor som inte täcks in av de första två. De flesta rör inte otillbörlig marknadspåverkan på ett direkt sätt, varför de inte explicit kommer tas upp. Direktivet innehåller bestämmelser om anmälningsskyldighet för transaktioner av personer i ledande ställning och närmare bestämmelser om rapporteringsplikten vid misstanke om brott.<sup>73</sup>

## 5.8 Omröstning av ny reglering

Den 2 april i år antog EU-parlamentet ny reglering som markant höjde straffen på kursmanipulation. De grövsta fallen, som enligt artikeln är exempelvis manipulering av den så kallade *Libor-räntan*<sup>74</sup>, skall från och med nu kunna leda

---

<sup>71</sup> 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. Se även Samuelsson et al, 2005 s. 174-175.

<sup>72</sup> Kommissionens direktiv 2003/125/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller skyldigheten att presentera investeringsrekommendationer sakligt och att uppges intressekonflikter. Se även Samuelsson et al, 2005 s. 176.

<sup>73</sup> Kommissionens direktiv 2004/72/EG av den 29 april 2004 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller godtagna marknadspraxis, definition av insiderinformation rörande råvaruderivat, upprättande av förteckningar över personer som har tillgång till insiderinformation, anmälan av transaktioner som utförs av personer i ledande ställning och rapportering av misstänkta transaktioner. Se även Samuelsson et al, 2005 s. 177.

<sup>74</sup> *Libor-räntan är ett exempel på en rörlig ränta där räntesatsen styrs av ett marknadsindex.*

till minst fyra års fängelse. Syftet är att få tillbaka och öka förtroendet för marknaden och höja investerarskyddet.<sup>75</sup>

*” Dagens omröstning är ett stort steg som ger domstolar i hela EU möjligheten att få stopp på marknadsmissbruk. Det här är den första lagen som inför stränga europeiska straff för marknadsmissbruk, med minst fyra års fängelse för de grövsta brotten som insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan. Liborskandalen är kanske inte den sista, anklagelser om otillbörlig marknadspåverkan dyker nu upp inom marknaderna för olja, gas och valutor” – Arlene McCarthy<sup>76</sup>*

Parlamentets omröstning föll till stark majoritet för ja-sidan, men 618 röster för och endast 20 röster för nej-sidan.<sup>77</sup>

Det finns enligt socialdemokraten Emine Bozkurt en nästan enhällig uppfattning i parlamentet om att brottslingar som skor sig genom kursmanipulation och insiderhandel inte skall komma undan med endast administrativa påföljder. Enligt henne har parlamentet nu underlättat för myndigheterna att beivra brotten på ett mer effektivt sätt.<sup>78</sup> Lagen innebär strängare straff än innan. För allvarliga fall av otillbörlig marknadspåverkan kan det bli fråga om upp till fyra år långa fängelsestraff. Definitionerna av lagöverträdelser skall harmoniseras och förnyas. Fall av kursmanipulation där fyra års fängelse är aktuellt skall bland annat gälla utförande av transaktioner och handelsordrar som ger vilseledande, eller falska, signaler om tillgång, efterfrågan eller pris på ett finansiellt instrument.<sup>79</sup>

## **5.9 Sammanfattning**

Sedan 2001 finns den så kallade Lamfalussymodellen som togs fram för att harmonisera och effektivisera EU-lagstiftningen på finansmarknaden. Det första direktivet som antogs enligt den nya strukturen var marknadsmissbruksdirektivet. I marknadsmissbruksdirektivet finns den viktiga artikel 5 som innehåller förbudet för att otillbörligen manipulera marknaden, samt en mängd föreskrifter som

---

<sup>75</sup>Finansbrott – minst fyra års fängelse för grov otillbörlig marknadspåverkan.

<sup>76</sup>Finansbrott – minst fyra års fängelse för grov otillbörlig marknadspåverkan.

<sup>77</sup>Finansbrott – minst fyra års fängelse för grov otillbörlig marknadspåverkan.

<sup>78</sup>Finansbrott – minst fyra års fängelse för grov otillbörlig marknadspåverkan.

<sup>79</sup>Finansbrott – minst fyra års fängelse för grov otillbörlig marknadspåverkan.



åsyftar att förebygga marknadsmissbruk. I enlighet med Lamfalussymodellen utvecklades även de tre genomförandedirektiven som behandlar specifika kriterier som lagstiftningen skall förhålla sig till, och som skall komma till uttryck i marknadsmissbruksdirektivet. I april 2014 röstade EU-parlamentet igenom ny reglering för marknadsmissbruk som kraftigt höjde straffen. Syftet var att vidare utveckla och förstärka marknadens förtroende.

## 6. Svensk lagstiftning

### 6.1 Inledning

Detta kapitel inleds med en diskussion om vikten av regleringen och på vilket sätt den bör utformas för bästa resultat. Kapitlet fortsätter sedan med att ta upp den mycket omfattande självregleringen som finns i branschen, den reella lagstiftningen, samt Finansinspektionens tillsynsföreskrifter.

### 6.2 Vikten av reglering

*”Om det inte tidigare stått klart så har den globala finanskrisen visat att en väl fungerande finansmarknad är det moderna samhällets kärna. När den inte fungerar är det inte heller så mycket annat som fungerar i samhället. Därför har finansbranschen en särställning i det ekonomiska systemet. Eftersom vår bransch har större betydelse för hela samhället än många andra ”smala” branscher är det klart att finansbranschen globalt sett regleras stramare än annan företagsverksamhet. Så ska det också vara” – Piia-Noora Kauppi<sup>80</sup>*

Enligt Finansbranschens Central-förbunds VD Piia-Noora Kauppi är det en felaktig slutsats att tro att det går att kontrollera och förebygga finansbranschens alla störningar genom reglering. Syftet med regleringen är att försöka tygla den mänskliga faktorn och dess primitiva sida som medföljer. Svårigheten existerar på grund av att det är mänskliga svagheter som ligger bakom dessa avgöranden. Eftersom det är en global marknad är det omöjligt att tillgodose och förutse alla situationer och omfatta alla aktörer. Kriminalitet kommer alltid att finnas, då det inte helt går att eliminera regelbrott med lagar.<sup>81</sup>

För att en bra och välfungerande reglering skall uppstå krävs ett starkt förtroende mellan myndigheterna, lagstiftarna och marknadens aktörer. På samma sätt är marknadens och lagstiftningens stabilitet viktig. En marknad där normer ständigt ligger under förändring tillgodoser inte behovet av stabilitet, vilket leder till högre

---

<sup>80</sup> *Reglering – på gott och ont.*

<sup>81</sup> *Reglering – på gott och ont.*

kostnader för aktörerna. Lyckas lagstiftaren åstadkomma en väl fungerande reglering underlättas finansbranschens bidrag till samhällets välbefinnande. Ett starkare förtroende resulterar föga förvånande i en starkare marknad. På en stark marknad finns också reglering som styr trygghet av affärsverksamheter, gynnar konkurrens och transparens, bidrar till ekonomisk integration samt slår vakt om aktörers rättigheter. En stark reglering bidrar även till att skapa förutsättningar för bättre tillväxt. I ett samhälle där god balans råder mellan marknadsstyrning och reglering är tillväxten påtagligt bättre.<sup>82</sup>

För att en reglering i någon betydande grad skall effektivisera finansbranschens verksamheter måste tre grundläggande krav uppfyllas:

1. Nyttan av regleringen måste överstiga kostnaderna den orsakat. Både nyttoaspekter och indirekta kostnader bör beaktas vid bedömning. Indirekta effekter på finansmarknaden är ofta markanta.
2. Reglering skall brukas först när marknadens självreglering inte räcker till för goda resultat.
3. Regleringen bör vara neutral i avseende på den öppna marknadens konkurrens. Det är av största vikt att konkurrenseffekterna belyses globalt.<sup>83</sup>

Det kan tyckas självklart att en högklassig reglering spelar en viktig roll för konkurrensens och tillväxtens skull, men diskussioner förs fortfarande om hur dessa bäst utformas. Det diskuteras flitigt kring självregleringen och dess fördelar, till exempel att marknadens aktörer bättre förbinder sig vid regler de själva varit med och utformat. Aktörerna har även den bästa kunskapen om gällande förhållanden, och därför blir verkställigheten smidigare. Om det finns självregleringsbaserade normer anpassas dessa i regel väldigt fort till omständigheterna. De nackdelar som kan bli aktuella är att självreglering kan förefalla ineffektiv då sanktioner saknas. För att regleringarnas mål skall uppnås är det viktigt att komma fram till vad som bör hända med regelförbrytare.<sup>84</sup>

En dålig reglering kan ha en mycket negativ inverkan på finansbranschens konkurrenskraft, likväl som en god reglering har motsvarande positiv effekt. Risken för överreglering är tyvärr stor. Om de tre ovanstående grundläggande

---

<sup>82</sup> *Reglering – på gott och ont.*

<sup>83</sup> *Reglering – på gott och ont.*

<sup>84</sup> *Reglering – på gott och ont.*

kraven inte uppnås på grund av överreglering kommer aktörerna och deras verksamheter att drivas till andra spelplaner. Överreglering kan också minska finansbranschens möjligheter att sköta sitt egentliga syfte. Resultatet blir då oönskade riskkoncentrationer, ineffektiva strukturer på marknaden samt svagare tillväxt.<sup>85</sup>

Regleringen bör ses som medicin mot misstroendespridning. Den fungerar inte i 100 procent av fallen och oönskade bieffekter kan uppstå, men är ett effektivt medikament när den fungerar.<sup>86</sup>

Alltför starka restriktioner, eller olämpliga sanktionsutformningar, riskerar att negativt påverka marknads funktion som kapitalflöde. En regel som är diffus vid bedömningen av gränsen mellan förbjudet och tillåtet kommer föranleda aktörer med hög riskaversion att avsätta stora resurser till fortlöpande uppföljningshandlingar, medan de riskälskande och riskneutrala avsätter mindre resurser till detta syfte. Denna typ av beteende skapar ekonomiskt negativa effekter, som konkurrensnackdelar, varför regleringarna så långt som möjligt måste utformas med hänseende till detta. Riskbenägenheten mellan olika aktörer kommer förvisso alltid att finnas, men om lagstiftningen kan påverka marknaden i önskad riktning, istället för att underblåsa oönskat beteende som leder till ekonomisk bortfall, skall detta eftersträvas så långt det är möjligt.<sup>87</sup>

Värdepappersmarknaden har under de senaste decennierna varit föremål för mycket omfattande reglering. Orsaken är att marknaderna har visat sig vara mycket betydelsefulla för samhällsutvecklingen. Då marknaden är uppbyggd på, och upprätthålls av, aktörernas förtroende, är en god reglering nödvändig för att försäkra samhället om att marknaderna utvecklas så att de fullt ut kan bidra till välfärden.<sup>88</sup>

Offentliga initiativ kan på grund av begränsade resurser och för snäv insyn på marknaden inte åtgärda eller förebyggas 100 procent av kursmanipulationsfallen.

---

<sup>85</sup> *Reglering – på gott och ont.*

<sup>86</sup> *Reglering – på gott och ont.*

<sup>87</sup> Samuelsson et al, 2005 s. 154.

<sup>88</sup> Sandeberg, Sevenius, 2008, s. 81.

Straffsanktioner och övervakningsrutiner har införts av lagstiftaren som avser att täcka de mest generella perspektiven av de icke-önskvärda beteendena. Marknadsplatser åläggs att koordinera normerna och övervakningsorgan med det offentliga. Vidare finns en stark självreglering som åsyftar att verka i linje med lagstiftarens intentioner.<sup>89</sup>

Det finns regleringar med olika inriktningar. De övergripande är föreskrifter om marknadens organisation och aktörernas agerande, medan andra skapar restriktioner för agerande, däribland marknadsmissbruk. Den restriktiva sanktionsregleringen är av straffrättslig karaktär, även om den inte är straffrättslig i egentligt avseende.<sup>90</sup>

I och med marknadens internationella karaktär har emellertid den internationella och nationella regleringen börjat flyta samman.<sup>91</sup>

### **6.3 Den svenska självregleringen**

Självreglering har sedan 1960-talet haft en ansenlig påverkan på den svenska värdepappersmarknaden, både som komplement och alternativ till reell lagstiftning. I praktisk mening innebär självregleringen att intressenter på marknaderna själva avgör regleringarnas utformning på marknaden, samt vad som anses vara god sed. Främst används självregleringen för att undvika en alltför detaljerat och komplicerad lagstiftning, och självregleringen har många fördelar över lagstiftning. I och med att marknadens egna aktörer är med och utformar regleringarna skapar det större förankring bland investerarkollektivet, som får ännu större incitament att åtfölja dessa. Detta har under lång tid visat sig fungera väl och självregleringen har därmed också fått en mycket god renommé, vilket har resulterat i att lagstiftaren delegerat mycket av normgivning och myndighetsutövning till självregleringen. Självregleringens syfte är att skapa och

---

<sup>89</sup> Samuelsson et al, 2005 s. 155.

<sup>90</sup> Sandeberg, Sevenius, 2008, s. 81.

<sup>91</sup> Sandeberg, Sevenius, 2008, s. 82.

upprätthålla marknadens förtroende för inhemska och utländska aktörer, samt bibehålla effektiviteten på de finansiella marknaderna.<sup>92</sup>

Inom det så kallade *Norex-samarbetet* har Stockholmsbörsen implementerat till utformningen sett nästan identiska regler som resten av Norden. I regelsamlingen finns ett förbud mot otillbörlig marknadspåverkan. Bestämmelsen i 4.6.2 lyder:

*”Medlemmen får inte lägga Order eller genomföra Avslut som var för sig eller tillsammans avser att otillbörligt påverka prisbildningen i Handelssystemet, saknar kommersiellt syfte, eller avser att försena eller förhindra tillgång till Handelssystemet för andra Medlemmar.”*<sup>93</sup>

Normerna på marknaden gällande otillbörlig marknadspåverkan kompletteras av *Börsens Disciplinnämnds* möjlighet att utverka sanktioner i form av viten vid överträdelser av god sed. Normerna är konstruerade så att börsmedlemmar, vars beteende kan anses utgöra otillbörlig marknadspåverkan, kan åläggas tre olika sanktionsformer:

1. Påföljd enligt Marknadsmisbrukslagen.
2. Disciplinpåföljd enligt 4.6.2-bestämmelsen; förbud mot otillbörlig marknadspåverkan.
3. Disciplinpåföljd för brott mot god sed.<sup>94</sup>

Teoretiskt kan börsmedlemmar enligt dessa regler åläggas alla ovanstående påföljder vid förbrytelser. För icke-börsmedlemmar är endast straffbudet aktuellt, vilket gör att börsens medlemmar är ålagda starkare restriktioner än andra. Detta är en avsiktlig utformning då reglerna avser att harmonisera marknaden, och marknaden påverkas inte förvånande nog främst av marknadens egna aktörer.<sup>95</sup>

Enligt andra stycket i artikel 1.2 MmD faller vissa transaktioner, som kan förväntas vara vilseledande information, utanför det sanktionsvärda området. Orsaken är att transaktionen kan vara förenlig med *godtagen marknadspraxis*

---

<sup>92</sup> Swedsec - *Självregering på den svenska värdepappersmarknaden*.

<sup>93</sup> Nasdaq OMX Nordic Member Rules, s 37, samt Samuelsson et al, 2005 s. 291.

<sup>94</sup> FFFS 1998:16 (med ändringsförfattning FFFS 2005:13) om regler om disciplinnämnd för börser. För vidare resonemang, se Samuelsson et al, 2005 s. 292.

<sup>95</sup> FFFS 1998:16 (med ändringsförfattning FFFS 2005:13) om regler om disciplinnämnd för börser. För vidare resonemang, se Samuelsson et al, 2005 s. 292.

vilket innebär att transaktionen kan vara legitim.<sup>96</sup> Huruvida en transaktion faller under godtagen marknadspraxis är en fråga för domstolarna. Om ett förfarande anses stämma överens med godtagen marknadspraxis finns egentligen ingen rättslig grund för åtal. Finansinspektionen har med hjälp av 18 § MmL givit uttryck åt vad som anses utgöra godtagen marknadspraxis. I FI:s motiv till 18 § MmL uttalas att inspektionens beslut anses vägledande för bedömningen huruvida ett förfarande skall anses otillbörligt eller ej.<sup>97</sup>

## 6.4 Den svenska regleringen

De två generellt viktigaste lagarna på detta område utgörs av *lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument* samt *lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden* (VpmL). En ansenlig del av dessa två lagar syftar till att försöka säkra ett tillåtligt beteende hos marknadsens olika aktörer.<sup>98</sup> Ett exempel på detta är de så kallade sundhets- och uppträdandereglererna i VpmL 8:21 §. I denna paragraf finns regler om hur aktörer skall agera i olika situationer, främst hur intressekonflikter skall hanteras.<sup>99</sup> MmL handhar själv regleringen för tolerabelt uppträdande.<sup>100</sup>

Även konsumentskyddet gör sig starkt gällande på de finansiella marknaderna. Sedan 2004 finns *lagen (2003:862) om finansiell rådgivning till konsumenter* som ämnar ge konsumenter ett skydd som går längre än för andra kundgrupper.<sup>101</sup>

En mycket relevant lagstiftning är den som har som syfte att förhindra brottslighet genom bestämmelser kring transaktionskontroller och, vid misstanke om brott, också anmälningsskyldighet. Främst hittas anmälningsskyldighetsbestämmelserna till FI i 10 kap VpmL, men återfinns i flera lagar. 10 kap innehåller grundläggande bestämmelser om systematisk rapportering av värdepapperstransaktioner med syfte att främja tillsynsmyndigheternas arbete.<sup>102</sup> Denna anmälningsskyldighet

---

<sup>96</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 3 december 2002, om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk), se artikel 1.2

<sup>97</sup> Lag (2005:377) om straff för marknadsmisbruk vid handel med finansiella instrument. Se även Samuelsson et al, 2005 s. 289.

<sup>98</sup> Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument samt Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden.

<sup>99</sup> 8 kap 21 § Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden.

<sup>100</sup> Lag (2005:377) om straff för marknadsmisbruk vid handel med finansiella instrument. Se även Sandeberg, Sevenius, 2008, s. 90.

<sup>101</sup> Lag (2003:862) om finansiell rådgivning till konsumenter. Se även Sandeberg, Sevenius, 2008, s. 90.

<sup>102</sup> 10 kap Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden.

skapar inskränkningar i sekretessplikten i 11:1§ VpmL, men i och med att upplysningsplikten numera är lagstadgad har anmälningsskyldigheten företräde.<sup>103</sup>

I den nya marknadsmissbrukslagen har det direkta kravet på uppsåt avlägsnats i syfte att förtydliga vikten av god och ond tro. Att den som påverkar kursen förstår, eller borde förstå, att handlandet som denne tillgriper orsakar informationsasymmetri och vilseledning, kan leda till brott mot otillbörlig marknadspåverkan. Oberoende av det avsedda syftet kan brott begås.<sup>104</sup> Kriterierna kommer till uttryck i 8 § MmL:

*”Den som vid handel på värdepappersmarknaden eller annars förfar på ett sätt som han eller hon inser är ägnat att otillbörligen påverka marknadspriset eller andra villkor för handeln med finansiella instrument eller på annat sätt vilseleda köpare eller säljare av sådana instrument, döms för otillbörlig marknadspåverkan till fängelse i högst två år eller, om brottet är ringa, till böter eller fängelse i högst sex månader. Är brottet med hänsyn till omfattningen av marknadspåverkan eller övriga omständigheter att anse som grovt, skall dömas till fängelse i lägst sex månader och högst fyra år.”<sup>105</sup>*

Ovanstående klausul omfattar alla tänkbara förfaranden vars innebörd är att påverka priset på en finansiell tillgång, eller att på annat sätt desinformera en köpare eller säljare av sagda instrument. I klausulen ingår implicit förbud mot att sluta avtal för skens skull, för sig själv eller någon annan, samt att i hemlighet avyttra ett finansiellt instrument i syfte att senare förvärva denne till ett påverkat pris, eller som begränsar allmän omsättning.<sup>106</sup>

En explicit definition av marknadspriset avser senaste betalkurs, noterad köpkurs samt noterad säljkurs.<sup>107</sup> Följaktligen leder därför manipulation av en av dessa kurser därför till en påverkan av marknadspriset. Av detta följer att det går att göra sig skyldig till otillbörlig marknadspåverkan genom att påverka köp- och

---

<sup>103</sup> 11 kap 1 § Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden samt Sandeberg, Sevenius, 2008, s. 91.

<sup>104</sup> Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument. Se även Marknadsmissbruk (insiderbrott och otillbörlig marknadspåverkan m.m.) s. 12.

<sup>105</sup> 8 § Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.

<sup>106</sup> 8 § Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument. Se även Karnov. SFS 2005:377, Lagkommentarer.

<sup>107</sup> Prop 2004/05:142 s 167.



säljkursen utan att ordern leder till avslut, eller bara genom en enskild transaktion.<sup>108</sup>

Tillgång och efterfrågan täcks in i paragrafen genom uttrycket ”*med andra villkor för handeln*”. Påverkas priset tenderar både tillgång och efterfrågan påverkas. Enligt definitionen i direktivet skall dock en sådan påverkan kunna innebära kursmanipulation.<sup>109</sup>

Paragrafen innefattar även en grad av ond- och god tro. Den som insåg eller borde insett att ett visst förfarande var avsett att manipulera kursen eller desinformera säljare/köpare, skall dömas för otillbörlig marknadspåverkan.<sup>110</sup>

*”För otillbörlig marknadspåverkan döms också den som vid handel på värdepappersmarknaden eller annars förfar på ett sätt som han eller hon borde inse 37) är ägnat att påverka eller vilseleda på sätt som anges i första stycket. I dessa fall döms till böter eller fängelse i högst ett år. Om gärningen är ringa döms inte till ansvar.”*<sup>111</sup>

8 § i nya MmL motsvarar vad som innan varit 9 § ISL. Till skillnad från dess föregångare är nu gärningsbeskrivningen mer generell och omfattar alla förfaranden som innebär en otillbörlig prispåverkan, eller ett vilseledande av aktörer på de finansiella marknaderna. De handlingar som innefattades i 9§ ISL innefattas även i 8§ MmL. Den nya regleringen innefattar även alla förfaranden som nämns i artikel 1.2 i marknadsmissbrukdirektivet.<sup>112</sup>

I första genomförandedirektivet finns artiklarna 4 och 5 som klassificerar vilka faktorer som skall beaktas vid bedömning om otillbörlig kurspåverkan skett. Då den straffrättsliga formen endast finns i MmL blir det enligt motiven domstolarnas uppgift att beakta dessa faktorer. Det bör dock här påminnas om att direktiv i sig

---

<sup>108</sup> Karnov. SFS 2005:377, Lagkommentarer.

<sup>109</sup> 8 § Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument och Karnov. SFS 2005:377, Lagkommentarer samt Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 3 december 2002, om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk).

<sup>110</sup> Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument och Karnov. SFS 2005:377, Lagkommentarer.

<sup>111</sup> 8 § Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument

<sup>112</sup> Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument och artikel 1.2 Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 3 december 2002, om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk) samt Prop 2004/05:142 s. 167.

själva aldrig direkt kan påverka ett straffansvar som kan utkrävas enligt nationell lag. Med andra ord bör en svensk domstol förhålla sig oberoende till direktivens skrivelser om sanktionsvärda beteenden och faktorer. Väsentligt för svenska domstolar är att förfarandena enligt svensk lag utgör förbrytelser, inte om direktivens skrivelser lämpar sig för bedömning av ett visst beteende.<sup>113</sup>

#### 6.4.1 Svindleri och bedrägeri

Enligt gamla ISL:s paragraf om otillbörlig kurspåverkan, var det straffbart att vidta åtgärder vid handel av finansiella instrument med syfte att påverka marknadens priser. Från och med 1 juli 2005 har det straffbara området utvidgats, genom den nya marknadsmissbrukslagen, till att även omfatta åtgärder som indirekt påverkar marknadspriser. Ett sådant exempel är spridande av vilseledande information och missvisande investeringsrekommendationer.<sup>114</sup> Att genom lögn försöka manipulera en aktiekurs betraktas som *svindleri*, och återfinns i Brottsbalken 9:9§:

*”Den som offentliggör eller eljest bland allmänheten sprider vilseledande uppgift för att påverka priset på vara, värdepapper eller annan egendom, döms för svindleri till fängelse i högst två år eller, om brottet är ringa, till böter eller fängelse i högst sex månader.”<sup>115</sup>*

Att med falska eller missvisande investeringsrekommendationer föranleda någon till en dålig investering betraktas som *bedrägeri*, 9:1§ BrB:

*”1 § Den som medelst vilseledande förmår någon till handling eller underlåtenhet, som innebär vinning för gärningsmannen och skada för den vilseledde eller någon i vars ställe denne är, dömes för bedrägeri till fängelse i högst två år.”<sup>116</sup>*

---

<sup>113</sup> 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. Se även Samuelsson et al, 2005 s. 295.

<sup>114</sup> Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument och Marknadsmissbruk (insiderbrott och otillbörlig marknadspåverkan m.m.) s. 12

<sup>115</sup> 9 kap 9 § Brottsbalken.

<sup>116</sup> 9 kap 1 § Brottsbalken.

## 6.4.2 Undantag

Enligt 9 § MmL skall:

*”Bestämmelserna i 2–8 §§ skall inte tillämpas på handel med egna aktier i återköpsprogram eller på stabilisering av finansiella instrument, förutsatt att handeln utförs i enlighet med 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”*<sup>117</sup>

9 § MmL innebär att reglerna om otillbörlig marknadspåverkan inte är tillämpliga på återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument, förutsatt att det sker i enlighet med *genomförandeförordningen*.<sup>118</sup>

9 § MmL har ingen motsvarighet i den gamla ISL och grundar sig på artikel 8 i marknadsmissbruksdirektivet.<sup>119</sup> I förarbetena argumenteras att de förfaranden som belyses här kan i vissa situationer anses av ekonomiska skäl vara legitima och därför inte utgöra marknadsmissbruk.<sup>120</sup>

Bestämmelsen om undantag för *handel med egna aktier i återköpsprogram* utgör en möjlighet för publika aktiebolag, som har noterade aktier, att förvärva egna aktier. Om en medlemsstat i EU inför möjligheten att förvärva egna aktier måste ett antal kriterier uppfyllas:

- Tillstånd från bolagsstämman krävs
- Det nominella värdet av ett bolags totala egna innehav av egna aktier inte får överstiga tio procent av bolagets aktiekapital.<sup>121</sup>

Enligt andra bestämmelsen i 9 § skall regleringen av otillbörlig marknadspåverkan inte heller tillämpas på *stabilisering av finansiella instrument*.<sup>122</sup> Stabiliseringen

---

<sup>117</sup> 9 § Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.

<sup>118</sup> 9 § Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument och Karnov. SFS 2005:377, Lagkommentarer. Se även 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.

<sup>119</sup> Artikel 8 Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 3 december 2002, om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk)

<sup>120</sup> Prop. 2004/05:142 s. 85 och 168. Se även Samuelsson et al, 2005 s. 299.

<sup>121</sup> Prop. 2004/05:142 s. 82. Se även Samuelsson et al, 2005 s. 300.

beskrivs bäst som en form av kursvård som sker när det råder obalans mellan utbud och efterfrågan. Ett stabiliseringsförfarande sker vanligtvis i samband med aktiespridning, till exempel börsintroduktion eller splittar, då det finns en risk för ett onormalt kursfall till följd av tillfälligt säljtryck.<sup>123</sup>

Båda dessa förfaranden får, som redan konstaterats, endast ske under förutsättningen att det sker i enlighet med genomförandeförordningen.<sup>124</sup>

9 § MmL baserar sig på artikel 8 i MmD:

*”Förbuden i detta direktiv är inte tillämpliga på handel med egna aktier i återköpsprogram eller på stabilisering av ett finansiellt instrument, förutsatt att handeln utförs i enlighet med de genomförandeåtgärder som antas i enlighet med förfarandet i artikel 17.2.”*<sup>125</sup>

### 6.4.3 Finansinspektionens övervakning

För att se till att direktivet efterlevs skall alla medlemsländer tillsätta en förvaltningsmyndighet med central behörighet. I Sverige är denna myndighet Finansinspektionen. Syftet är att FI skall ha det yttersta ansvaret, men det är möjligt att delegera ut ansvar till andra marknadsplatser och myndigheter. FI eller de delegerade myndigheterna skall använda sig av de befogenheter som finns föreskrivet om i marknadsmissbruksdirektivet. Det finns bland annat föreskrifter om att få begära upplysningar av vem som helst, samt att få tillgång till dokument. Medlemsländerna skall också säkerställa att administrativa påföljder kan vidtas mot personer ansvariga för överträdelser av föreskrifterna i direktivet.<sup>126</sup>

I 16 § MmL slås fast att det är Finansinspektionens uppgift att övervaka marknaden och se till att lagen efterlevs. I 17-20 §§ följer hur denna övervakning skall fortgå och vilka sanktioner FI har att tillgå vid lagöverträdelser.

---

<sup>122</sup> 9 § Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.

<sup>123</sup> Samuelsson et al, 2005 s. 302.

<sup>124</sup> 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. För vidare resonemang, se Samuelsson et al, 2005 s. 303.

<sup>125</sup> Artikel 8 Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 3 december 2002, om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk).

<sup>126</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 3 december 2002, om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk). Se även SOU 2004:69 s. 49.

*”16 § Finansinspektionen övervakar att denna lag följs.*

*I 6 kap. 1 a § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument finns bestämmelser om rätt för Finansinspektionen att få de uppgifter som inspektionen behöver för att fullgöra sin övervakning.”<sup>127</sup>*

Finansinspektionen har ansvaret för tillsynen över marknaden. Det överordnade syftet med Finansinspektionens verksamhet är att bidra till en mer stabil och effektiv finansiell marknad. När MmD infördes medförde det ett flertal nya uppgifter för FI. Bland dessa uppgifter kan nämnas kontroll för insiderförteckningen, för personer med tillgång till finansiella analyser och personer som utfärdar investeringsrekommendationer. Vidare finns ett stort internationellt kontaktnät mellan FI och motsvarande myndigheter i andra länder, vilket bidrar i hög grad till att informationsutbyten mellan länder fungerar väl, vilket i sin tur bidrar till en effektivare lagstiftning och en bättre fungerande marknad.<sup>128</sup> Denna del täcks in av 17 §:

*”17 § Finansinspektionen ska i sin tillsynsverksamhet samarbeta och utbyta information med utländska behöriga myndigheter och Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten i den utsträckning som följer av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk)”<sup>129</sup>*

Paragraf 17 a § och 17 b § reglerar i mer detaljerad utsträckning hur samarbetet med utländska myndigheter bör skötas.<sup>130</sup>

Det finns även en paragraf om kontroll av självreglering som FI har att följa:

*”18 § Finansinspektionen skall fortlöpande bedöma om den praxis som tillämpas vid handel på reglerade marknader i Sverige är godtagbar och offentliggöra sina beslut om godtagande av praxis.”<sup>131</sup>*

---

<sup>127</sup> 16 § Lag (2005:377) om straff för marknadsmisbruk vid handel med finansiella instrument.

<sup>128</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 3 december 2002, om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk). Se även Samuelsson et al, 2005 s. 331.

<sup>129</sup> 17 § Lag (2005:377) om straff för marknadsmisbruk vid handel med finansiella instrument.

<sup>130</sup> 17 a § och 17 b § Lag (2005:377) om straff för marknadsmisbruk vid handel med finansiella instrument. För vidare resonemang, se Samuelsson et al, 2005 s. 331.

<sup>131</sup> 18 § Lag (2005:377) om straff för marknadsmisbruk vid handel med finansiella instrument.

Av lagmotiven framgår att regeringen utgår ifrån att FI:s beslut anses vägledande för bedömning av otillbörlighet i frågor om marknadsmissbruk. Paragrafens utgångspunkt grundar sig på artikel 1.2 i MmD, där det står att transaktioner som är förenliga med godtagen marknadspraxis på en reglerad marknad inte skall anses utgöra otillbörlig marknadspåverkan, även om transaktionen i sig kan förväntas ge vilseledande signaler. En förutsättning för legitimiteten är att det går att visa på godtagbara skäl.<sup>132</sup>

Godtagbar marknadspraxis definieras i artikel 1.5 MmD:

*”Praxis som rimligen kan förväntas på en eller flera finansmarknader, och som godtagits av den behöriga myndigheten enligt de riktlinjer som kommissionen antagit i enlighet med förfarandet i artikel 17.2 i MmD.”<sup>133</sup>*

Dessa riktlinjer, för vad som kan utgöra godtagbar marknadspraxis tas upp i artikel 2 i det tredje genomförandedirektivet, se kapitel 5.7.<sup>134</sup>

19 § avser anmälningsregleringen:

*”19 § Finansinspektionen skall anmäla till åklagare när det finns anledning att anta att ett brott enligt denna lag har begåtts”<sup>135</sup>*

Denna paragraf hade en motsvarighet i ISL:s 14 §. Det är av största vikt att anmälningar alltid sker till Ekobrottsmyndigheten. Ärendehanteringens när brott misstänks kan delas in i tre faser:

1. Ett ärende initieras hos FI
2. FI gör anmälan till Ekobrottsmyndigheten
3. Ekobrottsmyndigheten fattar beslut om inledande av förundersökning<sup>136</sup>

Den sista paragrafen, 20 § behandlar avgifter:

---

<sup>132</sup> Artikel 1.2 Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 3 december 2002, om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk). Se även Samuelsson et al, 2005 s. 335.

<sup>133</sup> Artikel 1.5 Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 3 december 2002, om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk)

<sup>134</sup> Artikel 2 Kommissionens direktiv 2004/72/EG av den 29 april 2004 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller godtagen marknadspraxis, definition av insiderinformation rörande råvaruderivat, upprättande av förteckningar över personer som har tillgång till insiderinformation, anmälan av transaktioner som utförs av personer i ledande ställning och rapportering av misstänkta transaktioner. Se även Samuelsson et al, 2005 s. 335.

<sup>135</sup> 19 § Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.

<sup>136</sup> Prop. 2004/05:142 s. 99, 108-109 och 101. Se även Samuelsson et al, 2005 s. 337.

*”20 § För att bekosta Finansinspektionens övervakning enligt denna lag skall de institut som står under inspektionens tillsyn betala årliga avgifter. Regeringen får meddela föreskrifter om sådana avgifter.”<sup>137</sup>*

Även här finns en motsvarighet i gamla 13 § ISL som anger att FI:s tillsyn skall bekostas av årliga avgifter som betalas av de institut som står under bevakning.<sup>138</sup>

Frånsett från dessa föreskrifter har FI även möjlighet att utfärda så kallade *allmänna råd*, som skall verka som generella (icke-bindande) rekommendationer om författningars tillämpningar.<sup>139</sup>

## **6.5 Sammanfattning**

Reglering på marknadsmissbruksområdet skall utformas så att de motverkar både förekomsten, men också effekterna av, kursmanipulation. Därför är det viktigt att några kriterier är uppfyllda; att nyttan regleringen skapar överstiger kostnaderna, att den är sekundär efter självregleringen samt att konkurrensen på marknaden inte hämmas. Lyckas lagstiftaren åstadkomma en reglering av detta slag har de åstadkommit den viktigaste punkten: att upprätthålla och förstärka förtroendet på marknaden. Samhällsbelöningen för ett högt marknadsförtroende är bättre företagsklimat och högre tillväxt.

Den viktigaste officiella regleringen i Sverige för kursmanipulation baserad på artikel 5 i MmD är 8 § MmL, som till skillnad från föregångare ISL avlägsnat kravet på uppsåt vid bedömning av otillbörlig marknadspåverkan.

Den svenska självregleringen är idag vad som bland annat avses med godtagen marknadspraxis, och är mycket utbredd. Den största fördelen med en god självreglering är att det är marknadsens egna aktörer som utformar den, vilket också ökar chanserna att den efterlevs.

---

<sup>137</sup> 20 § Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.

<sup>138</sup> 20 § Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.

Se även Samuelsson et al, 2005 s. 345.

<sup>139</sup> Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument. Se även Sandeberg, Sevenius, 2008, s. 92.

Det finns även 9 § MmL, där en rad omständigheter undantas från att vara otillbörlig marknadspåverkan, till exempel är stabilisering av ett finansiellt instrument ett sådant undantag.

Det är Finansinspektionen som har övervakningsauktoritet gällande marknadspåverkan. De har en rad föreskrifter att följa vid denna övervakning, som presenteras i MmL. Vid misstanke om otillbörlig marknadspåverkan har skett föreskrivs att FI skall anmäla misstankarna till Ekobrottsmyndigheten.



# 7. Praxis

## 7.1 Inledning

I praxiskapitlet redogör jag för ett antal rättsfall. Bland annat Fermenta och Wiking-fallet som är prejudicerande, och några som faller inom ramen för mer ordinär kursmanipulation.

## 7.2 1990:102 (1990-03-01) Fermenta-fallet

### 7.2.1 Bakgrund

Fermenta-fallet handlar om aktiemarknadsbolaget Fermenta AB och dess majoritetsägare, Refaat El-Sayed (RES) som självfallet hade god insyn i bolaget. Bolaget hade även ett antal dotterbolag både internationellt och nationellt. Redan 1984 fanns tvivelaktigheter i bolagets redovisning, och dessa problem fördjupades fram till 1986.

Enligt börsens Fermenta-rapport styrdes kursens utveckling i hög grad av RES. 1984 fanns en redovisad vinst på 76 miljoner kronor, 1985 var samma siffra 249 miljoner kronor, och 1986 var den prognostiserade vinsten 700 miljoner kronor. I realiteten fanns en total förlust på närmre 300 miljoner kronor brutto. Att kursen steg 14 gånger under två-årsperioden 1984-1986 ansågs inte vara rimligt. Falska prognoser, missvisande bokslut och felaktig informationsgivning skapade således en artificiell kurs. Den centrala rättsfrågan i Fermenta-fallet är att prisbildningen sattes ur spel, genom att RES begränsade aktieutbudet genom omfattande återköps- och bulvanavtal samt avtal om överlåtelseförbud.<sup>140</sup>

### 7.2.2 Åtalet

Åklagare väckte talan mot RES och menade att han mellan 10 mars och 6 maj 1986 sålt drygt 414 000 aktier i Fermenta AB åt bolaget Micro-Chem Development Laboratory AB, som han då stod nära. Åklagaren argumenterade att RES, i syfte att väsentligt påverka Fermenta-aktien, genomfört aktieförsäljningen trots att han känt till icke-offentliggjord information. Åklagaren yrkade därför på

---

<sup>140</sup> Samuelsson et al, 2005 s. 64.

ansvar för grovt svindleri med bakgrund i påståendet att RES mellan 1984 och 1986 vid ett flertal tillfällen ingått skenavtal och utfärdat falska fakturor. Åklagaren påstod att dessa åtgärder hade lett till att vilseledande information blivit offentliggjord och därmed påverkat prisbildningsmekanismen.<sup>141</sup>

### **7.2.3 Tingsrätten**

Tingsrätten delade åklagarens uppfattning om brottets grad (grovt svindleri), och fann åtalet styrkt av de av åklagaren framlagda resonemangen.<sup>142</sup>

### **7.2.4 Hovrätten**

Fallet kom även upp i hovrätten, där det i åtalet tillades att Refaat El-Sayeds handelsbolag SARE och Micro-Chem hade köpt 176 000 aktier i Fermenta under samma period som RES påstods ha sålt identiska aktier genom ett närstående bolag. RES bestred anklagelserna. Den första motiveringen var att insiderinformation inte använts. Den andra var att försäljningarnas avsikt var att täcka ett behov av likvida medel, inte att otillbörligen påverka kursen.

Hovrätten bedömde att RES visst varit medveten om den missvisande informationen om Fermenta, och därför också känt till de rätta förhållandena. HR argumenterade vidare för att dessa vilseledande uppgifter av allt att döma skulle bidra till väsentlig kurspåverkan vid ett offentliggörande. RES ansågs ha insett detta. HR tog ingen hänsyn till vilket syfte RES hade haft med försäljningen, och åtalet ansågs därför styrkt och med hänsyn till omfattningen ansågs därför som grovt.

RES dömdes till sex års fängelse för grov oredlighet mot borgenärer genom mened.<sup>143</sup>

---

<sup>141</sup> Samuelsson et al, 2005 s. 65.

<sup>142</sup> Samuelsson et al, 2005 s. 65.

<sup>143</sup> Samuelsson et al, 2005 s. 65.

## **7.3 B 360-10 (2010-08-31) Sintercast-målet**

### **7.3.1 Bakgrund**

Stefan Claréus (SC) har mellan den 26 mars 2008 och den 2 april 2008 sålt 19 000 aktier i Sintercast och 65 000 aktier i Ticket Travel Group, båda från sin aktiedepå hos Avanza Bank till sin kapitalförsäkringsdepå hos samma bank. Transaktionernas sammanlagda värde uppgick till 3 470 000 kronor. Dessa transaktioner matchades så att köp- och säljordrarna lades in direkt efter varandra. På så sätt överförde Claréus aktieinnehavet mellan sin aktiedepå och sin kapitalförsäkringsdepå. SC uppgav att transaktionerna skett av skattemässiga skäl. Det låg framför domstolen att avgöra huruvida förfarandet klassades som otillbörlig marknadspåverkan på grund av egenhandel.<sup>144</sup>

### **7.3.2 Åtalet**

Hovrätten tog ställning till om SC:s förfarande hade som syfte att otillbörligen påverka marknadspriset eller på annat sätt vilseleda handeln. Han bestred ansvar.<sup>145</sup>

### **7.3.3 Hovrätten**

Efter förhör med en finansiell specialist om omständigheterna kring förfaranden deklarerade hovrätten att SC:s handlade inte ansågs överensstämma med godtagen marknadspraxis, och någon legitimt skäl för undantag fanns inte heller. Således fann hovrätten att aktiehandeln varit ägnad att manipulera kursen.<sup>146</sup>

Hovrätten ansåg däremot inte att SC insåg eller borde ha insett att hans agerande kunde påverka eller vilseleda marknaden, också det efter förhör med den finansiella specialisten. Då Claréus enligt uppgift handlat med aktier sedan mitten av 90-talet och därför haft möjlighet att ta del av reglerna kring egenhandel ansåg hovrätten att han varit oaktsam och dömdes därför för otillbörlig marknadspåverkan enligt 8 § 2 st MmL. Då Stefan Claréus ej uppsåtligen gjort sig skyldig till marknadspåverkan blev straffet endast böter.<sup>147</sup>

---

<sup>144</sup> HovR B 360-10 (2010-08-31)

<sup>145</sup> HovR B 360-10 (2010-08-31)

<sup>146</sup> HovR B 360-10 (2010-08-31)

<sup>147</sup> HovR B 360-10 (2010-08-31)

## **7.4 2012:85 (2012-09-14) E\*trade-målet**

### **7.4.1 Bakgrund**

C.A. hade en aktiedepå hos E\*trade och en kapitalförsäkring hos Avanza bank. Vid 57 tillfällen hade C.A. under perioden 12 juni-13 december 2009 köpt och sålt aktier på Nasdaq OMX i Stockholm mellan sina båda depåer, och vid ett tillfälle agerat både köpare och säljare för samma transaktion. Omsättningen på aktierna uppgick till ett värde av 11 397 909 kronor. C.A. genomförde handeln trots att han insett eller borde ha insett att transaktionen inneburit otillbörlig marknadspåverkan, och den utgjordes också av skentransaktioner utan kommersiellt syfte. Rättsfrågan i fallet är huruvida egenhandeln har utgjort otillbörlig marknadspåverkan.<sup>148</sup>

C.A. bestred ansvar. Han tillförde till gärningsbeskrivningen att det inte handlade om 57 tillfällen, utan 57 transaktioner. Han menade att dessa transaktioners syfte inte varit att otillbörligen påverka kurser eller på annat sätt vilseleda köpare eller säljare och att han inte insåg eller borde insett detta.<sup>149</sup>

### **7.4.2 Åtalet**

Åklagaren gjorde gällande att handlandet, egenhandeln, skett i syfte att otillbörligen påverka marknadspriset eftersom att omsättningen framställt som högre den aktuella handelsdagen än som annars varit fallet om C.A. inte lagt dessa matchande köp- och säljordrar. Åklagaren yrkade därför på att C.A. skulle dömas för otillbörlig marknadspåverkan enligt 8 § MmL.<sup>150</sup>

### **7.4.3 Tingsrätten**

Tingsrätten ogillade åtalet. Då handeln vid vart och ett av de första 26 tillfällena utgjort mindre än fem procent av den totala dagsvolymen är den för blygsam för att marknaden ska ha vilseletts.<sup>151</sup>

Gällande resterande tillfällen har handeln utgjort mer än fem procent av dagsvolymen och därför haft tillräcklig vikt för att kunna vilseleda marknaden. C.A. insåg eller borde insett detta och döms därför till bötesstraff.<sup>152</sup>

---

<sup>148</sup> HovR 2012:85 (2012-09-14)

<sup>149</sup> HovR 2012:85 (2012-09-14)

<sup>150</sup> HovR 2012:85 (2012-09-14)

<sup>151</sup> HovR 2012:85 (2012-09-14)

#### 7.4.4 Hovrätten

Åklagaren överklagade tingsrättens dom till hovrätten, vilket C.A. motsatte sig. Hovrätten gjorde bedömningen att beloppet av de sammantagna transaktionerna uppgått till så stora summor att förfarandets syfte varit att påverka marknadspriset. Förfarandet att C.A. lagt både köp- och säljordrar samtidigt på samma tillgång pekar på att han inte endast haft för avsikt att påverka priset utan även att sprida vilseledande signaler.<sup>153</sup>

Enligt hovrätten rådde det ingen tvekan om att C.A. kände till att hans förfarande stod i strid med godtagen marknadspraxis, då även egenhandeln var förbjuden enligt depåavtalen. Hovrätten menade att C.A. handlat uppsåtligen. Att C.A. tidigare dömts för otillbörlig marknadspåverkan var också av viss betydelse.

Hovrätten ändrade därmed tingsrättens dom och dömde C.A. för otillbörlig marknadspåverkan enligt 8 § MmL. Brottet betraktades inte som ringa.<sup>154</sup>

### 7.5 B 4918/11 (2013-11-21) Wiking-fallet

#### 7.5.1 Bakgrund

Detta rättsfall handlar om affärsmannen Rolf Bratt och företaget Wiking Mineral AB. Fallet har fått stor uppmärksamhet eftersom HD, genom sin dom, förändrat spelreglerna på aktiemarknaden.<sup>155</sup>

Företaget Wiking Mineral, i vilken affärsmannen Rolf Bratt är storägare, är listat på Aktietorget. Den 27 november 2008 köpte han aktier i bolaget vid 18 tillfällen under mindre än en timme, under ständigt stigande kurs. Totalt steg kursen med 210 procent, men någon information hade inte givits ut som skulle kunnat förklara denna påtagliga värdestegring. De sista affärerna tvångsmakulerades av Aktietorget.<sup>156</sup> Att kursen i detta fall hade blivit påverkad var utom tvivel, men rättsfrågan var huruvida RB handlat uppsåtligen eller ej.

---

<sup>152</sup> HovR 2012:85 (2012-09-14)

<sup>153</sup> HovR 2012:85 (2012-09-14)

<sup>154</sup> HovR 2012:85 (2012-09-14)

<sup>155</sup> *HD-dom: Manipulativ handel inte alltid brottslig.*

<sup>156</sup> ”*HD förstår inte aktiehandel*”.

### 7.5.2 Åtalet

Åklagaren påtalade att Rolf Bratts transaktioner stod för 51,6 procent av handeln i Wiking Mineral förevarande dag. Specifikt var det ett avslut tidigt förmiddagen som gjorde att aktien steg med 80 procent för att direkt efteråt sjunka med 49 procent.<sup>157</sup> Ekobrottsmyndigheten (EBM) argumenterade för att det stora antalet köp på så kort tid varit ett medvetet agerande i syfte att påverka aktiepriset.<sup>158</sup> EBM menade att Bratt genomförde transaktionen trots att han insåg, eller borde han insett, att transaktionerna var ämnade att påverka marknadspriset. EBM:s huvudargument för detta var en slutorder som skett kraftigt över rådande kurs.<sup>159</sup>

### 7.5.3 Tingsrätten

Tingsrätten ansåg inte att Rolf Bratt handlat uppsåtligen, och motiverar sin slutsats med det av HD formulerade beviskravet: ”för fällande dom ska det vara ”ställt utom rimlig tvivel” att den tilltalade gjort sig skyldig till det ifrågavarande brottet.” Tingsrätten ansåg att påföljden endast skulle bestämmas till böter.<sup>160</sup>

### 7.5.4 Hovrätten

Åklagaren yrkade att hovrätten skulle döma Bratt för otillbörlig marknadspåverkan i enlighet med EKB:s argumentation. Vidare yrkade åklagaren på att Bratt visst det hade handlat med uppsåt och skulle dömas därefter.<sup>161</sup>

Hovrätten bedömer att det framgår av utredningen att transaktionerna som genomfördes varit ägnade att påverka priset på Wiking Mineral-aktien. Vad hovrätten inte ansåg klart var huruvida Rolf Bratts agerande kunde anses som otillbörligt. Eftersom Rolf Bratt enligt hovrätten inte kunde visa på legitima skäl eller att han handlat enligt god marknadspraxis anses den samlade bedömningen vara att handlandet varit ägnat att manipulera kursen och utgör därmed också otillbörligt förfarande.<sup>162</sup>

---

<sup>157</sup> HD B 4918/11 (2013-11-21)

<sup>158</sup> *HD friar Rolf Bratt.*

<sup>159</sup> HD B 4918/11 (2013-11-21)

<sup>160</sup> HD B 4918/11 (2013-11-21)

<sup>161</sup> HD B 4918/11 (2013-11-21)

<sup>162</sup> HD B 4918/11 (2013-11-21)

Hovrätten ändrade tingsrätten dom eftersom de ansåg att uppsåt fanns. Brottet bedömdes inte som ringa utan hänfördes till brott av normalgraden.

### 7.5.5 Högsta Domstolen

Rolf Bratt yrkade i HD att de skulle ogilla åtalet.

HD ansåg inte att åklagaren visat att transaktionerna gjorts med avsikt att otillbörligen påverka marknadspriset. HD gick igenom gällande direktiv och lagstiftning och fann ett antal skäl för att skärpa kraven på åtalen.<sup>163</sup>

HD skriver att *”Begreppet otillbörlig påverkan kan tolkas på olika sätt. Bestämmelsens ordalydelse ger ingen närmare vägledning vid tillämpningen. Med hänsyn till vagheten i begreppet otillbörlig talar legalitetshänsyn för att begreppet i vart fall inte ska tolkas extensivt.”*<sup>164</sup>

HD argumenterade utifrån direktivets bestämmelse att en transaktion kan falla utan ett sanktionsbart område även om transaktionen ger eller kan förväntas ge vilseledande signaler till marknaden. Kravet är att förfarandet skett enligt godtagen marknadspraxis eller av legitima skäl.<sup>165</sup> HD menade att eftersom det fanns andra som handlat vid tidpunkten för slutordern till kraftigt höjd kurs utgjorde transaktionen inte ett led i en kedja av otillbörliga transaktioner. Sammanlagt fann HD att det inte stod klart att agerandet varit otillbörligt och friade därför Rolf Bratt från ansvar.<sup>166</sup>

Högsta Domstolen fick häftig kritik för denna dom. Chef för marknadsövervakningen på Aktietorget, Jonas Myrdal, menar att HD inte verkar förstå aktiehandel, och att de på ett flertal punkter drar felaktiga slutsatser. Han menar på att tolkningen är olycklig, och att den riskerar att öka utrymmet för otillbörligt agerande.<sup>167</sup>

---

<sup>163</sup> HD friar Rolf Bratt.

<sup>164</sup> HD B 4918/11 (2013-11-21)

<sup>165</sup> HD friar Rolf Bratt.

<sup>166</sup> HD B 4918/11 (2013-11-21)

<sup>167</sup> ”HD förstår inte aktiehandel”.

*”De förstår exempelvis inte att orderläget inte alltid är styrande för vad som är ett rimligt marknadspris. Det ligger i sakens natur att det bör tillåtas större avvikelser i en orderbok än när det gäller avslut.”*<sup>168</sup> – Jonas Myrdal

Myrdal menar att HD:s strikta tolkning gör att det öppnar för att bli tillåtet att manipulera priser på helt nya sätt.<sup>169</sup>

Mats Wilhelmsson, tidigare chef för bland annat Finansinspektionen, skriver att:

*”Högsta Domstolen kommer med ännu en dom som urholkar förtroendet för det svenska rättsväsendet”.*

Kritik kom från fler håll, bland annat från Aktiespararna och Nasdaq OMX. Finansinspektionen och EBM kallade efter domen till krismöte.<sup>170</sup>

## **7.6 B 3553-13 (2013-12-02) Avanza-fallet**

### **7.6.1 Bakgrund**

Mikael Nilsson (MN) hade en värdepappersdepå hos Avanza Pension AB och en kapitalförsäkringsdepå hos Avanza Bank. Den 19 december 2011 hade MN handlat med fyra olika aktier noterade på Nasdaq OMX genom att matcha köp- och säljorder mellan sina båda depåer. Omsättningen rörde sig om 5300 aktier till ett värde av 89 985 kronor. Transaktionerna utgjorde 14 procent, 23 procent, respektive 100 procent samt 100 procent av omsatt handelsvolym på handelsdagen och påverkade därmed kursen. Andra köpare och säljare drabbades av informationsasymmetri gällande prisbildningen. MN genomförde handeln trots att han insåg eller borde ha insett att dessa förfaranden otillbörligen skulle påverka marknadspriserna. Rättsfrågan är även här rörande egenhandel och spridande av vilseledande information genom kurspåverkan.<sup>171</sup>

MN förnekade brott. Enligt MN var det aldrig frågan om skenhandlingar. Syftet var endast att samla allt sitt aktieinnehav i en enda depå. Han har även bestritt att

---

<sup>168</sup> ”HD förstår inte aktiehandel”.

<sup>169</sup> ”HD förstår inte aktiehandel”.

<sup>170</sup> ”HD förstår inte aktiehandel”.

<sup>171</sup> HovR B 3553-13 (2013-12-02)



handeln påverkade betalkursen eller att det skulle skapat informationsasymmetri.<sup>172</sup>

### **7.6.2 Åtalet**

Åklagaren yrkade på att Mikael Nilsson i första hand skulle dömas för uppsåtligt brott till villkorlig dom och böter och i andra hand för oaktsamt brott till böter. Åklagaren menade att MN:s transaktioner lett till att andra köpare och säljare fått en missvisande prisbild, men att detta inte gick att föra i bevis då MN sålde till rådande kurser.<sup>173</sup>

### **7.6.3 Hovrätten**

Då Mikael Nilsson klarlade att han hade agerat på aktiemarknaden i över två år vid händelsen fann Hovrätten det inte rimligt att han inte insåg eller borde ha insett att handeln varit ämnad att otillbörligen påverka marknadspriset. Hovrätten fann därför att MN skulle fällas till ansvar för att genom oaktsamhet gjort sig skyldig till gärningen, som inte är att betrakta som ringa. Han dömdes således till otillbörlig marknadspåverkan enligt 8 § MmL. Påföljden blev dagsböter.<sup>174</sup>

## **7.7 B 2563-13 (2014-01-28) Fleberg-fallet**

### **7.7.1 Bakgrund**

Aktiemäklaren David Fleberg (DF) fick 2007 en anställning hos Swaretz & Partner Fondkommission. 2011 hade han en kund som ville sälja aktier 800 aktier i Impact Coatings AB. En av DF:s andra kunder var benägen att köpa dessa aktier, så han lade därför både köp- och säljorder till priset 13.10 kr/aktie, på samtliga dessa aktier. Priset lades mitt emellan priset på köp- och säljordrarna som fanns i orderboken. En vecka senare hade inte priset ändrats. Kunden som sålt aktierna kunde därför köpa tillbaka aktierna från kunden som köpt aktierna på spekulation. DF lade då köp- och säljordrar till priset 12.50 kr/aktie. Transaktionerna som följde ansågs vara marknadsmässigt motiverade. Rättsfrågan i Fleberg-fallet är egenhandel i egenskap av aktiemäklare, samt huruvida det fanns en egentlig risk för kurspåverkan.<sup>175</sup>

---

<sup>172</sup> HovR B 3553-13 (2013-12-02)

<sup>173</sup> HovR B 3553-13 (2013-12-02)

<sup>174</sup> HovR B 3553-13 (2013-12-02)

<sup>175</sup> HovR B 2563-13 (2014-01-28)

### **7.7.2 Åtalet**

Åklagaren förde i detta mål fram ett mycket intressant resonemang som byggde på lagens ordalydelse ”ägnat att påverka”. Åklagaren menade på att gärningen typiskt sett ska innebära en risk för en viss effekt. Åklagaren menade att huruvida marknaden faktiskt hade påverkats var irrelevant och behövdes inte ledas i bevis.

Vidare argumenterade han för att transaktionerna inneburit att DF i praktiken bestämt både köp- och säljpriset för aktierna, och eftersom det enligt reglerna är otillåtet att avsiktligen matcha eller ingå avslut som innebär att köpare eller säljare är samma fysiska eller juridiska personer, ansåg åklagaren att DF skulle dömas för otillbörlig marknadspåverkan enligt 8 § MmL.<sup>176</sup>

### **7.7.3 Tingsrätten**

Stockholms tingsrätten ansåg att i egenskap av aktiemäklare insåg eller borde DF ha insett att hans handlande var ägnat att otillbörligen påverka marknadspriset på aktierna i Impact Coatings AB. Trots detta genomfördes transaktionerna. Tingsrätten dömde DF till villkorlig dom i förening med böter.<sup>177</sup>

### **7.7.4 Hovrätten**

DF yrkade att hovrätten skulle ogilla åtalet eller mildra påföljden, vilket åklagaren motsatte sig. Hovrättens utredning är densamma som tingsrättens, och därför ändrades inte tingsrättens dom.<sup>178</sup>

## **7.8 Analys av praxis**

Fermenta-fallet har till skillnad från övriga fall också inslag av insiderrinformation, och har varit prejudicerande för den nuvarande lagstiftningen. Målet har i sin helhet bidragit till att en rad reformer genomförts. I börsens rapport framfördes för första gången ett förslag att införa åtgärder som förhindrar kursdrivning inom aktiehandel.

I de flesta fall är det fråga om egenhandel, och gemensamt är också att det sammanlagda värdet är relativt stort och upptar en stor andel av den dagliga handeln för respektive aktie. Domstolarna lägger vikt vid om kurserna har

---

<sup>176</sup> HovR B 2563-13 (2014-01-28)

<sup>177</sup> HovR B 2563-13 (2014-01-28)

<sup>178</sup> HovR B 2563-13 (2014-01-28)

påverkats, men även om vilseledande information har spridits. Huruvida gärningsmännen anses ha insett eller borde ha insett att deras förfaranden stått i strid med lagstiftningen är också centralt i bedömningen. Sintercast-målet är intressant eftersom SC blev dömd trots att inte uppsåtet fanns. Det är ett resultat av den nya regleringen.

Fleberg-fallet visar på att skiljelinjen mellan att bli dömd och friad kan vara mycket vag, eftersom det går att bli dömd endast för att utsätta kursen för risken att bli påverkad.

Wiking-fallet är av de rättsfall jag valt att studera det mest intressanta ur rättslig synpunkt, eftersom resonemanget som fördes var utifrån en lite annorlunda tolkning av lagtexten, nämligen att en akties kurs inte behöver bli påverkad för att det ska klassas som otillbörlig marknadspåverkan, det räcker med att risken har uppstått.

Det finns relativt få fällande domar på detta område, de enda prejudicerande fallen att tala om är Fermenta och Wiking-fallet. Anledningen till detta är att brotten är av mycket komplicerad art och att gärningsmännens kunskap typiskt sett långt överstiger åklagarens och rättens ledamöters kunskap. De få fällande domar som finns de senaste åren är snarlika i sin utformning.<sup>179</sup>

---

<sup>179</sup> Sandeberg, Sevenius, 2008, s. 295.

## 8. Avslutande diskussion

*Hur påverkar kursmanipulation marknaden och hur regleras marknaden för att förhindra denna påverkan?*

Kursmanipulation påverkar marknaden genom att förvränga prismetanismen då information som offentliggörs omvandlas till ett marknadsmässigt pris för finansiella instrument. För att prisbildningen ska ske på ett korrekt sätt förutsätter det dels en effektiv marknad där informationen inte förvrängs, och dels att den korrekta informationen når ut till marknadens aktörer.

Om kursmanipulation har skett och ett pris inte speglar tillgångens rätta värde innebär det en rad konsekvenser. Enskilda aktörer får högre kostnader genom ineffektiv kapitalallokering, och ineffektiv kapitalallokering gör att företag på börsen inte får de resurser de behöver för att fortsätta agera på marknaden. Genom företagen påverkas både personer som direkt har en relation till bolaget, som kunder, anställda och aktieägare, men även personer i bolagets perifera sfär.

Ineffektiv kapitalallokering leder till slut till så höga kostnader att marknadens funktion ifrågasätts, och förtroendet för marknaden försvinner, vilket medför lägre tillväxt. Den andra stora konsekvensen med kursmanipulation är att det krävs stora resurser för att reglera och beivra dessa brott. Även investerarkollektivet drabbas genom att placeringarnas risk ökar, vilket gör att placeringarna kräver högre avkastning som kompensation för den ökade risken.

För att komma till rätta med, och förebygga kursmanipulation finns först den svenska självregleringen. Den svenska självregleringen är idag extensiv. Den konstrueras och upprätthålls av marknadens egna aktörer vars incitament att förhindra missbruk är stora. Det talas om så kallad godtagen marknadspraxis som utgör normen för vad som räknas som otillbörlig marknadspåverkan. Ett förfarande som faller inom ramen för godtagen marknadspraxis har ingen grund för åtal.

När självregleringen inte räcker till gäller marknadsmissbrukslagen, och i fokus står 8 § MmL. Regleringen är utformad efter en rad kriterier som måste uppfyllas:

- Regleringens nytta måste överstiga dess kostnader
- Regleringen används för när självregleringen inte är tillräcklig, och
- Regleringen måste ta hänsyn till marknadskonkurrensen

Den svenska regleringen är starkt influerad av EU:s marknadsmissbruksdirektiv. Både EU-direktivet och den svenska lagen bygger på relativt stränga straff, vilket tyder på att lagstiftaren anser det vara ett grovt brott att försöka göra vinst genom ohederligt förfarande. Den moraliska aspekten är också närvarande i lagstiftningen, genom att marknadens gängse uppfattning är att kursmanipulation är förkastligt.

Enligt mig har både lagen och praxis visat att regleringen är svår att undkomma. Det är idag mycket lättare att bli dömd för otillbörlig marknadspåverkan än det var när gamla ISL var gällande rätt. Den nya lagen har tagit bort rekvisitet om uppsåt, vilket gör oaktsamhet relevant vid bedömning.

Att förmå andra att utföra kursmanipulation är också förbjudet.

I Fleberg-fallet visade det sig att det är tillräckligt att utsätta en aktiekursen för risken att manipuleras, så har ett brott begåtts. Sett ur en förebyggande-aspekt är detta en central och viktig punkt som jag tror kommer vara en självklar del i framtida marknadsmissbrukslagstiftning.

Idag klassas även manipulation av utbud eller efterfrågan som kursmanipulation, vilket jag anser vara en mycket viktig indirekt väg till att motverka förbrytelser.

Lagen innehåller även en anmälningsplikt för professionella på marknaden, samt en plikt om offentliggörande av information.

I 9 § MmL finns ett undantag från lagen gällande stabilisering av finansiellt instrument. Denna paragraf tror jag är essentiell när det kommer till att försöka motverka en kurspåverkan, genom att på ett artificiellt sätt kunna återställa en kurs som blivit förvrängd.

# Käll- och litteraturförteckning

## Offentligt tryck

Sverige

SOU 2004:69, *Betänkande av Marknadsmisbruksutredningen*

FFFS 1998:16, Finansinspektionens författningssamling – *Finansinspektionens föreskrifter om disciplinnämnd för börser*, 1998

SFS 2003:862, *Lag om finansiell rådgivning till konsumenter*

SFS 1991:980, *Lag om handel med finansiella instrument*

SFS 2005:377, *Lag om straff för marknadsmisbruk vid handel med finansiella instrument*

SFS 2007:528, *Lag om värdepappersmarknaden*

Regeringens proposition 2004/05:142, *Marknadsmisbruk*

Europeiska unionen

2003/6/EG, *Marknadsmisbruksdirektivet*

2273/2003, *Genomförandeförordningen*

2003/124/EG, *Första genomförandedirektivet*

2003/125/EG, *Andra genomförandedirektivet*

2004/72/EG, *Tredje genomförandedirektivet*

## Litteratur

af Sandeberg, Catarina, *Marknadsmisbruk- insiderbrott och kursmanipulation*, 2002

af Sandeberg, Catarina; Sevenius, Robert, *Börsrätt*, 2008

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

Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan J, *Investments and Portfolio Management*, 2011

Byström, Hans, *Finance, Markets, Instruments & Investments*, 2010

De Ridder, Adri; Råsbrant, Jonas, *Effektiv kapitalförvaltning*, 2009

Sandgren, Claes, *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare*, 2011, Norstedts Juridik

Swedsec, Finansiell licensiering, *Marknadsmissbruk (insiderbrott och otillbörlig marknadspåverkan m.m.)*, u.å.

NASDAQ OMX NORDIC MEMBER RULES, 2011

## Internetkällor

Agerman, Per, HD friar Rolf Bratt, [http://www.realtid.se/ArticlePages/201311/22/20131122141014\\_Realtid231/20131122141014\\_Realtid231.dbp.asp](http://www.realtid.se/ArticlePages/201311/22/20131122141014_Realtid231/20131122141014_Realtid231.dbp.asp) Hämtad: 2014-05-22

Privata affärer, HD-dom: Manipulativ handel inte alltid brottslig, <http://www.privataaffarer.se/borsguiden/bors-manipulativ-handel-inte-alltid-brottslig-enligt-hd-di-582663> Hämtad: 2014-05-22

Isacson, Torbjörn, "HD förstår inte aktiehandel", <http://n360.se/2013/12/04/hd-forstar-inte-aktiehandel/> Hämtad: 2014-05-22

Juridik.Karnovgroup.se, Lagkommentarer, [http://juridik.karnovgroup.se.ludwig.lub.lu.se/document/531630/elem/SFS2005-0377\\_K0\\_P8?frt=marknadsmissbruk&rank=2&versid=146-1-2005](http://juridik.karnovgroup.se.ludwig.lub.lu.se/document/531630/elem/SFS2005-0377_K0_P8?frt=marknadsmissbruk&rank=2&versid=146-1-2005) Hämtad: 2014-04-14

Juridik.Karnovgroup.se, Wiking-fallet, <http://juridik.karnovgroup.se.ludwig.lub.lu.se/document/1393500/1?versid=282-1-2006> Hämtad: 2014-04-27

*Kauppi, Pii-Noora, Reglering – på gott och ont,*  
[http://www.swedishbankers.se/web/bf.nsf/\\$all/DF1F010AD1D8EA5DC125770D0054A0D3](http://www.swedishbankers.se/web/bf.nsf/$all/DF1F010AD1D8EA5DC125770D0054A0D3) Hämtad: 2014-04-29

*Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, Självregering på den svenska värdepappersmarknaden,*  
[http://www.godsedpavpmarknaden.se/Userfiles/BROSCHYR\\_svensk\\_Sjalvregleringen\\_i\\_Sverige\\_Turkosbla\\_201312.pdf](http://www.godsedpavpmarknaden.se/Userfiles/BROSCHYR_svensk_Sjalvregleringen_i_Sverige_Turkosbla_201312.pdf) Hämtad: 2014-05-04



# Rättsfallsförteckning

## Sverige

Högsta Domstolen

Högsta Domstolen B 4918/11 (2013-11-21) Wiking-fallet

Rättsfall från hovrätterna (Svea Hovrätt)

HovR 1990:102 (1990-03-01) Fermenta-fallet

HovR B 360-10 (2010-08-31) Sintercast-målet

HovR 2012:85 (2012-09-14) E\*trade-målet

HovR B 3553-13 (2013-12-02) Avanza-fallet

HovR B 2563-13 (2014-01-28) Fleberg-fallet