



JURIDISKA FAKULTETEN  
vid Lunds universitet

Arvid Runéus

## ”Nu ska skroten ner!”

- konsten att tjäna pengar på  
en självpåkallad börsnedgång

LAGM01 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet  
30 högskolepoäng

Handledare: Per Samuelsson

Termin för examen: Period 1 HT2015

# Innehåll

<b>SUMMARY</b> .....	<b>1</b>
<b>SAMMANFATTNING</b> .....	<b>2</b>
<b>FÖRKORTNINGAR &amp; DEFINITIONER</b> .....	<b>3</b>

## Del I - Inledande kapitel

<b>1 INLEDNING</b> .....	<b>7</b>
1.1 BAKGRUND .....	7
1.2 SYFTE, FRÅGESTÄLLNINGAR OCH AVGRÄNSNING .....	8
1.3 TILLVÄGAGÅNGSSÄTT .....	10
1.4 MATERIAL.....	12
1.5 FORSKNINGSLÄGET .....	13
1.6 DISPOSITION .....	14
1.7 INLEDANDE ANMÄRKNING .....	15

## Del II - Utgångspunkter

<b>2 RÄTTSLIGA UTGÅNGSPUNKTER</b> .....	<b>17</b>
2.1 INLEDNING .....	17
2.2 MARKNADSMISSBRUK .....	17
2.2.1 <i>Inledning</i> .....	17
2.2.2 <i>Efficient Capital Markets Hypothesis och Citronteorin</i> .....	17
2.2.3 <i>EU-rätten</i> .....	19
2.3 KORTA POSITIONER.....	19
2.4 RÄTTEN TILL (RÄTTVIS) RÄTTEGÅNG.....	19
2.5 PATENTRÄTT .....	20
<b>3 EXEMPELSITUATION</b> .....	<b>21</b>

## Del III - Marknadsmisbruk

<b>4 EU-RÄTTSLIG BAKGRUND</b> .....	<b>23</b>
4.1 INLEDNING OCH BAKGRUND .....	23
4.2 MMD I.....	23
4.3 MMF OCH MMD II .....	25
<b>5 DEFINITIONER AV CENTRALA REKVISIT I MML</b> .....	<b>26</b>
5.1 INLEDNING .....	26
5.2 FINANSIELLA INSTRUMENT OCH HANDEL PÅ VÄRDEPAPPERSMARKNADEN .....	26
5.3 INSIDERINFORMATION.....	27
5.3.1 <i>Inledning</i> .....	27
5.3.2 <i>Offentliggjord och allmänt känd</i> .....	27
5.3.3 <i>Ägnad att väsentligt påverka priset</i> .....	28
5.3.4 <i>Specifik natur</i> .....	29
<b>6 INSIDERBROTTE</b> .....	<b>30</b>
6.1 INLEDNING .....	30
6.1.1 <i>Bakgrund</i> .....	30

6.1.2	Personkrets.....	31
6.1.3	Uppsåt.....	32
6.2	HANDELSFÖRBUDET.....	32
6.2.1	Den som får insidereinformation.....	32
6.2.2	Handel för egen eller annans räkning.....	32
6.2.3	Förvärvar eller avyttrar.....	33
6.2.4	Sådana instrument som informationen rör.....	33
6.3	RÅDGIVNINGSFÖRBUDET.....	33
6.3.1	Den som får insidereinformation.....	33
6.3.2	Föranleda handel genom rådgivning eller på annat sådant sätt.....	34
6.3.3	Föranleder.....	34
6.3.4	Sådana instrument som informationen rör.....	35
<b>7</b>	<b>OTILLBÖRLIG MARKNADSPÅVERKAN.....</b>	<b>36</b>
7.1	INLEDNING.....	36
7.2	REKVISITEN.....	38
7.2.1	Handel på värdepappersmarknaden och andra förfaranden.....	38
7.2.2	Uppsåt och oaktsamhet.....	38
7.2.3	Ägnat att.....	38
7.2.4	Otillbörligt.....	39
7.2.5	Direkt / Indirekt marknadspåverkan.....	40
<b>8</b>	<b>RÄTTSFALLSREDOGÖRELSE.....</b>	<b>41</b>
8.1	INLEDNING.....	41
8.2	BEGREPPET INSIDERINFORMATION.....	42
8.2.1	Offentliggjord och allmänt känd.....	42
8.2.2	Ägnad att väsentligt påverka priset.....	42
8.2.3	Specifik natur.....	45
8.3	INSIDERBROTTE.....	46
8.3.1	Uppsåt.....	46
8.3.2	Den som får insidereinformation.....	47
8.3.3	Handel för egen eller annans räkning.....	48
8.4	OTILLBÖRLIG MARKNADSPÅVERKAN.....	48
8.4.1	Uppsåt och oaktsamhet.....	48
8.4.2	Ägnat att.....	49
8.4.3	Otillbörligt.....	49
8.4.3.1	Vedertagen branschpraxis.....	49
8.4.3.2	Skentransaktioner.....	50
8.4.3.3	Legitimt syfte.....	51
8.4.3.4	Serie av åtgärder.....	52
8.4.4	Direkt / Indirekt marknadspåverkan.....	53

#### Del IV - Övriga rättsliga förutsättningar

<b>9</b>	<b>KORTA POSITIONER.....</b>	<b>55</b>
9.1	INLEDNING.....	55
9.2	BLANKNING.....	56
9.3	BLANKNINGSFÖRORDNINGEN.....	57
<b>10</b>	<b>ÖVRIGA FÖRUTSÄTTNINGAR.....</b>	<b>60</b>
10.1	INLEDNING.....	60
10.2	RÄTTEN TILL (RÄTTVIS) RÄTTEGÅNG.....	60
10.3	PATENT OCH OGILTIGHET.....	61

## Del V - Analys och slutsatser

<b>11</b>	<b>ÄR FÖRFARANDET TILLÅTET?</b>	<b>64</b>
11.1	INLEDNING	64
11.2	BLANKNINGSFÖRORDNINGEN	64
11.3	INSIDERHANDEL	65
11.4	OTILLBÖRLIG MARKNADSPÅVERKAN	67
11.4.1	<i>Inledning</i>	67
11.4.2	<i>Tagandet av korta positioner</i>	67
11.4.3	<i>Ogiltighetstalan av patent</i>	68
11.4.4	<i>Hela förfarandet</i>	68
11.4.4.1	Inledning	68
11.4.4.2	Ägnat att	69
11.4.4.3	Otillbörligt	70
11.5	SAMMANFATTNING	72
<b>12</b>	<b>ÄR GRÄNSERNA LÄMPLIGA?</b>	<b>74</b>
12.1	INLEDNING	74
12.2	INSIDERHANDEL	74
12.3	OTILLBÖRLIG MARKNADSPÅVERKAN	75
12.4	SAMMANFATTNING	76
	<b>BILAGA A: OM KORTA POSITIONER</b>	<b>78</b>
	<b>BILAGA B: RÄKNEEXEMPEL</b>	<b>81</b>
	<b>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</b>	<b>87</b>
	<b>RÄTTSFALLSFÖRTECKNING</b>	<b>94</b>

# Summary

A well-functioning capital market is a vital part of any economy and its growth. However, the threats to a well-functioning market are several and the legislator has step by step intervened to prevent harmful behavior. Two of these interventions are the ban on insider trading and the ban market manipulation, aimed to prevent the creation and exploitation of informational asymmetries in the trading of financial instruments. Due to the drastic difference in the pace of development of the legislative process and the capital markets, the bans were drafted to encompass both existing undesirable behavior and possible future undesirable behavior. However, an effect of this way of drafting is that it is difficult to identify what exactly constitutes a prohibited behavior.

A law that is difficult to interpret invites the question whether it is in any way inadequate or overreaching. Therefore, the purpose and aim of this thesis is to examine the market abuse regulation's potential deficiencies. To provide a context, the thesis uses an example situation in which a person, A, tries to induce a decline in a financial instrument by challenging the central patents of a listed company. To realize the profits of the decline, A shorts the company's instruments.

The first part of the analysis examines whether the example situation is in breach of the bans on market abuse and the conclusion is that it is not. The information cannot be classified as insider information since it is made public prior to the trading in the instruments. Nor is the behavior likely to be in breach of the ban on market manipulation. Firstly, it can be questioned whether the behavior is likely to *mislead* the market. Second, it can also be questioned whether a patent challenge satisfies the condition relating to unfairness, since the patent challenge is an exercise of a statutory right – the right to trial – and since it might be possible to commercially justify the patent challenge.

The second part of the analysis examines whether the conclusion above is reasonable in light of the purposes and theories forming the basis of the market abuse regulation. The conclusion is that it is reasonable to allow the behavior since there is no creation or exploitation of any informational asymmetries, or in any other way harm the market efficiency.

# Sammanfattning

En välfungerande marknad för finansiella instrument spelar en central roll för positiv tillväxt i ett samhälle. Hoten mot en välfungerande marknad är dock flera och lagstiftaren har i omgångar intervenerat för att förebygga för marknaden skadliga beteenden. Två av dessa interventioner är förbuden mot marknadsmissbruk, vilka riktar sig mot skapandet och utnyttjandet av informationsasymmetrier. På grund av skillnaden i utvecklingstakt mellan lagstiftningsprocessen och finansmarknaderna formulerades förbuden så att de skulle omfatta redan existerande icke önskvärda handelsmönster samt framtida icke önskvärda handelsmönster. Följden blev att det är svårt att *ex ante* dra gränsen mellan tillåtet och förbjudet beteende.

En svårtolkad lag inbjuder till frågan om den på något sätt är otillräcklig eller om den möjligen sträcker sig för långt. Utifrån två frågeställningar undersöker den här uppsatsen marknadsmissbruksregleringens eventuella tillkortakommanden. Uppsatsens kontext utgörs av en exempelsituation i vilken en person, A, försöker framkalla en kursnedgång i ett börsnoterat företag genom att inleda en ogiltighetstalan mot företagets centrala patent. A realiserar därefter vinsten från den självpåkallade kursnedgången genom korta positioner i företaget.

Frågeställningens första led utreder huruvida det här förfarandet är tillåtet mot bakgrund av förbuden mot marknadsmissbruk. Slutsatsen är att förfarandet inte strider mot förbudet mot insiderhandel då informationen – att en ogiltighetstalan inletts – är offentliggjord vid tidpunkten för handel i instrumenten. Inte heller torde exempelsituationen strida mot förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan. För det första kan det ifrågasättas huruvida en ogiltighetstalan är ägnad att *vilseleda* marknaden. För det andra kan det ifrågasättas huruvida en ogiltighetstalan uppfyller otillbörlighetsrekvisitet då det rör sig om ett utövande av en i lag stadgad rättighet – rätten till rättegång – samt att det kan vara möjligt att kommersiellt motivera en ogiltighetstalan.

Frågeställningens andra led utreder lämpligheten i slutsatsen ovan mot bakgrund av de syften och teorier på vilka marknadsmissbruksregleringen vilar. Slutsatsen är att det är lämpligt att tillåta beteendet, eftersom det inte skapar eller utnyttjar några informationsasymmetrier eller på något annat sätt skadar marknadens effektivitet.

# Förkortningar & definitioner

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
ARL	Lag (1971:827) om registrering av aktieinnehav
Blankningsförordningen	Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 236/2012 av den 14 mars 2012 om blankning och vissa aspekter av kreditwappar
BrB	Brottsbalk (1962:700)
CFD	Contract for Difference
EMH	Efficient Capital Markets Hypothesis
EKMR	Europeiska konventionen om skydd för de mänskliga rättigheterna och de grundläggande friheterna
FI	Finansinspektionen
Första genomförandedirektivet	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
IL	Insiderlagen (1990:1342)
ISL	Insiderstrafflag (2000:1086)
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
Marknadsmisbruk	Insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan
MifiD	Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för

	finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG
MmD I	Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan
MmD II	Europaparlamentets och rådets direktiv nr 2014/57/EU av den 16 april 2014 om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk
MmF	Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG
MmL	Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument
MTF-plattform	Multilateral handelsplattform
OTC	Over the Counter
OTF-plattform	Organiserad handelsplattform
PL	Patentlag (1967:837)
PRV	Patent- och registreringsverket
RB	Rättegångsbalk (1942:740)
RF	Regeringsform (2011:109)
VML	Lag (1985:571) om värdepappersmarknaden



VpmL

Lag (2007:528) om  
värdepappersmarknaden

## DEL I – Inledande kapitel

# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund

Det är torsdagen den 15 oktober 2015 och börsen öppnar för dagens handel. Plötsligt rasar Telia Sonera-aktien. Det visar sig att den amerikanska hedgefonden Muddy Waters i ett öppet brev adresserat till TeliaSoneras styrelse riktat skarp kritik mot deras hantering av mutskandalerna i Eurasien. Hedgefonden bedömer att ledningens agerande har betydande konsekvenser för bolagets aktie och deras värdering uppgår till strax under 30 kronor, trots att den handlas för drygt 40 kronor. Det visar sig dock att Muddy Waters även tagit en stor blankningsposition i aktien och att de på grund av raset gör en stor ekonomisk förtjänst.<sup>1</sup> Muddy Waters/TeliaSonera-affären visar på ett möjligt sätt att orsaka en kursnedgång och samtidigt realisera vinsten därav genom korta positioner. I den här uppsatsen visas på ett annat.

Marknader för finansiella instrument fyller ett par för samhället viktiga funktioner. Dels fungerar de som en kapitalallokeringsmekanism där behov av kapital sammanförs med investerare, dels fungerar de som en riskallokeringsmekanism där marknadsaktörer kan fördela sina risker. För att på bästa sätt fylla dessa funktioner krävs att marknaden är effektiv och likvid, dvs. att information har en exklusivt prispåverkande roll och att priserna på marknaden snabbt justeras till ny information. På grund utav dessa grundkaraktistika för en marknad är det även möjligt att vända sig till en sådan för spekulation. Spekulation sker då genom att försöka förutspå stigande eller fallande priser på instrumenten som handlas på marknaden.<sup>2</sup>

I en strävan att försöka göra ”klipp” på marknaden har aktörer utvecklat flera olika handelsmönster för att möjliggöra förtjänster. Inte sällan innebär dessa handelsmönster att skapa eller utnyttja informationsasymmetrier, just på grund av informationens avgörande betydelse för priserna på marknaden. Problemet med sådana handelsmönster är att de anses skadliga ur ett marknadsperspektiv då de skadar förtroendet för marknaden och i förlängningen marknadseffektiviteten. Därför har det antagits förbud inriktade på att stävja olika för marknaden skadliga beteenden. Två av dessa förbud är förbudet mot insiderhandel och förbudet mot otillbörlig

---

<sup>1</sup> Privata affärer, *Rasar efter attack från hedgefond, men Telia ”känner inte igen sig”*, <http://www.privataaffarer.se/borsguiden/telia-sonera-muddy-waters-tror-mutor-uppgar-till-17-mdr-kr-807465> (Hämtad 2015-12-01).

<sup>2</sup> Prop. 2004/05:142, s. 40.

marknadspåverkan. Den marknadsstrukturella risken som skapas av en otillbörlig intervention reduceras således av en rättslig intervention.<sup>3</sup>

Dessa förbud är dock inte helt oproblematiska. Marknader för finansiella instrument är i konstant förändring och nya handelsmönster för att ”slå marknaden” utvecklas konstant. Här ligger också svårigheterna i att förbjuda för marknaden skadliga beteenden. Förbjuds A uppträda B. För att försöka komma åt det verkliga problemet – istället för att behöva laga efter läge – antogs en reglering som innebar att straffrättslig lagstiftning användes mot rörliga mål. Förbudet formulerades för att vara effektivt, dvs. det skulle vara möjligt att ingripa mot olika typer av beteenden som ansågs förkastliga utan att det i förväg gick att peka ut i exakt vilka beteenden denna förkastlighet stod att finna. Resultatet blev att legalismen i viss mån offerades på effektivitetens altare, varför det finns vissa svårigheter i att *ex ante* dra gränsen mellan det tillåtna och det otillåtna.<sup>4</sup> I den här uppsatsen gör jag dock ett försök. Jag ska med ett konkret exempel på ett agerande utreda huruvida lagstiftaren lyckades med vad den föresatte sig; att förhindra för marknaden skadliga beteenden oavsett vad det skadliga består i.

## 1.2 Syfte, frågeställningar och avgränsning

Uppsatsen utgår ifrån en exempelsituation som innefattar identifiering av ett patentberoende företag, en inledd ogiltighetstalan mot patenten och ett efterföljande tagande av korta positioner i det berörda företaget. Denna situation kontextualiseras sedan av marknadsmissbruksregleringen följt av en slutsats om dess tillåtlighet/otillåtlighet. Den slutsatsen kommer sedan ställas mot de uttalade syftena bakom marknadsmissbruksregleringen. Detta innebär att det är möjligt att dra vissa slutsatser om huruvida MmL är tillräcklig och huruvida den lyckas främja de intressen den är tänkt att främja. Syftet med uppsatsen kan således sammanfattas som följer: Den ska utreda huruvida MmL är otillräcklig och visa på en konkret situation i vilken MmL eventuellt brister i förhållande till dess syften. Utifrån vad som sagts ovan utkristalliseras två frågeställningar från vilka uppsatsen utgår:

- A. Är förfarandet som beskrivs under kapitel 3 nedan tillåtet?
- B. Om svaret på frågeställningen ovan är ja, är det *lämpligt* att tillåta förfarandet? Lämpligheten bestäms utifrån de teorier och syften som ligger till grund för förbuden.

---

<sup>3</sup> Knuts (2010), s. 52f.

<sup>4</sup> Knuts (2010), s. 4f.

För att kunna besvara frågeställningarna och uppnå syftet med uppsatsen är det nödvändigt att bearbeta och presentera en stor mängd material. Detta material har således inget eget existensberättigande i den här uppsatsen, utan tjänar endast som underlag för att kunna besvara frågeställningen. Därför belyses endast nödvändiga delar av regelverket. Ibland är det dock oundvikligt att något vidga redogörelsen då sammanhanget behövs för att förstå de för uppsatsen relevanta delarna, varför även detta underlag redogörs för.

Material som lämnas utanför framställningen innefattar exempelvis det s.k. röjandeförbudet, liksom vissa delar av förbuden mot insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan eftersom dessa inte tillför något av substans i förhållande till syfte och frågeställning. Marknadsmisbruksregleringen ligger även nära gränsen för vissa i BrB reglerade brott, såsom svindleri och bedrägeri, men dessa lämnas utanför framställningen då ett inkluderande av dem ändå inte skulle leda till andra slutsatser än de som presenteras nedan i kapitel 11-12.

Den svenska marknadsmisbruksregleringen bygger på EU-rätt, varför det är omöjligt att inte beröra de relevanta EU-rättsliga delarna vid en framställning av de svenska förbuden. Fokus ligger dock på svensk rätt och EU-rätten behandlas därför endast kort och då främst frågan om vad EU ålagt medlemsstaterna i deras reglering av värdepappersmarknaderna. Dessutom, EU antog nyligen ett uppdaterat regelverk kring marknadsmisbruk. Detta nya regelverk har dock ännu inte genomförts i svensk rätt och medför inte några materiella skillnader i förhållande till innehållet i den här uppsatsen. Tonvikten ligger därför vid den äldre EU-rättsliga regleringen, då det är denna som ligger till grund för den nuvarande svenska regleringen.

En redogörelse av RB:s regler om ansvar för rättegångskostnader lämnas av utrymmesskäl utanför framställningen. Här kan dock noteras att risken att behöva stå för eventuellt höga rättegångskostnader inverkar menligt på bedömningen av huruvida ett sådant beteende som undersöks i denna uppsats är praktiskt genomförbar.<sup>5</sup>

Slutligen, det kommer på vissa sätt att vara en mycket konkret uppsats och därför inte ge så mycket vägledning i situationer den inte berör. Anledningen? Genom det konkreta exempel som lyfts fram vill jag lägga

---

<sup>5</sup> För exempel på hur ett dylikt beteende skulle kunna falla ut rent ekonomiskt hänvisas till Bilaga B. Att anmärka är dock att (bland annat) eventuella rättegångskostnader inte tas med i räkneexemplen.

ytterligare ett argument i vågskålen för/emot marknadsmissbrukslagens otillräcklighet.

### 1.3 Tillvägagångssätt

Att lag bör tolkas är enkelt att förstå, då regler endast är abstrakta uttryck som måste appliceras på konkreta situationer.<sup>6</sup> Det svåra är dock att bestämma *hur* lag ska tolkas.<sup>7</sup> Därför, för att kunna besvara frågeställningarna och förverkliga syftet med uppsatsen krävs ett bestämt tillvägagångssätt, en metod.

Det första ledet av frågeställningen, att avgöra tillåtligheten av ett visst beteende, kräver att en auktoritativ utsaga om gällande rätt kan levereras.<sup>8</sup> Utsagan behöver i sin tur vara baserad på en systematisk och sammanhängande framställning och tolkning av gällande rätt, varför den rättsdogmatiska metoden är lämplig att tillämpa.<sup>9</sup> Den rättsdogmatiska metoden har stora likheter med den som används av en domare och innefattar studier av samma källor – dvs. de allmänt accepterade rättskällorna författningar, förarbeten, praxis och doktrin – vilket lämpar sig väl för sökandet efter svaret på frågan: Är detta beteende tillåtet?<sup>10</sup> Det råder dock inte konsensus kring vad rättsdogmatiska metoden exakt innebär.<sup>11</sup> Dessutom kan innebörden skifta beroende på området som studeras.<sup>12</sup> Då förbuden mot marknadsmissbruk är straffrättsliga, lämpar sig en straffrättslig rättsdogmatisk metod väl.<sup>13</sup> En straffrättslig rättsdogmatik genomsyras av den straffrättsliga grundbulten legalitetsprincipen.<sup>14</sup> Legalitetsprincipen innebär att den straffrättsliga rättsdogmatiken blir defensiv – *in dubio pro reo*.<sup>15</sup> En defensiv lagtolkningsmetod är dessutom särskilt påkallat vid en undersökning av förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan, eftersom dess generalklausulliknande konstruktion annars kan medföra en mycket extensiv tolkning av förbudet.<sup>16</sup>

---

<sup>6</sup> Jareborg (2001), s. 106.

<sup>7</sup> Knuts (2010), s. 65.

<sup>8</sup> Olsen (2004), s. 112.

<sup>9</sup> Olsen (2004), s. 112.

<sup>10</sup> Korling & Zamboni (2013), s. 21. Peczenik (1995), s. 34f.

<sup>11</sup> Se t.ex. Sandgren (2015), s. 45 och Hellner (2001), s. 23f.

<sup>12</sup> Knuts (2010), s. 66; Sandgren (2005), s. 45.

<sup>13</sup> Jareborg (2001), s. 106f.

<sup>14</sup> Knuts (2010), s. 69.

<sup>15</sup> Knuts (2010), s. 66.

<sup>16</sup> Förbudet mot marknadsmissbruk formulerades för att vara effektivt (förkastliga beteenden förbjöds utan att det definierades i exakt vilka beteenden den förbjudna förkastligheten stod att finna), vilket fick till följd att förbudets innebörd blev något otydlig. En otydlig straffrättslig reglering som tolkas offensivt kan få otrevliga följder.

Frågeställningens andra led, att avgöra lämpligheten av slutsatsen i frågeställningens första led mot bakgrund av vad lagstiftaren föresatt sig, leder eventuellt till att framställningen i förlängningen innehåller kritik av rättssystemet. Frågan huruvida kritik av rättssystemet har en plats inom den rättsdogmatiska metoden, som är inriktad på att framställa och tolka gällande rätt utifrån rättskällorna, har diskuterats i litteraturen, med den nu rådande slutsatsen att rättsdogmatiken inrymmer kritik av rättssystemet.<sup>17</sup> En slutsats som innefattar kritik av rättssystemet kan dock enligt min mening inte enbart resultera i resonemang *de lege lata*, utan behöver av nödvändighet landa i resonemang *de lege ferenda*. Resonemang *de lege ferenda* torde dock falla utanför den principiella ramen för den rättsdogmatiska metoden.<sup>18</sup> Jag kan emellertid inte stödja den ståndpunkten, då ett sådant synsätt innebär att rättsdogmatikerns uppgift reduceras till en ”rättsvetenskaplig tross” – att enbart spegla vad de auktoritativa källorna innefattar, varför jag valt att inkludera resonemang *de lege ferenda* i min framställning.<sup>19</sup> Jag är emellertid, likt Sandgren, av uppfattningen att resonemang *de lege lata* och *de lege ferenda* klart ska hållas isär.<sup>20</sup> För att än mer förtydliga min metod väljer jag dock att kalla den andra delen av min analys för resultatet av ett rättsdogmatiskt tillvägagångssätt med ett kritiskt perspektiv.

I uppsatsen används en del källor från andra vetenskaper än juridik, vilka inte faller inom ramen för rättsdogmatiken eftersom de inte är rättskällor.<sup>21</sup> Materialet innefattar exempelvis ekonomiska teorier. Anledningen är att tillföra en kontext till förbuden mot marknadsmissbruk. För att underlätta tolkningen av förbuden är det nämligen hjälpsamt att veta *varför* förbuden finns. Vad vill lagstiftaren åstadkomma med dem? Svaret på den frågan bör sökas bland ekonomiska teorier snarare än juridiska. Därför anläggs ett ekonomiskt perspektiv på delar av uppsatsen, nämligen de som behandlar bakgrunden till förbuden och dess eventuella tillkortakommanden. Dessutom, även det för kontextens skull, anläggs under delar av uppsatsen

---

<sup>17</sup> Se t.ex. Olsen (2004), s. 119ff, Korling & Zamboni (2013), s. 35 och Hellner (2001), s. 24.

<sup>18</sup> Sandgren (2005), s. 652f; Olsen (2004), s. 117. Se även Rodhe (1996), s. 1f., där han argumenterar för att rättsvetenskapen ska begränsa sig till beskrivning och prognoser, men avhålla sig från rekommendationer (dvs. resonemang *de lege ferenda*).

<sup>19</sup> Se även Kleineman (1994), s. 622f., där även han ger stöd för den ståndpunkten. Emellertid vill jag här framhålla att det inte är mina egna värderingar som kommer till uttryck, utan det är de värderingar lagstiftaren själv strävade efter att inkorporera i lagen. Alltså, är lagen formulerad så att den förverkligar sina egna syften i förhållande till situationen som behandlas i uppsatsen? Om svaret är nej blir följden att den torde revideras.

<sup>20</sup> Sandgren (2006), s. 534f.

<sup>21</sup> Olsen (2004), s. 119. För den här uppsatsens vidkommande behandlas EU-rättsliga källor inom ramen för den rättsdogmatiska metoden, dvs. de behandlas inom ramen för rättskällevärdet. Se Sandberg (2015), s. 43.

ett rättsutvecklingsperspektiv. Kunskap om hur förbuden tillkommit och utvecklats ger en utökad förståelse för dess existensberättigande.

## 1.4 Material

Framställningen av svensk rätt utgår från rättskällorna: lagtext, förarbeten och doktrin. Doktrin används för att bistå i tolkningen och bearbetningen av detta material och för att kunna erbjuda en grundligare förståelse för materialet. För att visa på hur regelverket tillämpas och tolkas av domstol innefattar uppsatsen även en framställning av praxis. Då HD lyser med relativt stor frånvaro inom marknadsmissbruksområdet är det nödvändigt att inkludera en stor del underrättsdomar i detta material. Den underrättspraxis som presenteras har valts ut på basis av relevans för uppsatsen.

Något motsägelsefullt i förhållande till avsnitt 1.2 ovan inkluderar uppsatsen även en stor del EU-material. Detta av tre anledningar. Till att börja med är den EU-rättsliga regleringen avseende finansiella marknader uppdelad över flera instanser, en konsekvens av Lamfalussymodellen.<sup>22</sup> Dessutom behandlar uppsatsen korta positioner, även det ett område som är reglerat på EU-nivå. Slutligen, sedan finanskrisen 2008 har EU uppvisat ett starkt intresse av att reglera värdepappersmarknaden, med följderna att ett stort antal lagstiftningsinitiativ tagits och nya författningar sköljt över medlemsländerna.

För att visa på att förfarandet som beskrivs i denna uppsats är praktiskt genomförbart på den svenska marknaden – och uppsatsen därmed relevant – presenteras i Bilaga B tre räkneexempel. För att dessa räkneexempel ska bli fullständiga krävs att ett ”verkligt” företag används för att visa på utfallet av förfarandet som beskrivs och företaget som används i denna uppsats är, av de anledningar som framgår nedan under kapitel 3, Fingerprint Cards.<sup>23</sup> En stor del av den information som rör Fingerprint Cards i denna uppsats, bland annat aktiekurser och optionskurser, är dock ”dagsfärs” information. I sakens natur ligger att denna typ av information ändras snabbt och därför inte kommer vara densamma när denna uppsats läses. All information av föränderlig natur som används är emellertid tydligt daterad.

Slutligen, jag har genom arbetet med denna uppsats strävat efter att använda källor vars trovärdighet är oklanderlig. Likväl, eftersom många finansiella instrument, såsom CFD:er, inte har behandlats inom svensk litteratur är en

---

<sup>22</sup> Se nedan under 4.2 beskrivning av modellen.

<sup>23</sup> För information som Fingerprint Cards, se <http://www.fingerprints.com>.



stor mängd av den information som behandlas i bilagorna av nödvändighet hämtad från de aktörer som själva erbjuder handel i instrumenten. Denna information beskriver dock endast enkla faktum – aktuella kurser, avgifter, egenskaperna hos ett instrument etc. – varför den, trots den annars uppenbara risken för ”försköning”, måste anses vara trovärdig.

## 1.5 Forskningsläget

Intresset för marknadsmissbruk inom svensk forskning är än så länge relativt lågt, det annars efter finanskrisen ökade intresset av värdepappersrätt till trots. I en stor del av doktrinen behandlas marknadsmissbruk tillsammans med andra delar inom det breda området börsrätt, med resultatet att marknadsmissbruk får lite utrymme. Det finns dock en del litteratur och artiklar som grundligt utforskar området marknadsmissbruk.

Det mest betydelsefulla och djuplodande verket inom marknadsmissbruk är lagkommentaren till MmL, *Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet: En kommentar*, av Samuelsson et al. Denna kommentar redogör grundligt för lagstiftningsgången och praxis fram till och med 2005. Verket har senare kompletterats med en artikel från en av författarna vad avser insiderbrottspraxis till och med 2012.<sup>24</sup> Dessutom erbjuder Sevenius och Örtengrens verk *Börsrätt* en bred och bra grund för det mesta som innefattas inom börsrätten.

Avseende blankning och andra korta positioner – och framförallt deras effekt på en marknad – har svensk juridisk litteratur ett mycket begränsat utbud. Området har varit oreglerat under en längre period, varför intresset för framställningar sannolikt varit större inom andra discipliner, såsom ekonomi, fram tills EU antog Blankningsförordningen. Då intresset för korta positioner nu är stadigt växande på den svenska marknaden vore det önskvärt med en strikt juridisk framställning för att kunna erbjuda marknadsaktörer tydligare förhållningsregler i deras värv. Utrymme torde även finnas för ett tvärvetenskapligt verk rörande betydelsen av Blankningsförordningen och vilken effekt den kan tänkas ha på den gemensamma marknaden.

Då såväl marknadsmissbruk som korta positioner är områden reglerade av EU kan litteratur och artiklar från andra länder till viss del beaktas. Knuts, professor i värdepappersrätt vid Helsingfors universitet, har i sin avhandling, *Kursmanipulation på värdepappersmarknaden*, behandlat och

---

<sup>24</sup> Se Sjöblom (2012).

belyst skillnader i hur de nordiska länderna valt att implementera MmD I. Knuts har även publicerat en artikel som behandlar behovet av ett förbud mot blankning. I denna artikel utreds även blankning i förhållande till marknadsmissbruk, vilket gör den unik i sitt slag.

## 1.6 Disposition

Då tolkningen och systematiseringen av förbuden är beroende av förbudens kontext är det befogat att börja där. Del II – Utgångspunkter beskriver därför inledningsvis de miljöer i vilka uppsatsen utspelar sig. Därefter, i kapitel 3 presenteras den exempelsituation som ligger till grund för uppsatsen, för att läsaren ska kunna tillgodogöra sig resterande material utifrån det perspektiv från vilket den skrivits.

Uppsatsens teoriredogörelse är uppdelad på två delar. Den första, Del III – Marknadsmissbruk, redogör för den aktuella marknadsmissbruksregleringen. I kapitel 4 presenteras den EU-rättsliga bakgrunden till den svenska marknadsmissbruksregleringen, då detta är grunden till MmL. Den EU-rättsliga framställningen följs i kapitel 5 av en definition av de kvalificerande rekvisiten i MmL, rekvisit som måste vara uppfyllda för att ett beteende ska kunna prövas mot förbuden i MmL. Därefter, i kapitel 6-7, presenteras förbuden mot insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan, med utgångspunkt i lagtext och förarbeten. Rättsfallsredogörelsen i kapitel 8 redogör för svensk praxis i förhållande till insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan. Rättsfallen som presenteras har valts ut för att de på något sätt utvecklar eller förtydligar rekvisiten i förbuden, oftast i förhållande till exempelsituationen.

De övriga rättsliga förutsättningar som med nödvändighet måste presenteras till följd av uppsatsens syfte och frågeställningar presenteras i uppsatsens andra teoridel, Del IV – Övriga rättsliga förutsättningar. Kapitel 9 redogör för korta positioners ställning i rättssystemet. Därefter, i kapitel 10, presenteras de förutsättningar som, utöver marknadsmissbruksregleringen, behövs för att avgöra tillåtligheten av exempelsituationen.

Slutligen knyts uppsatsen ihop av Del V – Analys och slutsatser. I kapitel 11 besvaras frågeställningens första led – Är förfarandet tillåtet? – utifrån de resultat som presenteras i teoridelen. Till sist, i kapitel 12, besvaras frågeställningens andra led: Är slutsatsen i frågeställningens första led lämplig? För att avgöra detta sätts resultatet av tillåtlighetsprövningen i relation till de syften och teorier som ligger till grund för regleringen.

För att visa på att exempelsituationen är praktiskt genomförbar presenteras i Bilaga B tre räkneexempel. Då dessa exempel använder tre olika korta positioner, förutom blankning även säljoptioner och CFD:er, erbjuder Bilaga A läsaren en kort överblick av instrumenten optioner och CFD:er.

## 1.7 Inledande anmärkning

Exempelsituationen i kapitel 3 kommer alltså, beroende på vad uppsatsen landar i, att bedömas vara tillåten eller förbjuden. Nästa steg är att avgöra lämpligheten i den slutsatsen; borde ett sådant beteende vara tillåtet/förbjudet? För att svara på den frågan behövs någon slags kontext, eftersom inget endast är bra eller dåligt i sig – det är alltid bra eller dåligt av en anledning. Därför används de uttalade syftena bakom förbuden, att göra marknaden *effektiv*, och för att definiera en effektiv marknad används EMH.

Valet av EMH är inte självklart då den stundtals utsatts för kritik och då konkurrerande teorier existerar. Å andra sidan finns det, mig veterligen, brister i och kritik mot alla vetenskapliga teorier. Utgångspunkten att något är skadligt för marknaden eftersom det är skadligt utifrån ett EMH-perspektiv – och tvärtom – medför ändå att uppsatsen får en på vissa sätt inneboende falsk dikotomi.<sup>25</sup> Valet av EMH framstår dock som logiskt – och den falska dikotomin ursäktlig – mot bakgrund av att en övervägande del av värdepappersrätten är baserad på just den teorin och det bör därför vara ur EMH-perspektivet jag bedömer marknadsmissbrukslagstiftningens eventuella tillkortakommanden.

---

<sup>25</sup> Vad andra teorier menar är att något som är negativt ur ett EMH-perspektiv inte är skadligt för marknaden *per se*, då de teorierna bidrar med andra sätt att mäta en marknads effektivitet och välmående.

## DEL II – Utgångspunkter

# 2 Rättsliga utgångspunkter

## 2.1 Inledning

I detta kapitel redogörs översiktligt för de olika områden som berörs av denna uppsats. För att avgöra tillåtligheten av exempelsituationen krävs, förutom en uttömmande redogörelse av marknadsmissbruksregleringen, även redogörelser av utvalda delar av andra rättsområden. De rättsområden som aktualiseras av exempelsituationen är korta positioners ställning inom värdepappersrätten, rätten till rättegång samt ogiltighetstalan av patent, varför dessa områden presenteras kort nedan. Kapitlet tjänar syftet att ge läsaren en översiktsbild och fungerar som en vägkarta för resterande delar av uppsatsen.

## 2.2 Marknadsmissbruk

### 2.2.1 Inledning

Till övervägande del kommer den här uppsatsen att utspela sig på värdepappersmarknaden. Närmare bestämt kommer den att behandla förbuden mot marknadsmissbruk i relation till korta positioner på marknaden. Som nämnt ovan är en välfungerande marknad för finansiella instrument en starkt bidragande orsak till tillväxt i positiv riktning. För att på bästa sätt bidra till denna tillväxt krävs dock att marknaden är effektiv och likvid. En utgångspunkt vid reglering av finansiella marknader bör därför vara att regleringen ska bidra till mer effektiva och likvida marknader.<sup>26</sup>

### 2.2.2 Efficient Capital Markets Hypothesis och Citronteorin

För att förstå varför förbuden mot marknadsmissbruk införts och deras syften, är det nödvändigt att ha viss kunskap om värdepappersmarknadsteori. Den teori som främst påverkat värdepappersrätten är den s.k. *Efficient Capital Markets Hypothesis*. Enligt EMH har information på en *effektiv* marknad en exklusivt prispåverkande roll på en värdepappersmarknad, priserna på ett finansiellt instrument kommer hela tiden att bestämmas av den information som finns tillgänglig. Fluktuationer i utbud och efterfrågan i ett instrument kommer inte spela

---

<sup>26</sup> Prop. 2004/05:142, s. 40.

någon roll för prissättningen, så länge fluktuationen inte är kombinerad med någon ny information. På så sätt är också priset på ett värdepapper en informationsbärare, det reflekterar all tillgänglig information om just det värdepappret vid varje given tidpunkt. Utgångspunkten för värdepappersrätten blir således att skapa en marknad där priser snabbt justeras till en prisnivå som avspeglar marknadsaktörernas bedömning av tillgänglig information.<sup>27</sup>

För att beskriva de olika hoten mot en effektiv marknad används ofta *Akerlofs* citronteori.<sup>28</sup> Enligt citronteorin är det största hotet mot en effektiv marknad informationsasymmetrier. När det råder osäkerhet kring kvaliteten på ett objekt försämras marknadseffektiviteten för det objektet, då investerare vänder sig till andra objekt eller marknader istället. Enligt *Akerlofs* metafor är citroner objekt med låg kvalitet och juveler objekt med hög kvalitet. Osäkerheten gällande kvaliteten på objektet, dvs. om det är en citron eller en juvel, grundar sig i det asymmetriska informationsförhållandet mellan köpare och säljare.<sup>29</sup> Ju större informationsasymmetrin mellan köpare och säljare blir, desto mer ineffektiv blir marknaden. Ineffektiviteten leder i sin tur att marknaden blir illikvid.<sup>30</sup>

Med målet att upprätta effektiva marknader där flödet av information hela tiden är exklusivt kurspåverkande har värdepappersrätten steg för steg intervenerat för att stävja beteenden som riskerar att göra en marknad ineffektiv. Eftersom bland annat informationsasymmetrier är ett hot mot denna effektivitet, bör en reglering av värdepappersmarknaden inriktas på att bekämpa informationsasymmetrier. Annorlunda uttryckt är en ”förutsättning för att allmänheten ska känna förtroende för värdepappersmarknaden [...] att prissättningen på de tillgängliga värdepapperen är korrekt”.<sup>31</sup> Såväl förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan som insiderhandel är därför inriktade på att stävja informationsasymmetrier på värdepappersmarknaden. Otillbörlig marknadspåverkan verkar på den första nivån; förbudet försöker förhindra att informationsasymmetri överhuvudtaget *uppstår*. Förbudet mot insiderhandel verkar på den andra nivån. Det försöker förhindra att redan existerande informationsasymmetrier *utnyttjas*.<sup>32</sup>

---

<sup>27</sup> Knuts (2010), s. 39-42.

<sup>28</sup> Akerlof publicerade sin citronteori 1970. Det är en tacksam metafor för att beskriva hur en marknad kan bli ineffektiv och den har fått relativt stor genomslagskraft i nordisk värdepappersrätt. Se Knuts (2010), s. 32.

<sup>29</sup> Akerlof (1970), s. 489ff.

<sup>30</sup> Akerlof (1970), s. 499f.

<sup>31</sup> Sevenius och Örtengren (2012), s. 31.

<sup>32</sup> Knuts (2010), s. 31ff.

## 2.2.3 EU-rätten

Utvecklingen av den svenska marknadsmissbruksregleringen har sedan Sveriges EU-inträde följt EU-lagstiftningen. Dagens reglering, vilken återfinns i MmL, bygger på det EU-rättsliga MmD I. MmD I har nu följts upp av MmF och MmD II, då EU såg ett behov av ett ökat skydd för marknads integritet och investerare, samt att det fanns ett behov av en enhetlig regelbok.<sup>33</sup> Då den nya regleringen ännu inte genomförts i svensk rätt, och då bestämmelserna i MmF och MmD II inte innebär någon materiell skillnad i förhållande till de ämnen som behandlas i här, kommer dock uppsatsen att utgå från MmL:s bestämmelser.

## 2.3 Korta positioner

Det andra området inom värdepappersrätten som uppsatsen behandlar är korta positioner i finansiella instrument, närmare bestämt blankning, optioner och CFD:er.<sup>34</sup> Med utgångspunkt i EMH har korta positioners påverkan på finansiella marknader undersökts. Många studier visar på ett empiriskt stöd för att marknader som tillåter korta positioner och marknader där sådan handel faktiskt förekommer är signifikant effektivare än marknader där sådana positioner inte handlas. Under 2008 års börskrasch började dock korta positioners påverkan på den finansiella marknaden ifrågasättas. Anledningen som framfördes var att korta positioner förstärker en nedåtgående trend på en turbulent marknad och flera länder valde därför att införa ett förbud mot eller restriktioner för handel med korta positioner.<sup>35</sup> Detta ledde till att hanteringen av korta positioner kom att variera kraftigt inom EU, med resultatet att EU antog Blankningsförordningen för att harmonisera den inre marknaden.<sup>36</sup>

## 2.4 Rätten till (rättvis) rättegång

Av artikel 6 EKMR följer att alla har rätt till en rättvis rättegång, vilket innefattar en rätt att tillträda domstol.<sup>37</sup> Kravet som ställs för att få nyttja rätten till rättegång är att tvisten i fråga är *reell* och *seriös*, vilket i princip

---

<sup>33</sup> Se MmF och MmD II.

<sup>34</sup> En överblick av optioner och CFD:er återfinns i Bilaga A.

<sup>35</sup> Knuts (2009), s. 58, 65ff.

<sup>36</sup> Blankningsförordningen, skäl 5 i ingressen.

<sup>37</sup> Warnling-Nerep (2010), s. 89f.

innebär att laga grunder ska kunna anföras för talan.<sup>38</sup> Avsteg från rättigheten får göras endast i mycket speciella fall.<sup>39</sup>

På senare tid har dock HD öppnat upp för att rätten till rättvis rättegång inte är absolut i alla avseenden. Av HD:s resonemang i ett par domar synes ett visst användande av rättigheten kunna motivera åsidosättande av andra rättsnormer, vilket inneburit att käranden ”bestraffats” för utövandet av rätten till rättegång.<sup>40</sup>

## 2.5 Patenträtt

Det sista ämnet som behandlas i den här uppsatsen ligger inom immaterialrätten, då ogiltighetstalan av patent ingår som ett led i exempelsituationen. Ogiltighetstalan av ett patent är en rättslig process som potentiellt kan få mycket stora konsekvenser – för företag, anställda, konkurrenter, investerare med flera – oavsett utgången. Talerätt i en ogiltighetstalan tillfaller alla som på något sätt lider förfång av ett visst patent. Det här rekvisitet har knappast någon avgränsande funktion att tala om, vilket i och för sig inte heller var meningen när den infördes.<sup>41</sup> På grund av en ogiltighetstalans potentiellt mycket stora effekt, samtidigt som det alltså är fritt fram för i princip vem som helst att inleda en sådan process, är det tacksamt att använda som exempel på hur det är möjligt för en utomstående att framkalla en kursnedgång för ett börsnoterat bolag.

---

<sup>38</sup> Danelius (2012), s. 150 ff.; NJA 2008 s. 278.

<sup>39</sup> Se NJA 2008 s. 278.

<sup>40</sup> Jfr. NJA 2006 s. 420 och NJA 2014 s. 877.

<sup>41</sup> Jfr. PL 52 § 5st och prop. 1966:40, s. 193.



### 3 Exempelsituation

I det här kapitlet beskrivs det beteende vars tillåtlighet ska prövas mot förbuden mot insiderhandel och otillåtlig marknadspåverkan. Förfarandet består i att påkalla en kursnedgång i ett visst instrument, som sedan utnyttjas för att göra en ekonomisk förtjänst genom korta positioner. Detta förfarande sätts därefter i relation till bestämmelserna om marknadsmissbruk för att avgöra om det är ett tillåtet eller otillåtet förfarande. Utifrån statusen som tillåten/otillåten är det sedan möjligt att dra vissa slutsatser om marknadsmissbruksregleringens eventuella tillkortakommanden; slutsatser som baseras dels på de uttalade syftena bakom regleringen men även de teorier som ligger till grund för de uttalade syftena. Förfarandet ser ut som följer.

En person, A, identifierar ett börsnoterat bolag vars omsättning är starkt beroende av en enda produkt, då osäkerhet i förhållande till den produkten kommer att få maximal effekt. Produkten måste i sin tur vara skyddad av ett patent, då en ogiltighetstalan riktad mot det patentet skapar den för nedgången nödvändiga osäkerheten.<sup>42</sup> Vidare måste bolaget uppfylla vissa krav avseende likviditet och antal emitterade aktier, för att exemplet ska vara relevant och möjligt att genomföra i verkliga livet. Är aktien dessutom volatil är det en fördel.

Nästa steg är att A inleder en ogiltighetstalan mot patentet/-en. Detta utlöser, troligtvis, en nedgång i instrument hänförliga till bolaget. Så fort ogiltighetstalan registrerats hos domstol tar A korta positioner i bolaget. Eftersom A har omedelbar tillgång till informationen om ogiltighetstalan kan han göra en ekonomisk förtjänst från det att informationen börjar spridas till det att marknaden har justerat priserna på instrumenten i förhållande till den nya informationen. När väl priserna har justerats stänger A de korta positionerna.

I Bilaga B redovisas räkneexempel för att visa på att det ovan beskrivna förfarandet är praktiskt genomförbart. Ett företag som uppfyller de krav som ställs ovan är Fingerprint Cards, varför Fingerprint Cards används i exemplen. Tre olika exempel redovisas, i vilka tre olika korta positioner används för att kunna jämföra utfallet mellan olika instrument.

---

<sup>42</sup> En risk att förlora patentet innebär en risk att intjäningsförmågan sjunker samt att konkurrensen inom det aktuella segmentet hårdnar (redan existerande konkurrenter kan utnyttja deras teknologi och nya konkurrenter som användander deras teknologi kan tillkomma). Dessutom är en patenttvist ofta dyr och tidskrävande. Se Sevenius och Örtengren (2012), s. 41, om prissättning av aktier.

## DEL III - Marknadsmisbruk

# 4 EU-rättslig bakgrund

## 4.1 Inledning och bakgrund

Eftersom grunden för i princip hela den svenska värdepappersrätten – så även förbuden mot marknadsmissbruk – är EU-rättslig lagstiftning, är det för den redogörelse av MmL som följer i nästkommande kapitel lämpligt att inleda med en kortare redogörelse av dess europeiska förlaga. Således ges i detta kapitel en översiktsbild av den EU-rättsliga marknadsmissbruksregleringen.

Problemen med insiderhandel uppmärksammades inom EU redan 1966, då Segrérapporten föreslog en reglering av bolagsledningars handel i egna värdepapper. Det dröjde emellertid till 1977 innan någon form av reglering infördes och då endast som ett påbud med etiska regler i samband med värdepappershandel.<sup>43</sup> Under 1980-talet började dock medlemsländerna att själva reglera insiderhandel, vilket ledde till att EU inledde arbetet med att utforma ett direktiv som skulle harmonisera regleringen av insiderhandel inom unionen.<sup>44</sup> Ett första insiderdirektiv infördes så 1989.<sup>45</sup> Insiderdirektivet kom i stor utsträckning att implementeras i svensk rätt, trots att Sverige inte blev medlem i EU förrän 1995.<sup>46</sup> Insiderdirektivet ersattes 2003 av MmD I.<sup>47</sup> När MmD I skulle implementeras i svensk rätt ersattes den tidigare svenska insiderregleringen med en helt ny lag, MmL, i vilken både förbudet mot insiderhandel och förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan infördes. Den svenska regleringen av marknadsmissbruk av idag bygger uteslutande på MmD I.

## 4.2 MmD I

MmD I antogs 2003 och det var ett av de första regelverken som infördes genom den s.k. Lamfalussymodellen. Lamfalussymodellen togs fram för att användas för lagstiftning inom de finansiella marknaderna och syftade till att möjliggöra ett snabbare lagstiftningsförfarande och en mer flexibel lagstiftning, i syfte att hinna med i förändringstakten på finansmarknaderna. Modellen innebär att regelgivningen delas upp på flera nivåer; från

---

<sup>43</sup> af Sandeberg (2002), s. 33.

<sup>44</sup> af Sandeberg (2002), s. 33.

<sup>45</sup> Se Insiderdirektivet.

<sup>46</sup> Prop 1990/91:42, s. 41.

<sup>47</sup> Se MmD I.

Europaparlamentet, till kommissionen och slutligen till Europeiska värdepapperskommittén samt de nationella tillsynsmyndigheterna.<sup>48</sup>

När MmD I antogs angavs det att marknadsmissbruk är skadligt för marknadens integritet och allmänhetens förtroende för finansmarknaderna och att det då befintliga skyddet mot marknadsmissbruk i medlemsländerna var otillräckligt, varför harmonisering och förtydligande på EU-nivå ansågs nödvändigt för att stävja marknadsmissbruk inom unionen.<sup>49</sup> De stora nyheterna i MmD I var bland annat en utvidgning av insiderbrottet och en kriminalisering av otillbörlig marknadspåverkan, samtidigt som direktivets räckvidd begränsades till handel med instrument på en marknadsplats och instrument vars värde är beroende av instrument på en marknadsplats.<sup>50</sup>

MmD I skapade viss otydlighet bland medlemsstaterna gällande vilka påföljder direktivet krävde. Sverige hade sedan tidigare en blandning av straffrättsliga och administrativa påföljder, men det diskuterades huruvida direktivet ålade medlemsstaterna att införa administrativa sanktioner som alltid skulle kunna åläggas de som brutit mot förbuden i direktivet.<sup>51</sup> Olika medlemsstater valde olika påföljdssystem.<sup>52</sup>

MmD I åtföljdes av tre genomförandedirektiv och en genomförandeförordning (andra nivån i Lamfalussy-modellen). I artikel 4 och 5 i det första genomförandedirektivet anges en rad signaler för vad som kan utgöra otillbörlig marknadspåverkan enligt definitionen i MmD I. Ett beteende som listas i artikel 4 och 5 är inte ensamt tillräckligt för att anses utgöra otillbörlig marknadspåverkan, då beteendena endast tjänar som signaler som motiverar vidare utredning.<sup>53</sup> Signalerna ger dock de nationella övervakningsorganen en fingervisning om vad de ska söka efter i deras beivrande av marknadsmissbruk.<sup>54</sup>

---

<sup>48</sup> Prop. 2004/05: 142, s. 37f.

<sup>49</sup> MmD I, skäl 1,2,11 i ingressen.

<sup>50</sup> MmD I, Art. 2, 6, 5, 9.

<sup>51</sup> Sverige tolkade direktivet så att medlemsländerna fick välja påföljd och att det därför inte fanns något krav att införa en administrativ påföljd för en åtgärd som redan var straffrättsligt sanktionerad.

<sup>52</sup> MmD I, Art. 14; Prop. 2004/05:142, s. 41-44. Vår nordiska granne Finland tolkade direktivet annorlunda och införde ett dubbelspårigt sanktionssystem för exempelvis otillbörlig marknadspåverkan. Se Knuts (2010), s. 203.

<sup>53</sup> Prop. 2004/05:142, s. 69; Första genomförandedirektivet, skäl 6 i ingressen.

<sup>54</sup> Samuelsson et al. (2005), s. 285.

## 4.3 MmF och MmD II

I och med finanskrisen 2008 beslöt EU att se över regleringen av marknadsmissbruk, eftersom ”[b]etydelsen av marknadens integritet [...] blivit tydligt i den [...] globala ekonomiska och finansiella krisen”.<sup>55</sup> En revidering ansågs nödvändig för att stärka marknadens integritet, förbättra investerarskyddet och skapa en mer enhetlig regelbok för att investerare skulle ha fortsatt förtroende för kapitalmarknaderna och för att öka marknadernas stabilitet.<sup>56</sup>

EU:s initiativ resulterade i en ny förordning och ett nytt direktiv, MmF och MmD II. MmD II syftar till att harmonisera medlemsstaternas sanktionssystem och ålägger medlemsstaterna att straffbelägga allvarliga fall av insiderhandel, otillbörlig marknadspåverkan, röjande av insiderinformation och vissa fall av anstiftan, medhjälp och försök.<sup>57</sup> MmF ersätter MmD I och anledningen till att en förordning valdes istället för ett direktiv är att förordningens direkta tillämplighet säkerställer en mer enhetlig tillämpning, undviker regelarbitrage, ökar förutsebarheten samt minskar komplexiteten.<sup>58</sup> Bland nyheterna kan nämnas att begreppet *finansiella instrument* vidgats något. Utsläppsätter, spotavtal avseende råvaror och benchmarks, såsom LIBOR-räntan, klassas nu som finansiella instrument. Dessutom omfattas instrument som *handlas* på MTF- och OTF-plattformar av begreppet. Vidare begränsas inte förordningens tillämpningsområde av huruvida handeln sker på en marknadsplats.<sup>59</sup> Övriga förändringar inkluderar bland annat vissa ändringar vad gäller offentliggörande av insiderinformation och utökade befogenheter för de behöriga myndigheterna för att bättre kunna säkerställa förordningens efterlevande.<sup>60</sup>

---

<sup>55</sup> Förslag till MmF, s. 2.

<sup>56</sup> Förslag till MmF, s. 2ff.

<sup>57</sup> Som nämnt innehöll MmD I viss otydlighet gällande vilka sanktioner, straffrättsliga eller administrativa, medlemsstaterna behövde införa för marknadsmissbruk, varför det nu förtydligas. Jfr. Prop. 2004/05:142, s. 44 med MmD II, Art. 3-6 och Förslag till MmD II, s. 3f.

<sup>58</sup> MmF, skäl 3-6 i ingressen.

<sup>59</sup> MmF, Art. 2; SOU 2014:46, s. 101f.

<sup>60</sup> MmF, Art. 17 och 23.

# 5 Definitioner av centrala rekvisit i MmL

## 5.1 Inledning

En förutsättning för att ett agerande ska kunna prövas mot såväl förbudet mot insiderhandel som otillbörlig marknadspåverkan är att agerandet uppfyller vissa kvalificerande rekvisit, nämligen rekvisiten *finansiella instrument*, *handel på värdepappersmarknaden* samt, för förbudet mot insiderhandel, *insiderinformation*. Av den anledningen presenteras dessa förutsättningar i detta avsnitt, följt av en framställning av själva förbuden i nästkommande avsnitt.

## 5.2 Finansiella instrument och handel på värdepappersmarknaden

För att ett beteende ska kunna prövas mot förbuden i MmL krävs det också att den aktuella handeln sker via *handel på värdepappersmarknaden* och i ett instrument som kan klassificeras som ett *finansiellt instrument*. Handel på värdepappersmarknaden innefattar all handel på en reglerad marknad, annan organiserad marknadsplats eller handel med eller genom ett värdepappersbolag.<sup>61</sup> Rekvisitet är brett och träffar i princip all handel som sker via en marknadsplats, även utländska sådana.<sup>62</sup> Finansiella instrument innefattar överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, fondandelar och finansiella derivatinstrument, vilket innebär att i princip samtliga instrument som handlas på någon form av finansiell marknad omfattas.<sup>63</sup>

Det kan här noteras att rekvisiten ovan omfattar samtliga förfaranden (blankning, optionshandel och CFD-handel) som beskrivs i denna uppsats.<sup>64</sup>

---

<sup>61</sup> Jfr. MmL 1 § 2p., VpmL 1 kap.- 5 § 20p. och 2 kap. 1 §.

<sup>62</sup> Prop. 1991/92:113, s. 165.

<sup>63</sup> Jfr. MmL 1 § 3p. och VpmL 1 kap. 4 §.

<sup>64</sup> Som framgår nedan i 9.2 och Bilaga A omfattar begreppet finansiella instrument aktier (så även i en blankningstransaktion), optioner samt CFD:er.

## 5.3 Insiderinformation

### 5.3.1 Inledning

För tillämpningen av insiderbrotten spelar definitionen av insiderinformation en avgörande roll då tolkningen av begreppet är direkt utslagsgivande för en vidare bedömning och klassificering av misstänkta handlingar.<sup>65</sup> Med *insiderinformation* förstås en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument.<sup>66</sup> Av EU-rätten, vilken påverkar tolkningen av den svenska definitionen,<sup>67</sup> följer att informationen dessutom ska vara av *specifik natur*.<sup>68</sup> Således finns det fyra termer som måste granskas närmare för att kunna förstå omfånget av begreppet insiderinformation: *icke offentliggjord*, *inte allmänt känd*, *väsentligt påverka* och *specifik natur* (i den svenska definitionen anses begreppet *omständighet* innefatta ett krav på att informationen ska vara av specifik natur).<sup>69</sup>

### 5.3.2 Offentliggjord och allmänt känd

Information kan bara ha karaktären av insiderinformation så länge den varken är allmänt känd eller offentliggjord. Ur förarbetena går det inte att utläsa någon skarp skiljelinje mellan allmänt känd och offentliggjord, men det är två alternativa rekvisit. Begreppet offentliggjord tar sikte på handlingen att offentliggöra en uppgift, medan allmänt känd syftar på den faktiska vetskapen hos allmänheten, dvs. att uppgiften har fått en sådan spridning att den anses vara allmänt känd.<sup>70</sup> En uppgift anses exempelvis vara allmänt känd och offentliggjord när den publicerats på en marknadsplats eller varit omnämnd i media.<sup>71</sup> Andra sätt en uppgift kan bli allmänt känd eller offentliggjord på inkluderar när en fondkommissionär publicerar en analys för sin kundkrets och de egna börsombuden, då kretsen av mottagare är relativt stor. Att dela med sig av uppgifter inom en liten krets, exempelvis en privat aktiespararklubb, innebär dock inte att informationen är allmänt känd eller offentliggjord.<sup>72</sup> En uppgift publicerad

---

<sup>65</sup> Samuelsson et al. (2005), s. 184.

<sup>66</sup> MmL 1 § 1p.

<sup>67</sup> Prop. 2004/05:142, s. 55.

<sup>68</sup> MmD I, Art. 1.1.

<sup>69</sup> Prop. 2004/05:142, s. 55f; Sjöblom (2012), s. 388.

<sup>70</sup> Samuelsson et al. (2005), s. 187.

<sup>71</sup> I sådana situationer är den avgörande tidpunkten för när informationen slutar vara insiderinformation när den dyker upp på förekommande bildskärmar eller när tidningar lämnar tryckeriet, även om faktisk kännedom inte existerar från det ögonblicket då den faktiska spridningen av information inte är omedelbar. Se prop. 1990/91, s. 83.

<sup>72</sup> Prop. 1990/91:42, s. 83.

på internet anses som offentliggjord, då det finns en avsikt att tillgängliggöra den. Om uppgiften sedan är att anse som allmänt känd eller ej beror på om den publicerats på en välkänd och välbesökt hemsida.<sup>73</sup>

Det går således en skiljelinje mellan uppgifter som är tillgängliga för vem som helst som vill söka efter den och uppgifter som spritts inom en begränsad, sluten krets där den tidigare uppgiften är att anse som i alla fall offentliggjord och ofta även allmänt känd, medan den senare inte är någotdera.<sup>74</sup>

### 5.3.3 Ägnad att väsentligt påverka priset

Nästa rekvisit är att informationen måste vara ägnad att *väsentligt* påverka priset på det finansiella instrumentet. Huruvida en kursförändring är *väsentlig* eller inte avgörs utifrån flera olika parametrar, varav en är den procentuella kursförändringen.<sup>75</sup> Andra parametrar att beakta är exempelvis allmänna tendenser på marknaden och instrumentets speciella egenskaper, såsom om en akties värde är högt eller lågt eller om instrumentets kurs vanligtvis är utsatt för stora fluktuationer.<sup>76</sup> Bedömningen av om en förändring är väsentlig ska således i huvudsak utgå från egenskaperna hos instrumentet i fråga och inte några allmänna egenskaper hos marknaden.<sup>77</sup>

Att informationen ska vara *ägnad* att väsentligt påverka kursen på ett finansiellt instrument innebär att information endast kan vara insiderinformation om tillkännagivande av dylik information typiskt sett leder till kraftiga kursförändringar och informationen kan förväntas användas av en förnuftig investerare som en del av grunden för sitt investeringsbeslut.<sup>78</sup> Alltså, om en person handlar med vetskap om en icke-offentliggjord händelse som leder till en oväntad upp- eller nedgång är det inte straffbart då informationen inte kan klassas som insiderinformation. Omvänt, om en person handlar med vetskap om en icke-offentliggjord händelse men prisförändringen uteblir fastän det framstår som sannolikt då affären genomfördes, faller detta beteende inom det straffbara området.<sup>79</sup>

---

<sup>73</sup> Prop. 2004/05:142, s. 66; Samuelsson et al. (2005), s. 190.

<sup>74</sup> Prop. 1990/91:109, s. 83; Prop. 2004/05:142, s. 66.

<sup>75</sup> Det har i äldre förarbeten lyfts fram att en kursavvikelse om 10 % är att anse som väsentlig. Se prop. 1984/85:157, s. 89. Senare förarbeten har dock betonat att en procentuell kursavvikelse endast ska användas som en av flera parametrar i bedömning. Se bl.a. prop. 2004/05:142, s. 56.

<sup>76</sup> Prop. 1999/00:109, s. 53; Prop. 2004/05:142, s. 56.

<sup>77</sup> Samuelsson et al. (2005), s. 191.

<sup>78</sup> Första genomförandedirektivet, Art. 1.2.

<sup>79</sup> Prop. 1990/91:42, s. 51f.



### 5.3.4 Specifik natur

För att information ska kunna anses vara insiderinformation krävs även att den är av *specifik natur*. Information anses vara av *specifik natur* om den antingen anger en omständighet som föreligger eller rimligtvis kan komma att föreligga eller en händelse som har inträffat eller rimligtvis kan förväntas inträffa, och är tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsernas potentiella effekt på priserna på finansiella instrument eller relaterade derivatinstrument.<sup>80</sup> Information av specifik natur särskiljer sig således från annan information genom att den har bäring på en viss omständighet eller händelse som är direkt kopplad till prisbildningen på marknaden.<sup>81</sup> Omständigheten eller händelsen kan antingen ha ett samband med ett bestämt objekt, exempelvis ett bolag eller en ledande person i ett bolag, eller vara av mer allmänt kurspåverkande natur. Exempel på det senare är uppgifter om det allmänna ränteläget, nya skatteregler eller kunskap om en stor aktieägares förväntade affärer.<sup>82</sup>

---

<sup>80</sup> Första genomförandedirektivet, Art. 1.1.

<sup>81</sup> Information kan kvalificera sig som av specifik natur antingen som en enda uppgift eller som flera olika uppgifter som i sig inte är specifika, men sammantaget uppfyller kravet information av specifik natur. Se Samuelsson et al. (2005), s. 186f.

<sup>82</sup> Prop. 1999/00:109, s. 81; 1990/91:42, s. 82.

## 6 Insiderbrotten

*”Den som får insiderinformation och som för egen eller någon annans räkning, genom handel på värdepappersmarknaden, förvärvar eller avyttrar sådana finansiella instrument som informationen rör döms för insiderbrott [...]. Detsamma skall gälla den som får insiderinformation och som med råd eller på annat sådant sätt föranleder någon annan att förvärva eller avyttra sådana finansiella instrument som informationen rör genom handel på värdepappersmarknaden.  
[...]*”

*MmL 2 §*

### 6.1 Inledning

#### 6.1.1 Bakgrund

Redan på 1970-talet identifierades i Sverige ett behov av att reglera insiders handel med värdepapper, men det var inte förrän i samband med Sveriges EU-inträde som ett uttryckligt förbud mot insiderhandel först infördes. På 1970-talet infördes dock ARL som innehöll bestämmelser om att vissa personer i insynsställning var skyldiga att redovisa sina innehav i noterade bolag. Dessa regler innebar inget hinder mot insiderhandel, utan fungerade utefter en ”skampåleprincip” innebärande att personer skulle bli avskräckta från insiderhandel vid hot om att annars utsättas för obehaglig offentlig uppmärksamhet. Underlåtelse att offentligt redovisa sitt aktieinnehav var emellertid straffbart. Regelverket ansågs på 1980-talet otillräckligt och ett handelsförbud för personer i insynsställning infördes i och med VML. VML innehöll två olika förbud, dels det s.k. *take over*-förbudet, dels det s.k. allmänna insiderförbudet. Även VML fick utstå en hel del kritik då den också ansågs otillräcklig. 1991 infördes i Sverige IL, vilken implementerade ett EG-direktiv rörande insiderhandel. Förbudet mot insiderhandel överfördes i början på 2000-talet till ISL för att slutligen, 2005, införas i MmL.<sup>83</sup>

Ett förbud mot insiderhandel är ingen självklarhet. Som alla andra förbud måste det kunna motiveras genom att på något sätt skapa ett skydd för ett intresse som är skyddsvärt. Det finns argument både för och emot ett förbud mot insiderhandel och historiskt sett har insiderhandel ansetts vara en naturlig del av en finansiell marknad. Insiderhandel leder nämligen till en

---

<sup>83</sup> af Sandeberg (2002), s. 57ff.

mer precis prissättning på en marknad, då sådan handel sker med den mest aktuella informationen och därmed bidrar till priser som bättre speglar instrumentets faktiska värde. Övriga aktörer handlar därmed till mer rättvisande priser. Insiderhandlare driver alltså priserna att bli mer informativa, vilket är ett kännetecken för en effektiv marknad.<sup>84</sup>

Även argument *för* ett förbud mot insiderhandel finns dock. Det är möjligt att framföra rättviseargument, då det anses fel att en person med icke-allmän information utnyttjar denna på bekostnad av andra investerare (förvärvar till en lägre kurs eller avyttrar till en högre). Det tyngst vägande skälet till att insiderhandel är förbjudet är dock inte baserat på föreställningar om rättvisa, utan det är ekonomiskt och baserat på att marknadsaktörerna måste ha ett förtroende för marknaden för att den ska kunna vara effektiv. Att tillåta handel under förutsättningar där tillgång till information inte är lika för alla skadar förtroendet för marknaden. Redan i förarbetena till IL angavs det att:

”En brist på rättvisa spelregler på marknaden får antas medföra att investerare tappar förtroendet och söker sig till andra marknadsplatser där konkurrensen sker på lika villkor för alla aktörer. När förtroendet för spelreglerna på en marknadsplats minskar, finns det risk att omsättningen minskar vilket leder till en sämre marknadseffektivitet.”<sup>85</sup>

Utan handlares förtroende för att priserna på marknaden baseras på all *tillgänglig* information kommer färre aktörer vända sig till marknaden, vilket innebär att marknadseffektiviteten och likviditeten minskar.<sup>86</sup> Därför, för att skydda förtroendet för marknaden och därmed skapa en effektiv marknadsplats krävs ett förbud mot insiderhandel i vilket värdepappersmarknaden definieras som det skyddsvärda objektet.<sup>87</sup>

Dagens insiderreglering är indelad i två olika brott: handelsförbudet och rådgivningsförbudet. Nedan följer en presentation av dessa, efter att de för båda brotten gemensamma förutsättningarna redogjorts för.

## 6.1.2 Personkrets

Tidigare var de personer som kunde dömas för insiderbrott indelade i personkretsar, men de togs bort i och med MmL. Numera omfattas alla personer som förfogar över insiderinformation av handelsförbudet och rådgivningsförbudet, alldeles oavsett i vilken egenskap en person har fått informationen eller från var den härrör.<sup>88</sup> För att tydligt avgränsa det

---

<sup>84</sup> Prop. 2004/05:142, s. 40.

<sup>85</sup> Prop. 1990/91:42, s. 38.

<sup>86</sup> Sevenius och Örtengren (2012), s. 247f.

<sup>87</sup> Prop. 2004/05:142, s. 40f.

<sup>88</sup> Prop. 2004/05:142, s. 57; Samuelsson et al. (2005), s. 215f.

straffbara området förbjuds alla som har *tillgång* till insiderinformation att handla med de finansiella instrument som informationen rör. Det är alltså tillräckligt att en person förfogar över informationen för att han eller hon ska vara förbjuden att handla eller ge råd i instrumenten, oavsett om insiderinformationen är grunden till investeringsbeslutet eller ej.<sup>89</sup>

### 6.1.3 Uppsåt

För att dömas för insiderbrott krävs det att domstolen kan konstatera att uppsåt förelåg i förhållande till de följder och omständigheter av vilka prövning sker.<sup>90</sup> Det torde vara så att gärningspersonen även måste inse att det finns en risk att informationen han fått kan vara kurspåverkande, dvs. att informationen i fråga är insiderinformation.<sup>91</sup>

## 6.2 Handelsförbudet

### 6.2.1 Den som får insiderinformation

Handelsförbudet återfinns i MmL 2 § 1st 1 meningen. Det första rekvisitet i handelsförbudet är *den som får insiderinformation*, vilket innebär att alla som förfogar över insiderinformation av någon annan anledning än att han eller hon *fått* den undantas förbudet. Denna avgränsning gjordes mot bakgrund av att vetskap om egna framtida planer på transaktioner och egna utförda analyser av allmänt tillgängligt material annars skulle komma att omfattas av förbudet.<sup>92</sup>

### 6.2.2 Handel för egen eller annans räkning

Nästa rekvisit är *handel för egen eller någon annans räkning*. Fysiska personer som förfogar över insiderinformation och handlar för egen eller annans räkning är de som omfattas av handelsförbudet. Begreppet *för någon annans räkning* omfattar likväl fysiska såväl som juridiska personer. Det finns visserligen inget straffansvar för juridiska personer, men deras värdepapperstransaktioner omfattas av förbudet eftersom det alltid finns en fysisk person som fattar besluten gällande den juridiska personens transaktioner.<sup>93</sup>

---

<sup>89</sup> Prop. 2004/05:142, s. 58f; Samuelsson et al. (2005), s. 216f.

<sup>90</sup> Se dock MmL 3 § för brottet vårdslöst insiderförfarande.

<sup>91</sup> Sjöblom (2012), s. 396.

<sup>92</sup> Prop. 2004/05:142, s. 59.

<sup>93</sup> Prop. 1990/91:42, s. 43f.

### 6.2.3 Förvärvar eller avyttrar

Vidare, för att handelsförbudet ska aktualiseras krävs att någon som förfogar över insiderinformation *förvärvar eller avyttrar* sådana finansiella instrument som informationen hänför sig till. Ett förvärv eller en avyttring sker i och med att ett avtal för affären föreligger.<sup>94</sup> Grunden för detta rekvisit är att en person ska vidta en aktiv åtgärd. Den som förfogar över insiderinformation utan att vidta en aktiv åtgärd kan därför inte bryta mot handelsförbudet. Följaktligen, en person som beslutat sig för att förvärva eller avyttra ett finansiellt instrument, men får insiderinformation innan transaktionen genomförs, kan välja att vänta med att genomföra transaktionen till dess att informationen offentliggjorts. På detta sätt är det möjligt att tillgodogöra sig värdet av den kurspåverkande informationen utan att bryta mot förbudet, eftersom ingen aktiv åtgärd vidtagits under tiden informationen var att bedöma som insiderinformation.<sup>95</sup>

### 6.2.4 Sådana instrument som informationen rör

Det sista rekvisitet är att handel ska ske i *sådana instrument som informationen rör*. Det krävs således att informationen är ägnad att påverka kursen i det särskilda instrumentet. Vilken typ av information som krävs för att förbudet ska aktualiseras bestäms av definitionen av insiderinformation.<sup>96</sup>

## 6.3 Rådgivningsförbudet

### 6.3.1 Den som får insiderinformation

Rådgivningsförbudet återfinns i MmL 2 § 1st 2 meningen. Det första rekvisitetet i rådgivningsförbudet är, likt handelsförbudet, *den som får insiderinformation*. Se ovan under 6.2.1 för redogörelse av rekvisitetet.

---

<sup>94</sup> Prop. 2004/05:142, s. 163.

<sup>95</sup> Samuelsson et al. (2005), s. 221-224. Passivitet kan dock leda till straffansvar i ett särskilt fall. Enligt lagmotiven har en person en skyldighet att återkalla en order om personen fått tillgång till insiderinformation mellan det att ordern lämnats men innan den verkställts. Att förhålla sig passiv i det läget bör, enligt lagmotiven, bedömas som ett uppsåtligt brott. Se prop. 2004/05:142, s. 163.

<sup>96</sup> Samuelsson et al. (2005), s. 224.

### 6.3.2 Föranleda handel genom rådgivning eller på annat sådant sätt

Rekvisitet *med råd eller på annat sådant sätt föranleda handel* är delvis otydligt och svårdefinierat. Att föranleda handel genom råd innebär att ge individuell vägledning till någon i syfte att denne ska kunna fatta ett mer välgrundat beslut att förvärva eller avyttra ett finansiellt instrument och rådgivningen kan vara professionell såväl som privat.<sup>97</sup> Om sådan rådgivning sker samtidigt som uppgiftslämnaren förfogar över insiderinformation begår han eller hon insiderbrott, oavsett om rådet grundades på informationen. Delges även insiderinformationen och rådet följs, kommer dessutom uppgiftsmottagaren bryta mot handelsförbudet.<sup>98</sup> Otydligheten i det här rekvisitetet befinner sig i dess andra led; att på annat sådant sätt föranleda handel. Exakt vad det innebär är inte helt klart. Det som faller inom det straffbara området kan torde exempelvis kunna vara att lämna ett opåkallat tips eller att berätta om ett förestående förvärvserbjudande i syfte att mottagaren ska kunna utnyttja uppgifterna.<sup>99</sup>

### 6.3.3 Föranleder

Rådgivningsförbudet är likt handelsförbudet ej tillämpligt vid passivitet, men här rör det sig om två olika sorters passivitet som undantas det straffbara området. För det första krävs att råd eller annat sådant sätt *föranleder* ett förvärv eller en avyttring av ett finansiellt instrument. Ifall ett råd lämnas, men uppgiftsmottagaren inte genomför en affär har brott inte begåtts.<sup>100</sup> Likaså, om rådet är att inte förvärva eller avyttra begås inte heller något brott. Detta följer av det inneboende kravet på aktivitet från uppgiftsmottagarens sida.<sup>101</sup> Den andra typen av icke straffbar passivitet återfinns hos uppgiftslämnaren. *Med råd eller på annat sådant sätt* förutsätter att ett råd eller liknande faktiskt lämnas. Underlåtenhet att lämna ett råd, även med vetskap om att underlåtenheten kommer resultera i ekonomisk vinning för ägaren av instrumenten, är inte straffbart.<sup>102</sup>

---

<sup>97</sup> Samuelsson et al. (2005), s. 225f.

<sup>98</sup> Prop. 1990/91:42, s. 83; Prop. 2004/05:142, s. 58-59.

<sup>99</sup> Prop. 1999/00:109, s. 83; Samuelsson et al. (2005), s. 226ff.

<sup>100</sup> Jfr dock röjandeförbudet i MmL 7 §.

<sup>101</sup> Prop. 1999/00:109, s. 83.

<sup>102</sup> Prop. 1999/00:109, s. 83; Prop. 2004/05:142, s. 58f.

### **6.3.4 Sådana instrument som informationen rör**

Slutligen krävs det att den som får insiderinformation genom råd eller på annat sådant sätt föranleder annan att förvärva eller avyttra sådana finansiella instrument som *informationen rör*. Se ovan under 6.2.4 för redogörelse av rekvisitet.

## 7 Otillbörlig marknadspåverkan

*”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 [...].*

*För otillbörlig marknadspåverkan döms också den som vid handel på värdepappersmarknaden eller annars förfar på ett sätt som han eller hon borde inse är ägnat att påverka eller vilseleda på sätt som sägs i första stycket [...].*

MmL 8 §

### 7.1 Inledning

Redan 1989 framfördes från utredningshåll förslag på att införa ett nytt brott kallat otillbörlig kurspåverkan.<sup>103</sup> Förslaget avvisades dock av regeringen då det ansågs förenat med oacceptabla svårigheter ur rättssäkerhetssynpunkt att klart och tydligt formulera ett sådant brott.<sup>104</sup> Brottet otillbörlig kurspåverkan infördes först 1997 i LHF och överfördes senare till ISL, för att slutligen införas i MmL.<sup>105</sup> I och med att brottet infördes i MmL ändrade det beteckning till otillbörlig marknadspåverkan och fick ett bredare och mer generellt tillämpningsområde.<sup>106</sup> Förbudet fick en generalklausulsliknande konstruktion, tänkt att träffa många olika typer av beteenden – både redan existerande samt framtida otillbörliga handelsmönster.<sup>107</sup>

Priset på ett finansiellt instrument grundar sig på all den information som finns tillgänglig för just det instrumentet och fluktuationer i kursen sker när ny information tillkommer som leder till att instrumentet upp- eller nedvärderas. På så sätt är priset på ett instrument en informationsbärare. Det

<sup>103</sup> SOU 1989:72, s. 92ff, 431ff.

<sup>104</sup> SOU 1994:68, s. 68.

<sup>105</sup> af Sandeberg (2002), s. 127.

<sup>106</sup> Samuelsson et al. (2005), s. 274.

<sup>107</sup> Lämpligheten i att skjuta mot rörliga mål med straffrättslig lagstiftning kan diskuteras ur ett legalitetsprincipsperspektiv, men det är en diskussion som tyvärr faller utanför ramarna för denna uppsats. Jfr. MmD I, Art. 1.2 och prop. 2004/05:142, s. 166. Det kan konstateras att Sverige valde en mer generalklausulsliknande reglering än den EU valde. Även de förfaranden som är förbjudna enligt MmD I omfattas dock av det svenska förbudet, vilket exempelvis innefattar förfaranden såsom att ingå köp- och säljvital, lämna anbud om slutande av sådant avtal, att vidta andra liknande åtgärder eller föranleda annan till sådan rättshandling när åtgärden är ägnad att vilseleda marknaden.



är just ur det här perspektivet insiderhandel anses ofarligt, den värdering som görs grundar sig på rättvisande men icke-allmän information och bidrar därför till en korrekt prissättning av instrumentet. Otillbörlig marknadspåverkan kan dock inte rättfärdigas på en sådan grund. Otillbörlig marknadspåverkan medför att priset på ett instrument grundas på andra faktorer än (rättvisande) information och att priset drivs bort ifrån dess egentliga ekonomiska värde.<sup>108</sup>

Även förtroendeskäl talar för ett förbud mot otillbörlig marknadspåverkan. Om handlare inte kan ha förtroende för att informationen de handlar på är rättvisande ökar deras riskaversion och därmed även deras avkastningskrav. Detta leder i sin tur till en ineffektiv och illikvid marknad, då fler aktörer avstår från att investera eller vänder sig till en annan marknad.<sup>109</sup> Både direkta effektivitetsskäl och förtroendeskäl – vilket i förlängningen är ett effektivitetsskäl – talar således för ett förbud mot otillbörlig marknadspåverkan och det är mot den bakgrunden förbudet antagits.

Syftet bakom förbudet mot kursmanipulation är att stävja uppkomsten av informationsasymmetrier och det syftet uppnås genom ett förbud inriktat på två olika typer av beteenden. För det första är spridandet av falsk eller vilseledande information förbjudet, s.k. *informationsbaserad manipulation*.<sup>110</sup> Informationsbaserad manipulation kan ske genom spridande av såväl verbal som icke-verbal information. Icke-verbal information är den som sprids genom på marknaden företagna vilseledande transaktioner (såsom egenhandel). Den andra typen av förbjudet beteendet utgörs av *marknadskraftbaserad manipulation*, dvs. att på konstgjort vis – genom transaktioner – låsa fast en kurs vid en onormal nivå. I denna situation finns det inget vilseledande element, det är endast ”den starkes rätt” som överdrivs.<sup>111</sup>

Bestämmelsens skyddsintresse är marknaden, dvs. investerarna som kollektiv och andra berörda såsom borgenärer och kreditgivare. För straffbarhet krävs således att åtgärden ska kunna få till följd att *marknaden* får en felaktig bild av kursställningen av ett visst instrument.<sup>112</sup>

---

<sup>108</sup> Prop. 2004/05:142, s. 40f.

<sup>109</sup> Samuelsson et al. (2005), s. 153.

<sup>110</sup> Termerna informationsbaserad och transaktionsbaserad manipulation är lånade från *Knuts*. Se Knuts (2010), s. 6.

<sup>111</sup> Knuts (2010), s. 221ff.

<sup>112</sup> Prop. 1995/96:215, s. 96-97.

## 7.2 Rekvisiten

### 7.2.1 Handel på värdepappersmarknaden och andra förfaranden

Begreppet *handel på värdepappersmarknaden* definieras ovan under 5.2. Förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan omfattar dock även *andra förfaranden* än handel på värdepappersmarknaden, vilket innebär att vilken åtgärd som helst är straffbar förutsatt att den uppfyller bestämmelsens övriga rekvisit.<sup>113</sup>

### 7.2.2 Uppsåt och oaktsamhet

För straffbarhet krävs det att gärningspersonen inser eller borde inse att åtgärden han eller hon vidtar har en åtminstone potentiell direkt eller indirekt marknadspåverkan,<sup>114</sup> oavsett om det främsta syftet med åtgärden är att påverka instrumentet.<sup>115</sup> Aktsamhetsstandarden som tillämpas i förhållande till oaktsamt vilseledande är antagligen den hos en professionell aktör.<sup>116</sup>

### 7.2.3 Ägnat att

För att dömas för otillbörlig marknadspåverkan är det varken tillräckligt eller nödvändigt att pris eller andra villkor påverkas eller att marknaden vilseleds av handlandet. Det är tillräckligt att en åtgärd har varit *ägnad att* vilseleda marknaden för finansiella instrument, dvs. att gärningspersonen insett eller borde ha insett att agerandet gett upphov till en fara för att marknaden påverkas.<sup>117</sup> Därför ska handlandets allmänna karaktär av otillbörlighet bedömas, snarare än de faktiska effekterna av handlandet. Det är dock ingen speciell typ av ”klassiskt vilseledande åtgärder” som åsyftas, utan bestämmelsen tar sikte på helt ordinära åtgärder som företas i syfte att vilseleda marknaden och därigenom ska anses vara otillbörliga.<sup>118</sup> Att vilseleda marknaden förstås i detta sammanhang som att skapa en kollektiv missuppfattning avseende priset på ett finansiellt instrument och därmed att sätta ur spel prissättningens roll som värdemätare.<sup>119</sup>

---

<sup>113</sup> Samuelsson et al. (2005), s. 276.

<sup>114</sup> Vad direkt och indirekt marknadspåverkan är framgår nedan under avsnitt 7.2.5.

<sup>115</sup> Prop. 2004/05:142, s. 69, 72, 167.

<sup>116</sup> Samuelsson et al. (2005), s. 279-280.

<sup>117</sup> Sevenius och Örtengren (2012), s. 258.

<sup>118</sup> Prop. 1995/96:215, s. 95.

<sup>119</sup> Prop. 2004/05:142, s. 167; Samuelsson et al. (2005), s. 280-282.

## 7.2.4 Otillbörligt

En fråga som diskuterats i litteraturen när det gäller rekvisitet *otillbörligt* är huruvida den egenskapen kan tillskrivas en åtgärd *per se* eller om åtgärden måste förstås mot bakgrund av med vilken avsikt den företogs. Ett enkelt exempel belyser frågeställningen och ger en fingervisning om hur rekvisitet bör tolkas. En person, A, lägger en mycket stor säljorder på aktien X. A kan ha fattat beslutet att lägga säljorden baserat på en värdering av samtlig allmänt tillgänglig information om aktien där A:s slutsats är att aktien är övervärderad. A:s agerande i den situationen kan svårligen beskrivas som otillbörligt. A kan dock även ha lagt en stor säljorder medveten om att det inte finns köpare till det stora antalet aktier och på så sätt försöka låsa X kurs. A:s agerande i den situationen är identiskt med den förra situationen sett till åtgärden som vidtas, men avsikten med åtgärden är en helt annan. Otillbörligheten kan därför sägas ligga i ett klandervärt syfte och inte i åtgärden *per se*.<sup>120</sup>

Att otillbörligheten återfinns i syftet med en åtgärd avslöjar dock inte vilka förfaranden som faktiskt ska anses vara otillbörliga, men lagmotiven ger viss förklaring. De åtgärder som ska anses som otillbörliga sammanfattas i förarbetena med att ”otillbörlighet får förstås [som] sådana förfaranden som inte har något legitimt syfte och som är vilseledande eller kursmanipulativ”.<sup>121</sup> Otillbörlighet går således att dela upp i en åtgärd som (i) saknar legitimt syfte och (ii) är vilseledande eller kursmanipulativ. Artikel 4 och 5 i det första genomförandedirektivet listar ett antal förhållanden som ger ledning vid bedömningen av otillbörlighet och det är sådana typer av beteenden som bör undersökas vidare. Mot bakgrund av att hela bestämmelsens syfte är att motverka åtgärder som betingas av en persons förmåga att påverka priset på ett instrument på annat sätt än genom normal marknadsutveckling, är det åtgärder som inte motiveras av rådande marknadspris och tillgänglig information samt syftar till att påverka marknadspriset som bör anses otillbörliga.<sup>122</sup> I förarbetena angavs bland annat att otillbörlighet normalt bör kunna konstateras när en person företar en åtgärd enbart i syfte att göra en förtjänst på en senare affär.<sup>123</sup>

Vissa transaktioner som är vilseledande eller kursmanipulativa faller dock utanför det straffbara området. Från den EU-rättsliga definitionen av otillbörlighet följer att vilseledande eller kursmanipulativa åtgärder som

<sup>120</sup> Samuelsson et al. (2005), s. 282-284.

<sup>121</sup> Prop. 2004/05:142, s. 72.

<sup>122</sup> Samuelsson et al. (2005), s. 288.

<sup>123</sup> Prop. 1995/96:215, s. 95; Samuelsson et al. (2005), s. 286-288.

överensstämmer med vedertagen branschpraxis undantas det straffbara området.<sup>124</sup> Det är således möjligt att vidta en vilseledande eller kursmanipulativ åtgärd som inte ska anses otillbörlig eftersom den är förenlig med vedertagen branschpraxis.<sup>125</sup>

## 7.2.5 Direkt / Indirekt marknadspåverkan

Direkt marknadspåverkan innebär en påverkan på marknadspriset, dvs. noterad köpkurs, noterad säljkurs eller senast betald kurs. Åtgärder som påverkar köp- eller säljkursen även utan att ordern leder till avslut eller påverkar kursen vid endast en enskild transaktion faller inom det straffbara området.<sup>126</sup> Då i princip alla transaktioner påverkar marknadspriset krävs dock i praktiken att det kan påvisas att prispåverkan lett till att andra köpare och säljare har fått en *felaktig* bild av priset.<sup>127</sup>

Indirekt marknadspåverkan innebär en påverkan på andra villkor för handel än priset eller att på annat sätt vilseleda köpare eller säljare. Med andra villkor för handel avses exempelvis utbud och efterfrågan i ett finansiellt instrument.<sup>128</sup> Att på annat sätt vilseleda köpare eller säljare av finansiella instrument innefattar bland annat spridning av viss information, exempelvis osanna uppgifter på ett chatforum.<sup>129</sup>

---

<sup>124</sup> MmD I, Art. 1.2 a).

<sup>125</sup> Prop. 2004/05:142, s. 167f.

<sup>126</sup> Prop. 2004/05:142, s. 167.

<sup>127</sup> Sevenius och Örtengren (2012) s. 257.

<sup>128</sup> Prop. 2004/05:142, s. 167.

<sup>129</sup> Prop. 2004/05:142, s. 166.

# 8 Rättsfallsredogörelse

## 8.1 Inledning

I det här kapitlet redogörs för svensk domstolspraxis avseende förbuden mot marknadsmissbruk. I och med att MmL införandes ökade antal misstänkta marknadsmissbruksbrott markant. De senaste åren har antalet misstänkta fall i Sverige pendlat mellan 100 och 200 per år för respektive brott, en hög nivå i jämförelse med exempelvis andra nordiska länder.<sup>130</sup>

Då väldigt få fall av misstänkt marknadsmissbruk har prövats av HD är det nödvändigt att även inkludera domar från underinstanserna i denna framställning. Det innebär att det redogörs för ett flertal hovrättsdomar, och även ett fåtal tingsrättsdomar, av den anledningen att det är nödvändigt för en heltäckande bild. Syftet med att redovisa rättsfall är att visa på hur tillämpningen av förbuden faller ut. Det innebär att ett rekvisit endast behandlas i detta avsnitt om dess innebörd har förtydligats, utvidgats eller på något annat fått en ändrad betydelse genom rättstillämpningen. Exempelvis, rekvisitet handel på värdepappersmarknaden kommenteras inte då det konstaterats ovan under 7.2.1 att alla typer av förfaranden kvalificerar sig för en vidare utredning avseende *otillbörlig marknadspåverkan*. Därav, inom ramen för den här uppsatsen, vore det överflödigt att ytterligare definiera rekvisitet i förhållande till otillbörlig marknadspåverkan. Detta gäller även andra rekvisit i förbudsbestämmelserna som lämnats utanför det här kapitlet. För en redogörelse av dem hänvisas till kapitel 6 – 7.

Många författare delar in olika straffbara beteenden i kategorier, såsom *wash sales*, *matched orders*, *pump and dump*, *squeeze* etc.<sup>131</sup> Eftersom det förfarande som beskrivs i avsnitt 3 inte faller inom några av dessa kategorier är det olämpligt att dela in följande rättsfallsredogörelse efter dessa kategorier. Av den anledningen sker redogörelsen rekvisit för rekvisit för att ge en bakgrunden till varför vissa beteenden är förbjudna. På så sätt är det sedan enklare att kontextualisera exempelsituationen för att avgöra dess tillåtlighet.

---

<sup>130</sup> Finansinspektionen, *Anmält till åklagare sedan 1998*, <http://www.fi.se/Tillsyn/Statistik/Marknadsmissbruk/Anmalt-till-aklagare/Anmalt-till-aklagare-sedan-1998/> (Hämtad on 2015-12-01); Knuts (2010), s. 10.

<sup>131</sup> Se bl.a. Sevenius och Örtengren (2012), s. 260ff.

## 8.2 Begreppet insiderinformation

### 8.2.1 Offentliggjord och allmänt känd

Som nämnts ovan har definitionen av insiderinformation en väldigt stor betydelse vid tillämpning av MmL 2 § eftersom tolkningen av begreppet är direkt utslagsgivande för en vidare bedömning och klassificering av misstänkta handlingar.

För att information ska kunna vara insiderinformation krävs det att informationen varken är offentliggjord eller allmänt känd. Rekvisten är alternativa offentliggjord och allmänt känd, även om det är svårt att dra en tydlig skiljelinje mellan dem utifrån lagtext och förarbeten. I ett fall som slutligen avgjordes i hovrätten åtskiljer dock tingsrätten rekvisten. Målet handlade om GE Healthcares uppköp av det svenska bolaget Biacore. GE Healthcare *offentliggjorde* den 20 juni 2006 att de skulle lägga ett uppköpsbud på Biacore och frågan var om dessa uppgifter varit *allmänt kända* före offentliggörandet. Uppgifter om att Biacore var en uppköpskandidat hade nämligen läckt ut och florerat under en lång tid före GE Healthcares offentliggörande. Domstolen ansåg dock att det förhållandet att det florerade rykten om att Biacore var en uppköpskandidat måste skiljas från situationen när GE Healthcare offentliggör ett konkret uppköpsbud, eftersom informationen inte är densamma. Informationen att det fanns ett konkret bud blev allmänt känd i och med offentliggörandet av GE Healthcares anbud.<sup>132</sup>

Tingsrätten öppnade alltså upp för möjligheten att informationen som vid en senare tidpunkt offentliggjordes av GE Healthcare redan innan offentliggörandet kunde vara allmänt känd och visade att det är två rekvisit som måste prövas separat. Hovrätten gjorde i frågan inte någon annan bedömning än tingsrätten.

### 8.2.2 Ägnad att väsentligt påverka priset

Formuleringen *ägnad att* innebär att det inte behöver visas att priset på ett instrument faktiskt har påverkats väsentligt av en omständighet, utan det är tillräckligt att visa att omständigheten typiskt sett har en sådan effekt.<sup>133</sup>

---

<sup>132</sup> Svea Hovrätt B 7956-07, 2008-01-04, s. 18f.

<sup>133</sup> Det är inte nödvändigt att det av informationen går att dra slutsatsen att kursen kommer att röra sig i viss riktning (uppåt eller nedåt). Se Svea Hovrätt B 6724-14, 2015-06-15, s. 2, 14f. Hovrätten hänvisar även till EU-domstolens dom av den 11 mars 2015 i mål C-628/13, *Jean-Bernard Lafonta Mot Autorité des marchés financiers*, i vilken EU-domstolen konstaterar ”att varken artikel 1.1 eller 1.2 i första genomförandedirektivet kräver att

Domstolarnas uppgift blir då att utifrån sin erfarenhet försöka avgöra vilken information som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument.<sup>134</sup> I vissa mål åberopas ändå en faktisk prispåverkan som grund för att omständigheten, trots att det alltså inte är en förutsättning för straffansvar.<sup>135</sup>

Domstolarna har funnit att många olika typer av information är ägnad att väsentligen påverka kursen på ett finansiellt instrument, även om de sällan ger detta rekvisit mycket utrymme.<sup>136</sup> Information om att ett bolag med en omsättning på 56 miljoner kr fått en order till ett värde av 45 000 euro, med möjlighet att ordern kunde leda till ytterligare affärer för bolaget, ansågs vara ägnad att väsentligt påverka kursen på aktierna i bolaget.<sup>137</sup> Information som skulle presenteras på en årsstämma om att försäljningen under det första kvartalet var lägre än under motsvarande period året innan ansågs uppfylla väsentlighetsrekvisitet.<sup>138</sup> I ett mål rörande ett bolag som tillverkade vacciner ansågs information om att utvecklingen av ett särskilt vaccin fördröjts vara väsentligt kurspåverkande.<sup>139</sup> Information om en överenskommelse där ett bolag skulle förse en bank med ett program för att kunna motverka kreditkortsbedrägerier ansågs även den vara ägnad att väsentligt påverka aktiekursen i bolaget som skulle förse banken med programmet.<sup>140</sup> Föga förvånande ansågs även information om ett förestående uppköp av samtliga aktier i ett bolag uppfylla väsentlighetsrekvisitet.<sup>141</sup>

Två olika mål med gemensam bakgrund visar dock att utgången i frågan om vad som är ägnat att *väsentligen* påverka kursen på ett finansiellt instrument inte alltid är självklar. Vid ett styrelsemöte i ett börsnoterat bolag tillkännagavs det att bolaget mottagit en muntlig accept av en för bolaget betydande offert. Två styrelseledamöter förvärvade efter mötet aktier i bolaget, varpå bindande avtal ingicks och offentliggjordes.

---

informationen gör det möjligt att förutse i vilken riktning priset på det berörda finansiella instrumentet kommer att påverkas för att kunna betraktas som insiderinformation.”

<sup>134</sup> Sjöblom (2012), s. 393ff.

<sup>135</sup> Se bl.a. Svea Hovrätt B 7638-09, 2010-04-27, där åklagaren gjorde gällande att en kursstegring om 6,50 kr visade på att omständigheten var ägnad att väsentligt påverka priset på det finansiella instrumentet. Tingsrätten fann att omständigheten var ägnad att påverka aktiepriset, men inte väsentlig utsträckningen.

<sup>136</sup> En förklaring som lyfts fram i litteraturen är att det kan vara svårt att på ett precist sätt redogöra för grunden att en omständighet har en kraftigt prispåverkande roll. En annan förklaring är att det ofta inte är nödvändigt att förklara varför en omständighet är prispåverkande, särskilt i de fall omständigheten sedermera offentliggjorts och lett till en väsentlig kurspåverkan. Se Sjöblom (2012), s. 394.

<sup>137</sup> Se Svea Hovrätt B 6037-08, 2009-03-06.

<sup>138</sup> Se Svea Hovrätt B 4911-09, 2010-06-01.

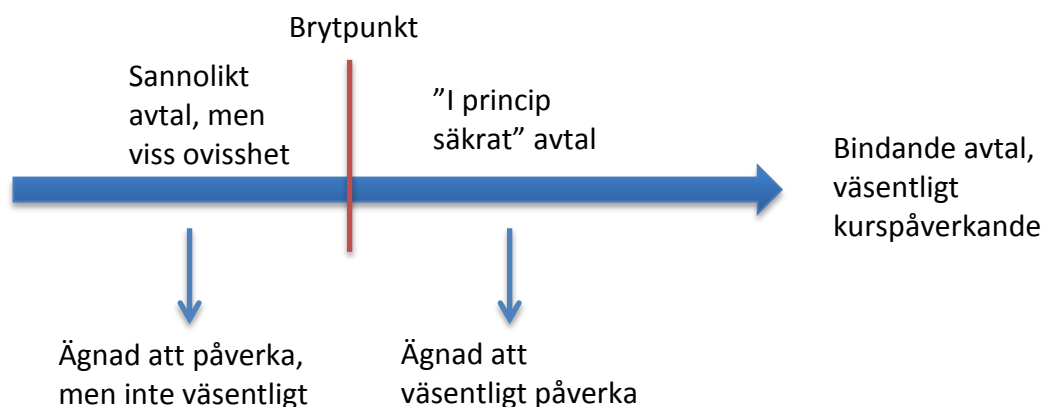
<sup>139</sup> Se Svea Hovrätt B 422-09, 2010-11-17.

<sup>140</sup> Se Göta hovrätt B 3228-09, 2010-12-20.

<sup>141</sup> Se bl.a. Svea Hovrätt B 7956-07, 2008-01-04 och Svea Hovrätt B 174-08, 2009-03-30.

Styrelseledamöterna som hade handlat aktier åtalades för insiderbrott i olika domstolar vid olika tidpunkter, i vilka den centrala frågan blev om information om den muntliga accepten av offerten var ägnad att väsentligt påverka bolagets aktiekurs.<sup>142</sup> I det första målet menade hovrätten att informationen uppfyllde väsentlighetsrekvisitet. Ordern i sig var att betrakta som väsentligt kurspåverkande och de ansåg att avtal var praktiskt taget säkrat redan vid styrelsemötet, varför informationen uppfyllde rekvisitet.<sup>143</sup> I det andra målet kom tingsrätten visserligen fram till att information om avtalet var väsentligt kursdrivande, men att det rörde så pass stor ovisshet huruvida affären skulle bli av (det var endast ”sannolikt”), varför informationen som delgavs på styrelsemötet endast var ägnad att *påverka* priset. Tingsrättens dom fastställdes senare av hovrätten.<sup>144</sup>

Båda domstolarna ansåg således att ordern i sig var väsentligt kurspåverkande, men drog utifrån informationen som lämnades på styrelsemötet olika slutsatser om sannolikheten att bolaget skulle få ordern. Information om att ordern var sannolik ansågs vara ägnad att ha en *påverkan* på aktiekursen, medan information om att ordern var praktiskt taget säkrad var ägnad att *väsentligt påverka* aktiekursen. Följaktligen, storleken av en omständighets potentiella påverkan på aktiekursen utvärderades utefter sannolikheten att den faktiskt inträffar. Det torde innebära att det är tillåtet att handla i ett bolags aktier med vetskap om att långt gångna förhandlingar rörande ett för bolaget mycket viktigt avtal pågår. Nedan illustreras grafiskt vad domarna synes betyda, ”Brytpunkten” indikerar när handel med vetskap om förhandlingarna faller inom det straffbara området.<sup>145</sup>



Figur 1. Brytpunkten mellan påverkan och väsentlig påverkan

<sup>142</sup> RH 2009:29; Svea Hovrätt B 7638-09, 2010-04-27, s. 6.

<sup>143</sup> RH 2009:29.

<sup>144</sup> Svea Hovrätt B 7638-09, 2010-04-27, s. 9f.

<sup>145</sup> De olika slutsatserna i domarna grundar sig delvis på en skillnad i bevisföring och bevisvärdering, snarare än en skillnad i lagtolkning.



### 8.2.3 Specifik natur

Ett krav för att information ska kunna anses vara insiderinformation är att informationen är av *specifik natur*, dvs. anger en omständighet eller händelse av vilken det går att dra slutsatser om dess potentiella prispåverkan på berört instrument.<sup>146</sup>

HD har i ett fall tagit berört tillämpningen av rekvisitet. Målet rörde huruvida en person, T.L., hade fått insiderinformation eller inte. T.L. var bekant med A.A. och kände till att A.A. var adjungerad till styrelsen ett bolag, vars dotterbolag T.L. var aktieägare i. A.A. gav vid ett tillfälle T.L. rådet att sälja aktierna, varpå dotterbolaget gick i konkurs. HD prövade då huruvida säljrådet kunde kvalificera sig som information av *specifik natur*.<sup>147</sup>

Åklagaren gjorde gällande att T.L. fått insiderinformation bestående i vetskapen om att A.A. genom sin relation med dotterbolaget haft insiderinformation om bolaget och med denna information uppmanat T.L. att sälja aktierna. HD höll dock inte med. A.A.:s ställning som adjungerad till styrelsen var registrerad och således en *offentliggjord* uppgift. Enbart ett råd att köpa eller sälja aktien var inte en sådan omständighet som är ägnad att påverka priset på aktien, varför informationen inte var av *specifik natur*.<sup>148</sup>

HD uttalade dock att det kan förekomma situationer då enbart ett råd att köpa eller sälja aktier kan anses innefatta information om en omständighet av specifik natur. Uttalandet får antas syfta på situationer i vilka ett råd lämnas och personen som får rådet förstår vilken omständighet som föranleder det.<sup>149</sup> Ett köp- eller säljråd från en insider får dock ofta antas vara grundat på en omständighet av specifik natur som kan påverka kursen och som insidern känner till enbart av den anledningen att personen är en insider, annars skulle informationen redan justerat priserna och rådet vara helt överflödigt. En person som tar emot ett sådant råd och följer det borde också inse detta. HD:s tolkning av insiderinformation kan med anledning av ovan anses snäv, men följer lagtextens ordalydelse då enbart ett råd svårligen innebär att information om en omständighet av specifik natur lämnas.

---

<sup>146</sup> Se ovan under 5.3.4.

<sup>147</sup> NJA 2008 s. 292.

<sup>148</sup> NJA 2008 s. 292.

<sup>149</sup> Sjöblom (2012), s. 389f.

Domstolarna har i ett annat fall visat viss flexibilitet vad gäller kravet på omständighet av specifik natur. I ett hovrättsfall konstaterade domstolen att åtal om insiderbrott kan vara styrkt trots att det inte exakt är visat *vilken* information som lämnats ut, förutsatt att det är tillförlitligen styrkt att insiderinformation har lämnats. Målet har fått kritik för att tumma på legalitetsprincipen då det bör vara svårt att styrka att informationen faktiskt innefattar en omständighet av specifik natur när det inte kan visas exakt vilken information som lämnats ut. Uttalandet får dock anses innebära att det inte är nödvändigt att kunna styrka den exakta lydelsen av ett informationsutbyte då dessa ofta sker muntligt, förutsatt att det visas att ett utlämnande av insiderinformation verkligen skett.<sup>150</sup>

## 8.3 Insiderbrotten

### 8.3.1 Uppsåt

För att uppsåt ska föreligga i insidermål krävs, förutom att uppsåtet täcker de faktiska omständigheterna och följderna av beteendet, att gärningspersonen insåg att han hade fördel av icke allmänt känd eller offentliggjord prispåverkande information, dvs. insiderinformation.<sup>151</sup> Uppsåtsbedömningen i insidermål är ofta relativt okomplicerad. Personer åtalade för insiderbrott har inte sällan stor erfarenhet av aktiehandel, en omständighet domstolar anser visar att gärningspersonen då också måste inse att viss information är att betrakta som insiderinformation.<sup>152</sup> Särskilda kunskaper och erfarenhet av aktiehandel tjänar således som bevisfaktum för uppsåt. Även kunskap inom andra områden kan tjäna som bevisfaktum. I en hovrättsdom anförde domstolen att mångårig erfarenhet av styrelsearbete – och därmed förvärvade kunskaper om regler gällande insiderhandel – innebär att uppsåt föreligger i förhållande till viss informations prispåverkande egenskaper.<sup>153</sup>

Uppsåt har även ansetts kunna manifesteras genom gärningspersonens agerande efter transaktionen. I ett insidermål skrev gärningspersonen en kommentar på ett chatforum i vilket han redogjorde för informationen han

---

<sup>150</sup> Svea Hovrätt B 7956-07, 2008-01-04, s. 9; Sjöblom (2012), s. 390. Detta mål avgjordes slutligt av HD vilka friade den tilltalade. Åklagaren hade i gärningsbeskrivningen angett att den tilltalade hade fått insiderinformationen från en viss person, men lyckades aldrig bevisa att så faktiskt skett. Således, på grund utav utformningen av gärningsbeskrivningen kunde inte en fällande dom meddelas då en sådan dom skulle kräva ett konstaterande att informationen kommit från någon annan än den åklagaren angett. Detta hade i sin tur avsett en annan gärning än den åtalet avsåg, vilket inte hade varit tillåtet. Se NJA 2013 s. 7.

<sup>151</sup> Se ovan under 6.1.3.

<sup>152</sup> Se bl.a. Svea Hovrätt B 422-09, 2010-11-17.

<sup>153</sup> RH 2009:29.

innehade, när den skulle offentliggöras samt att den skulle leda till en ”grym uppgång”. Mot bakgrund av kommentaren konstaterade domstolen att gärningspersonen var medveten om sitt informationsövertag gentemot marknaden samt att informationen legat till grund för hans investeringsbeslut.<sup>154</sup>

### 8.3.2 Den som får insiderinformation

I förarbeten anges att kravet att gärningspersonen ska ha *fått* insiderinformationen innebär att all information som består i vetskap om egna framtida planer på transaktioner och egna utförda analyser av tillgängligt material faller utanför det straffbara området.<sup>155</sup> Denna tolkning kom dock att utvidgas av ett hovrättsfall. I målet var de tilltalade i fråga anställda hos en fondkommissionär och de påstods ha förvärvat ett stort antal aktier i ett amerikanskt bolag, Pinkerton, med vetskap om att Securitas planerade att förvärva samtliga aktier i Pinkerton. Uppgiften om Securitas uppköpsplaner bedömdes vara ägnad att väsentligen påverka kursen på Pinkertons aktier. De tilltalade medgav att de handlat aktier i Pinkerton, men invände att de aldrig *fått* information om Securitas uppköpsplaner. De menade att Securitas intresse för den amerikanska marknaden var allmänt känt på grund av rapportering i media och att de, genom arbetet hos fondkommissionären, märkt av ett ökat intresse i Pinkertonaktien. Detta hade lett fram till slutsatsen att Securitas hade för avsikt att lämna ett uppköpsbud på Pinkerton.<sup>156</sup>

De tilltalade ansågs inte ha fått insiderinformation utan ansågs ha dragit slutsatser utifrån egna observationer och efterforskningar. Det intressanta är att deras analys inte endast grundar sig på allmänt tillgänglig information. Uppgiften att Securitas hade ett intresse av den amerikanska marknaden hade visserligen publicerats i DN och får därför anses vara allmänt tillgänglig. Däremot kan det faktum att de tilltalade märkt ett ökat intresse för Pinkertonaktien på sin arbetsplats svårligen beskrivas som en omständighet av allmänt tillgänglig karaktär. Rättsfallet kan därför sägas bredda området för vad som anses falla utanför rekvisitet *fått* insiderinformation; analyser grundade på allmänt tillgänglig information, *samt* analyser grundade på icke allmänt tillgängliga uppgifter men som när de betraktas var för sig inte kan sägas vara insiderinformation faller utanför det straffbara området.<sup>157</sup>

---

<sup>154</sup> Svea Hovrätt B 6724-14, 2015-06-15, s. 16.

<sup>155</sup> Se ovan under 6.2.1.

<sup>156</sup> Stockholms tingsrätt B 1432-99, 2001-01-25, s. 106ff; Samuelsson et al. (2005), s. 219.

<sup>157</sup> Samuelsson et al. (2005), s. 219f.

### 8.3.3 Handel för egen eller annans räkning

Rekvisitet *handel för egen eller någon annans räkning* omfattar endast handel som utförs av fysiska personer. Rekvisitetet omfattar dock även handel som utförs av en fysisk person, med tillgång till insiderinformation, å såväl annan *fysisk* som *juridisk* persons vägnar.<sup>158</sup> I själva verket är det vanligt förekommande i praxis att personen som döms för insiderhandel har handlat finansiella instrument å en juridisk persons vägnar. I praxis finns exempel på personer som dömts för insiderbrott då de avyttrat aktier för ett närstående aktiebolags räkning,<sup>159</sup> då de avyttrat aktier för egen del såväl som för sitt privata aktiebolags räkning,<sup>160</sup> när förvärv av aktierna skedde till förmån för aktiebolag i vilket personen verkade som VD<sup>161</sup> samt när förvärv skedde å bolags räkning i vilket personen verkade som styrelseordförande.<sup>162</sup>

## 8.4 Otillbörlig marknadspåverkan

### 8.4.1 Uppsåt och oaktsamhet

Både uppsåtlig och oaktsam otillbörlig marknadspåverkan är straffbar. Som nämns ovan är det inte nödvändigt att det yttersta syftet med en åtgärd är otillbörlig marknadspåverkan. Det är tillräckligt att agerandet har en marknadspåverkan och att gärningspersonen inser eller borde inse att agerandet sänder vilseledande signaler till marknaden.<sup>163</sup> En hovrättsdom rörande marknadskraftbaserad manipulation belyser det sagda. I fallet lades en säljorder om 130 000 aktier ut med en lägsta säljkurs om 79 kr. Vid den tidpunkten var den aktuella kursen 83 kr. Säljorden återkallades efter några få minuter. Hovrätten ansåg att ordern som hade lagts var en ”bombmatta”, då den skapade ett sådant säljtryck att den effektivt förhindrade möjliga kursuppgångar. Åtgärden framstod utåt sett som normal, men påverkade priset på aktien. Gärningspersonen försvarade sig med att han faktiskt ville sälja aktierna, men medgav att ett delmotiv var att låsa aktiekursen. Hovrätten menade att gärningspersonen haft uppsåt att låsa aktiekursen och detta manifesterades dels av gärningspersonens själva agerande (den stora ordern och det snabba återkallandet), dels genom medgivandet att det fanns ett visst sådant motiv.<sup>164</sup>

---

<sup>158</sup> Se ovan under 6.2.2.

<sup>159</sup> Se RH 1990:102.

<sup>160</sup> Se Göta hovrätt B 320-90, 1991-05-30.

<sup>161</sup> Se NJA 1994 s. 404.

<sup>162</sup> Se Svea Hovrätt B 2118-94, 1995-06-02.

<sup>163</sup> Se ovan under 7.2.2.

<sup>164</sup> Svea Hovrätt B 6675:00, 2001-10-30, s. 3ff.

## 8.4.2 Ägnat att

Att en åtgärd ska vara *ägnad att* otillbörligen påverka marknaden kräver som nämnt inte att ett faktiskt vilseledande uppstår. Däremot krävs det att åtgärden som vidtas skapar en fara för att vilseledande uppstår, det är således handlandets allmänna karaktär av otillbörlighet som ska bedömas.<sup>165</sup> Samma hovrättsfall som kommenterats närmast ovan belyser även tolkningen av rekvisitet *ägnat att*. Hovrätten menade att det genom gärningspersonens agerande gick att utläsa att hans åtgärd var ägnad att vilseleda marknaden, då den stora ordern fångade upp alla köporders och därmed låste kursen och att han direkt efter den betydelsefulla tidpunkten återkallade säljorden.<sup>166</sup>

I ett annat hovrättsfall förtydligade domstolen vilka transaktioner som ska anses vara ägnade att påverka *priset* på ett finansiellt instrument. Domstolen uttalade att utgångspunkten bör vara att alla transaktioner som företas på värdepappersmarknaden ska anses vara ägnade att påverka marknadspriset. Endast om det står klart att en transaktion inte under några omständigheter innebär en konkret risk för att marknadspriset påverkas bör en transaktion anses inte vara ägnad att påverka marknadspriset. Ett exempel på en sådan transaktion menade domstolen kunde vara en transaktion avseende ett helt obetydligt belopp.<sup>167</sup>

## 8.4.3 Otillbörligt

### 8.4.3.1 Vedertagen branschpraxis

När MmL infördes uttalades det i propositionen att ”otillbörlighet får förstås [som] sådana förfaranden som inte har något legitimt syfte och som är vilseledande eller kursmanipulativ”.<sup>168</sup> Från den EU-rättsliga definitionen av otillbörlighet framgår dock att förfaranden som visserligen ger eller kan förväntas ge vilseledande signaler inte faller inom det straffbara området såtillvida de överensstämmer med vedertagen branschpraxis och att skälen till att transaktionen är legitima.<sup>169</sup> I MmL infördes aldrig detta undantag, utan det konstaterades endast att en åtgärd i enlighet med vedertagen

---

<sup>165</sup> Se ovan under 7.2.3.

<sup>166</sup> Svea Hovrätt B 6675:00, 2001-10-30, s. 5.

<sup>167</sup> RH 2012:85.

<sup>168</sup> Prop. 2004/05:142, s. 72.

<sup>169</sup> MmD I, Art. 1.2.

branschpraxis som har motiverats av legitima skäl aldrig kan anses vara otillbörlig.<sup>170</sup>

Effekten av detta är att transaktioner som inte överensstämmer med vedertagen branschpraxis automatiskt anses vara otillbörliga. I en hovrättsdom uttalar domstolen att

”Hovrätten finner [...] utrett att M.N.:s handel med sig själv skett i strid mot gällande godtagen marknadspraxis. Hans syfte med egenhandeln saknar därför betydelse.”<sup>171</sup>

Alltså, en kursmanipulativ eller vilseledande åtgärd i strid mot marknadspraxis är alltid otillbörlig. Sker däremot en kursmanipulativ eller vilseledande åtgärd i överensstämmelse med marknadspraxis är den tillåten såtillvida den även är motiverad av ett legitimt syfte.

### 8.4.3.2 Skentransaktioner

Otillbörligheten i en åtgärd kan alltså sägas ligga i ett icke-legitimt syfte, så länge åtgärden inte strider mot branschpraxis.<sup>172</sup> En typ av fall som av domstolar regelmässigt ansetts utgöra otillbörlig marknadspåverkan är skentransaktioner då de strider mot branschpraxis. Skentransaktioner sprider alltid vilseledande, transaktionsbaserad information till marknaden – även om priset på instrumentet inte påverkas – då sådana transaktioner skapar en felaktig bild av omsättningen i instrumentet.

I ett hovrättsfall som i huvudsak rörde insiderbrottslighet, handlade en delfråga om otillbörlighet i förhållande till skenavtal. En av gärningspersonerna hade vid ett flertal tillfällen utfört skenaffärer, varje avslut till en kurs högre än tidigare avslut, i syfte att driva upp priset på aktien. Domstolen konstaterade att beteendet uppfyllde otillbörlighetsrekvisitet, då det stred mot vedertagen branschpraxis.<sup>173</sup>

Även egenhandel (s.k. *wash sales*) strider mot branschpraxis och är vanligt förekommande i marknadsmissbruksmål.<sup>174</sup> Det är en situation som aktualiserar flera av de signaler på otillbörlig marknadspåverkan som finns

---

<sup>170</sup> Prop. 2004/05:142, s. 167. Detta bygger på att alla åtgärder i strid mot gällande branschpraxis också kan sägas vara otillbörliga, då vald konstruktion medför att alla sådana beteenden automatiskt kvalificerar sig som otillbörliga.

<sup>171</sup> Svea Hovrätt B 3553-13, 2013-12-02, s. 4.

<sup>172</sup> Se ovan under 7.2.4. Så länge frågan rör på marknaden företagna transaktioner är det i princip alltid endast en bedömning av syfte som företas, se ovan under 8.4.3.1.

<sup>173</sup> Stockholms tingsrätt B 1432-99, 2001-01-25, s. 111ff; Svea Hovrätt B 1461-01, 2002-06-20.

<sup>174</sup> Stockholms tingsrätt B 10848-14, 2015-09-23. Se även. Svea Hovrätt B 11030-13, 2014-05-16, i vilket även priset påverkades. Egenhandel är väldigt vanligt förekommande i marknadsmissbruksdomar.

uppräknade i artikel 4 i första genomförandedirektivet.<sup>175</sup> Det leder till att utbud och efterfrågan på instrumentet påverkas vilket och kan även leda till att priset på ett finansiellt instrument drivs uppåt eller nedåt. Dessutom, syftet bakom egenhandel är ofta att möjliggöra en förtjänst längre fram (inte sällan för att uppnå skattemässiga fördelar), något som enligt förarbetena ”normalt” innebär att otillbörlighetsrekvisitet är uppfyllt.<sup>176</sup>

### 8.4.3.3 Legitimt syfte

Otillbörlig marknadspåverkan har endast prövats av HD i ett fall och då tillmätte domstolen bedömningen av otillbörlighet väldigt stor betydelse. Fallet rörde en person som under loppet av mindre än en timme drev upp priset på en aktie med 270 %. Handeln skedde i en aktie med låg likviditet, vilket innebar att alla transaktioner hade en stor inverkan på aktiens pris. När handeln avslutades föll priset tillbaka till den nivå på vilken gärningspersonen börjat handla.<sup>177</sup> Domstolen konstaterade inledningsvis att transaktionerna varit ägnade att påverka marknadspriset på instrumentet, men också att alla transaktioner är det – särskilt när handeln sker i ett instrument med låg likviditet och hög volatilitet.<sup>178</sup> Vad gäller bedömningen av rekvisitet otillbörlig konstaterade domstolen att

”[...] utgångspunkten för bedömningen av otillbörlighetskravet måste vara att en kurs som utgör resultatet av vanligt utbud och efterfrågan ska anses vara en normal kurs som inte utgör resultatet av en otillbörlig påverkan. Om den som köper eller säljer i ett sådant fall själv tar den reella affärsmässiga risken för upp- eller nedgång i aktiekursen bör det gälla högt ställda krav för att transaktionen ska anses otillbörlig.”<sup>179</sup>

Att transaktioner driver upp priset på en aktie kan inte ensamt motivera att handeln anses otillbörlig, då så stora köporders per definition leder till kraftiga uppgångar i en dylik aktie. Dessutom agerade gärningspersonen på existerande utbud, dvs. köporders som lagts in redan innan han påbörjade handeln. Domstolen kom fram till att gärningspersonen hade tagit den kommersiella risken av att köpa aktierna till ett högre pris än dagens startkurs och att handeln motiverats av affärsmässiga skäl, varför den inte var att anse som otillbörlig.<sup>180</sup>

---

<sup>175</sup> En signal som listas är att transaktionen inte leder till någon verklig förändring av det verkliga ägandet av instrumentet och en annan är att transaktionen utgör en betydande andel av den dagliga omsättningen i instrumentet. Se Första genomförandedirektivet, Art. 4.a och 4.c.

<sup>176</sup> Jfr. prop. 1995/96:215, s. 95. Se även Svea Hovrätt B 4343-07, 2008-05-30, där domstolen uttalar att det knappast kan finnas några legitima skäl till att handla med sig själv på en värdepappersmarknad.

<sup>177</sup> NJA 2013 s. 978, p. 1-3.

<sup>178</sup> NJA 2013 s. 978, p. 23.

<sup>179</sup> NJA 2013 s. 978, p. 22.

<sup>180</sup> NJA 2013 s. 978, p. 24-31.

NJA 2013 s. 978 är ett viktigt fall då det markerar gränsen för vilka kurspåverkande åtgärder som är tillåtna då de anses motiverade av legitima intressen. Även om handel i ett instrument driver kursen kraftigt uppåt är det ändå möjligt att handeln motiveras av aktuellt pris och tillgänglig information. Att två personer har tillgång till exakt samma information hindrar inte att de kommer fram till olika kommersiellt betingade värderingar av ett instrument. Handel kan exempelvis motiveras av en önskan att uppnå ett visst ägande i ett bolag. En sådan anledning att köpa till ett högre pris kan svårligen bedömas vara icke affärsmässig.

En del av existensberättigandet för en marknad är att sammanföra köpare och säljare som värderar en tillgång olika och resultatet av deras affärer är att pris och villkor för handeln påverkas. En reglering får därför inte medföra att den förhindrar aktörer att handla utifrån olika slutsatser av tillgänglig information eller att den försämrar marknadens reaktionsförmåga när ny information tillkommer – att det finns ett starkt köpintresse i ett visst instrument är ofta information som används vid spekulation på värdepappersmarknader. Därför är HD:s avgörande viktigt, då det drar en tydligare gräns mellan tillåten, kommersiellt motiverad, marknadspåverkan och otillbörlig marknadspåverkan.<sup>181</sup>

#### 8.4.3.4 Serie av åtgärder

Ett hovrättsfall behandlar hur förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan ska tillämpas i förhållande till fler än en åtgärd. En person handlade mellan två egna depåer, en svensk och en utländsk. Personen medgav att han genom handeln ville få till stånd ett högt ingångsvärde på aktien i sin svenska depå, eftersom han senare skulle kunna sälja aktierna till lägre pris och uppnå en realisationsförlust användbar ur skattesynpunkt.

Genomförandet var som så att en mindre köporder först lades ut med en limit motsvarande det högsta säljpriset, i syfte att ”dra upp” priset på aktien, och avslut skedde hela vägen upp till limiten. Därefter lade gärningspersonen ut en större köporder med en limit strax under den förra från sin svenska depå, följt av en säljorder på samma antal och till samma kurs från den utländska depån. Båda transaktionerna företogs inom den aktuella spreaden för aktien, men de bedömdes ändå *påverka* aktiepriset vilket grundades på att avslut skedde till en kurs över den kurs domstolen själv ansåg vara ”marknadsmässig” för instrumentet. Att den andra

---

<sup>181</sup> Tidigare har domstolar haft en benägenhet att döma för otillbörlig marknadspåverkan i all form av kursupptrivning, då det anses skapa en missvisande bild av prissättningen på instrumentet, se bl.a. Stockholms tingsrätt B 12916-10, 2011-02-02. HD klargör dock med det här fallet att inte alla former av kursupptrivning är otillbörlig och således straffbar.



transaktionen är otillbörlig – oavsett eventuell risk för prispåverkan – är klart, eftersom det var fråga om egenhandel.

Den första transaktionen, däremot, där personen endast agerade på ett redan existerande utbud av säljorders, är svårare att bedöma som otillbörlig. Som HD konstaterar i utdraget ur NJA 2013 s. 978 ovan bör det gälla högt ställda krav för att en transaktion ska anses vara otillbörlig i fall där en person agerar på ett existerande utbud. Den första transaktionen företogs dock endast i syfte att få till stånd avslut till en hög kurs.<sup>182</sup> En kurspåverkande åtgärd utförd med ett sådant syfte är precis vad förbudet är inriktat mot, varför även den åtgärden bedömdes vara otillbörlig.<sup>183</sup> Det intressanta med fallet är att den första transaktionen antagligen inte hade ansetts vara otillbörlig om den andra transaktionen aldrig företagits.<sup>184</sup>

#### 8.4.4 Direkt / Indirekt marknadspåverkan

I nästan alla fall som redogjorts för ovan har gärningspersonen åtalats för direkt marknadspåverkan. Ett undantag är Stockholms tingsrätts mål B 10848-14, 2015-09-23, i vilket priset på aktien inte påverkades. Däremot ansågs transaktionerna påverka andra villkor för handeln, nämligen omsättningen i instrumentet, alltså en indirekt marknadspåverkan.<sup>185</sup>

Den sista formen av vilseledande, att på annat sätt vilseleda köpare och säljare av finansiella instrument, har bara prövats av domstol i ett fall. Målet handlade om en person som i chattinlägg utgett sig för att vara barn till en person med kännedom om prispåverkande information i ett bolag listat på Stockholmsbörsen. De flesta inläggen var svagt underbyggda spekulationer om en kommande kursuppgång, men ett inlägg innehöll flera påståenden med mer konkret innehåll. Tingsrätten fann att personens inlägg varit ägnat att sprida vilseledande uppgifter för att påverka aktiepriset och dömde för svindleri (ingen diskussion kring brottskonkurrens förekom, åklagaren hade yrkat på både otillbörlig marknadspåverkan och svindleri). Även hovrätten ansåg att personens handlande varit ägnat att otillbörligen, på annat sätt än att påverka marknadspriset, vilseleda köpare och säljare av instrumentet i fråga. På grund av bristande uppsåt dömdes dock aldrig för brott.<sup>186</sup>

---

<sup>182</sup> För att kunna överföra den större posten till den svenska depån till en högre kurs, samtidigt som kursen ändå var lägre än tidigare avslut.

<sup>183</sup> RH 2005:14.

<sup>184</sup> Jfr. NJA 2013 s. 978. Hade den andra transaktionen inte företagits hade situationen varit snarlik den i NJA 2013 s. 978 och torde då bedömts på samma sätt.

<sup>185</sup> Stockholms tingsrätt B 10848-14, 2015-09-23.

<sup>186</sup> Hovrätten för Övre Norrland B 459-08, 2009-02-05, s. 6, 12f.

## Del IV – Övriga rättsliga förutsättningar

# 9 Korta positioner

## 9.1 Inledning

Det andra ledet i förfarandet beskrivet under kapitel 3 ovan innefattar tagande av korta positioner. Korta positioner är ännu ett område som är reglerat inom värdepappersrätten, varför en redogörelse över korta positioners ställning i rättssystemet är nödvändigt.

På en finansiell marknad görs det skillnad mellan långa och korta positioner. Det som i dagligt tal kallas för ”aktiehandel” syftar vanligtvis på endast den ena delen av de positioner som tas på en värdepappersmarknad, de långa. En lång position i ett instrument används av aktörer som tror på en uppgång i det instrumentet. Korta positioner är den raka motsatsen till de långa, de tas av en person som tror på en nedgång i ett visst instrument (eller för att hedga, dvs. för att ”försäkra” sig mot en nedgång). I denna uppsats redogörs för tre korta positioner – blankning, optioner samt CFD:er – men listan på olika korta positioner kan göras lång.<sup>187</sup>

Gemensamt för alla korta positioner är deras ekonomiska riskstruktur. Ur ett ekonomiskt perspektiv tror en person som förvärvar en kort position på en nedgång och söker således en ekonomisk fördel till följd av sjunkande priser på ett finansiellt instrument. Vid korta positioner är förtjänstrisken begränsad av att värdet på instrumentet aldrig kan bli negativt och priset på ett instrument i förvärvsögonblicket utgör således den absoluta gränsen för hur mycket förtjänst som kan göras per aktie. Eftersom en aktie inte har ett maxpris är däremot förlustrisken obegränsad.<sup>188</sup>

Handelsstrategier som omfattar korta positioner kan kategoriseras som offensiva eller defensiva. I en offensiv strategi nyttjas korta positioner i rent spekulationssyfte, dvs. som ett sätt att ”betta” på att kursen på ett instrument kommer att sjunka och som således kommer att resultera i en förtjänst eller en förlust. I en defensiv strategi används korta positioner med ett hedgingsyfte. En kort position innebär då att en investerare, tillsammans med investerarens alla andra positioner, minskar totalrisken. Även korta positioner i ett hedgingsyfte kommer att resultera i en förtjänst eller en

---

<sup>187</sup> Se Blankningsförordningen, Art. 3.1-2 och MifiD Bilaga I Avsnitt C. För en redogörelse för optioner och CFD:er, se Bilaga A nedan.

<sup>188</sup> Riskstrukturen vid långa positioner är den rakt motsatta, förlustrisken är begränsad och förtjänstrisken obegränsad, eftersom ett instrument aldrig kan sjunka i värde lägre än till noll medan det däremot inte existerar något maxpris. Se Knuts (2009), s. 63.

förlust, men på grund utav att den korta positionen sker i samband med andra investeringar kommer den *totala* förtjänsten eller förlusten minska.<sup>189</sup>

## 9.2 Blankning

Blankning är den enda korta position där affären faktiskt sker på värdepappersmarknaden medan alla andra korta positioner utgörs av derivatavtal eller derivatpositioner. Marknadskonsekvenserna av blankning kontra de andra korta positionerna är därför olika. Eftersom blankning genomförs på värdepappersmarknaden får de samma konsekvenser som vanliga börstransaktioner, dvs. blankning bidrar till högre omsättning i de instrument som blankas och det kan även fungera kursdrivande. Derivatavtal och derivatinstrument är däremot inte synliga i handeln av det finansiella instrument till vilket derivaten är knutna. Därför har de – i alla fall i teorin – ingen påverkan på handeln av instrumenten som sådan.<sup>190</sup> Dessutom, eftersom blankning innebär att värdepapper avyttras och förvärvas på värdepappersmarknaden omfattas förfarandet av MmL.<sup>191</sup>

Enkelt uttryckt innebär blankning att ett värdepapper säljs av en person som vid försäljningstillfället inte är ägare till värdepappret i fråga.<sup>192</sup> Två olika typer av blankning förekommer, *äkta* och *naken* blankning. Äkta blankning innebär att en aktör säljer ett värdepapper som han eller hon har i sin besittning, men inte äger. Besittningen grundar sig då på ett lån av värdepappret från tredje part. Den (eventuella) ekonomiska förtjänsten består i skillnaden mellan det högre försäljningspriset och det lägre återköpspriset. Säljaren är dock normalt tvungen att betala långivaren en avgift för lånet. Vid naken blankning sker försäljning utan att aktören har värdepappret i sin besittning, dvs. utan att värdepappret har lånats in före försäljning och därmed utan att behöva betala en låneavgift. I naken blankning tar säljaren istället en avvecklingsrisk, alltså en risk att han eller hon inte kan leverera de värdepapper som sålts inom den tid säljaren har på sig att avveckla affären (vanligtvis tre dagar).<sup>193</sup>

Under normala omständigheter utfyller blankning en viktig funktion på marknaden, särskilt då blankning bidrar till marknadslikviditet och effektiv prisbildning.<sup>194</sup> I kölvattnet av den globala finanskrisen 2008 ökade dock

---

<sup>189</sup> Knuts (2009), s. 63.

<sup>190</sup> Knuts (2009), s. 63f.

<sup>191</sup> Jfr. MmL 1 § 2-3 pp. och VpmL 1 kap. 4 § 1-2 pp.

<sup>192</sup> För en EU-rättslig definition av blankning se Blankningsförordningen, Art 2.b).

<sup>193</sup> Knuts (2009), s. 60f.

<sup>194</sup> Ds 2012:10, s. 17f; Blankningsförordningen, skäl 5 ingressen. Exempelvis, emissionsinstitut som åtagit sig att garantera en emission hjälps av möjligheten till

misstron mot blankning. Blankning kan nämligen i vissa situationer förstärka en nedåtgående spiral och bidra till systemrisker på en redan turbulent finansmarknad. Därför införde flera länder, bland annat inom EU, olika restriktioner mot blankning och andra korta positioner, vilket ledde till att EU ansåg att det fanns ett behov av harmonisering på området. Detta lagstiftningsinitiativ från EU resulterade i Blankningsförordningen.<sup>195</sup>

## 9.3 Blankningsförordningen

Huvudsyftet med Blankningsförordningen var att öka transparensen avseende korta positioner i finansiella instrument.<sup>196</sup> Ytterligare syften var att försöka begränsa eventuella avvecklingsproblem samt minimera risker i samband med naken blankning, då naken blankning anses öka risken för utebliven avveckling och volatilitet.<sup>197</sup> Därför tillåts numera, i enlighet med Blankningsförordningen, endast blankning när ett av följande villkor är uppfyllda:

1. Säljaren har lånat instrumentet eller vidtagit åtgärder som leder till liknande rättslig verkan;
2. Säljaren har avtalat om att låna instrumentet eller har annan definitivt verkställbar fordran om överförande av äganderätt så att avveckling kan ske på rätt dag; eller
3. Säljaren har en överenskommelse med tredje part i vilken tredje part har bekräftat att aktien lokaliserats och vidtagit nödvändiga åtgärder som krävs för att säljaren ska ha en rimlig anledning att tro att avveckling kan ske på rätt dag.<sup>198</sup>

I enlighet med Blankningsförordningen utfärdade kommissionen en genomförandeförordning som kompletterar bestämmelserna i den.<sup>199</sup> Kommissionen tolkade de tre punkterna ovan som att blankning endast är tillåtet i två fall. Antingen måste aktien lånas eller åtminstone reserveras hos ett värdepappersinstitut, central motpart eller liknande innan blankning sker. Eller, om blankningen avser likvida aktier eller om värdepapperna ska köpas tillbaka samma dag, behöver de inte lånas eller reserveras innan blankningen genomförs. I det senare fallet krävs det dock en bekräftelse från ett värdepappersinstitut att aktien är lätt att låna eller köpa i den mängd som

---

blankning. Därtill innebär blankning att möjligheterna till att utnyttja felprissättningar ökar, vilket i sin tur bidrar till en effektiv marknad.

<sup>195</sup> Ds 2012:10, s. 17f; Prop. 2011/12:175, s. 10f.

<sup>196</sup> Blankningsförordningen, skäl 7-10 ingressen.

<sup>197</sup> Blankningsförordningen, skäl 4, 18-19 ingressen.

<sup>198</sup> Blankningsförordningen, Art. 12.1.

<sup>199</sup> Blankningsförordningen, Art. 12.2.

är aktuell samt att de anser sig kunna göra aktien tillgänglig för avveckling i aktuell mängd inom viss tid.<sup>200</sup>

Enligt förordningen klassas en aktie som likvid om den uppfyller ett av två kriterier. Antingen måste aktien uppfylla likviditetskriterier enligt MifID, vilket innebär att aktien antingen måste ha ett fritt marknadsvärde på minst 500 miljoner euro samt att det dagliga antalet transaktioner i aktien i genomsnitt är minst 500 eller att den genomsnittliga dagsomsättningen är lägst 2 miljoner euro.<sup>201</sup> Det andra kriteriet är att aktien ingår i nationellt index och utgör ett underliggande instrument till ett derivatkontrakt som är upptaget till handel på en handelsplats.<sup>202</sup> FI har utsett OMXS30 till nationellt index.<sup>203</sup>

Blankningsförordningen innehåller inga restriktioner avseende äkta blankning, men i vissa särskilda situationer tillåter den att nationella behöriga myndigheter – i Sverige FI<sup>204</sup> – inför sådana. Vid ogynnsamma händelser eller ogynnsam utveckling som utgör ett allvarlig hot mot den finansiella stabiliteten eller marknadsförtroendet får FI införa ett totalt förbud eller särskilda villkor för blankningstransaktioner, förutsatt att åtgärden är nödvändig för att avvärja hotet och fördelarna med åtgärden överväger nackdelarna för den finansiella marknadens effektivitet.<sup>205</sup>

Det är även möjligt för FI att förbjuda eller begränsa möjligheten till blankning av ett specifikt finansiellt instrument, om priset på det instrumentet sjunkit avsevärt under en handelsdag och det behövs för att förhindra ett okontrollerat prisfall. Begränsningen av blankningsmöjligheterna ska som huvudregel gälla en dag. Ett prisfall på 10 % räknas som ”avsevärt” för likvida aktier.<sup>206</sup> För övriga aktier anses ett prisfall på 10-40 % som ”avsevärt”, beroende på aktie.<sup>207</sup>

Blankningsförordningen innehåller även krav på anmälan eller offentliggörande om en persons korta nettoposition överstiger vissa tröskelvärden.<sup>208</sup> Ett innehav av en kort nettoposition om minst 0,2 % av det emitterade aktiekapitalet i ett företag ska anmälas till FI och därefter ska

---

<sup>200</sup> Första genomförandeförordningen avseende blankning, Art. 5, 6, 8.

<sup>201</sup> Jfr. MifID, Art. 27 och Genomförandeförordning Mifid, Art. 22.

<sup>202</sup> Första genomförandeförordningen avseende blankning, Art. 6.4.

<sup>203</sup> Finansinspektionen, *Frågor och svar om blankning*,

<http://www.fi.se/Rapportering/Blankning/Fragor-och-svar-om-blankning/Ovrigt1/#N0>

(hämtad 2015-12-01).

<sup>204</sup> Lag (2012:735) med kompletterande bestämmelser till EU:s blankningsförordning 2 §.

<sup>205</sup> Blankningsförordningen, Art. 20.

<sup>206</sup> Blankningsförordningen, Art. 23.

<sup>207</sup> Andra genomförandeförordningen avseende blankning, Art. 23.1.

<sup>208</sup> Blankningsförordningen, Art. 10.

anmälan ske för varje ytterligare 0,1 % förändring.<sup>209</sup> Anmälan ska bland annat innehålla uppgifter som identifierar den person som innehar positionen, det företag i vilket positionen innehas samt storleken på positionen.<sup>210</sup> Ett innehav av en kort nettoposition om minst 0,5 % av det emitterade aktiekapitalet i ett företag ska offentliggöras på FI:s hemsida, där även varje förändring om 0,1 % ska publiceras.<sup>211</sup> Att beräkna en kort nettoposition är relativt komplicerat, men ser förenklat ut såhär: Om A innehar 200 aktier i bolag X och blankar 500 aktier i X har A en kort nettoposition om 300.<sup>212</sup>

---

<sup>209</sup> Blankningsförordningen, Art. 5.

<sup>210</sup> Blankningsförordningen, Art. 9.

<sup>211</sup> Blankningsförordningen, Art. 6, 9.

<sup>212</sup> Blankningsförordningen, Art. 3. För att beräkna en kort nettoposition subtraheras alltså en persons samtliga långa positioner från de korta.

# 10 Övriga förutsättningar

## 10.1 Inledning

Som framgår under kapitel 3 ovan används ogiltighetstalan av patent för att framkalla den för exempelsituationen nödvändiga kursnedgången. Frågan om förfarandets förenlighet med den svenska marknadsmissbruksregleringen påverkas således av ett par andra rättsliga institut. För det första aktualiseras det rättsliga institutet *rätten till (rättvis) rättegång* och dess ställning i förhållande till exempelsituationen. Dessutom spelar regleringen av *ogiltighetstalan av patent* en central roll när förfarandets tillåtlighet ska avgöras. Nedan följer därför en redogörelse av dessa områden, varpå tillåtligheten av exempelsituationen slutligen kan undersökas.

## 10.2 Rätten till (rättvis) rättegång

Genom lag (1994:1219) om den europeiska konventionen angående skydd för de mänskliga rättigheterna och de grundläggande friheterna gäller EKMR som lag i Sverige. Av 2 kap. 19 § RF följer att ingen lag eller föreskrift får i Sverige meddelas i strid med EKMR. Av artikel 6 EKMR framgår att alla har rätt till en rättvis rättegång, vilket innebär en rätt att få sina civila rättigheter och skyldigheter prövade. Rätten till rättvis rättegång innefattar bland annat en rätt att tillträda domstol.<sup>213</sup> Denna rätt gäller även juridiska personer.<sup>214</sup>

Rätten till rättegång är en grundbult i en rättsstat; oavsett de faktiska förutsättningarna i det enskilda fallet ska det finnas en möjlighet att få sin sak prövad. Vissa krav ställs dock för att få tillträde till domstol. Kravet som ställs är att tvisten ska vara *reell* och *seriös*, men det är inte nödvändigt att kunna formulera ett välgrundat anspråk.<sup>215</sup> Det anses föreligga en klar presumtion för att tvister är reella och seriösa.<sup>216</sup> HD har betonat att avsteg från principen om rätt till rättegång endast får göras i mycket speciella fall.<sup>217</sup>

---

<sup>213</sup> Warnling-Nerep (2010), s. 89f.

<sup>214</sup> Warnling-Nerep (2010), s. 97; Danelius (2012), s. 150.

<sup>215</sup> Danelius (2012), s. 150ff.

<sup>216</sup> Europadomstolens avgörande den 1 juli 1997 i *Rolf Gustafsson mot Sverige*.

<sup>217</sup> Se NJA 2008 s. 278, i vilken domstolen konstaterande att kravet på att en tvist måste vara reell och seriös ska tillämpas väldigt restriktivt. Anförs laga grunder för en talan är kravet på att tvisten reell och seriös i princip uppfyllt.



På senare tid har dock HD öppnat upp för att rätten till rättegång inte är helt absolut i alla avseenden. I ett fall från 2006 hade en konkursförvaltare väckt en talan om bristtäckning som senare förlorades. Konkursbona ålades att ersätta motparternas rättegångskostnader, men saknade tillräckliga medel för att göra så fullt ut. Motparterna väckte då talan mot konkursförvaltaren för resterande del. HD konstaterade att ett konkursbo får driva även en förlorande talan trots att medel för att täcka upp kostnaderna vid förlust inte fanns i boet. Det intressanta med domen återfinns dock i två av de fem justitierådens skiljaktiga motivering. Dissidenterna lyfte frågan om den bakomliggande intressentens ansvar – i detta fall staten. De ansåg att ansvarsgenombrott möjligen skulle kunna aktualiseras, men den frågan var inte uppe för prövning i förevarande fall.<sup>218</sup>

I ett senare av HD avgjort fall överfördes dock ersättningskyldigheten till den bakomliggande intressenten. I fallet överläts en skadeståndstalan till en juridisk person, vilken inte drev någon annan verksamhet. Skadeståndstalan ogillades och bolaget ålades att ersätta motparten. Då personerna bakom bolaget (aktieägarna) endast hade tillskjutit medel tillräckligt för att driva talan kunde ingen ersättning erläggas. Bolaget försattes senare i konkurs. Talan väcktes då mot personerna bakom bolaget gällande ersättning. HD ålade i detta fall aktieägarna att ersätta motparten, med motiveringen att hela förfarandet syftade till att kringgå RB:s regler om ansvar för rättegångskostnader och därmed rubba den balans och incitament som reglerna söker åstadkomma.<sup>219</sup>

Förutom den uppenbara betydelsen av dessa rättsfall att en dylik talan kan bli dyr att föra för aktieägarna till ett processförande bolag, ligger den för uppsatsen omedelbara betydelsen inte i att ansvarsgenombrott kan bli aktuellt ifall en process drivs på ett visst sätt. Relevansen ligger snarare i att ett missbruk eller utnyttjande av en i lag stadgad rättighet, rätten till rättegång, kan resultera i ett åsidosättande av en annars central rättsnorm, som en ”bestraffning” för beteendet.

## 10.3 Patent och ogiltighet

Patent beviljas uppfinningar som kan tillgodogöras industriellt och de innebär att patentinnehavaren beviljas en ensamrätt att yrkesmässigt utnyttja uppfinningen.<sup>220</sup> Det är ett instrument som försöker balansera

---

<sup>218</sup> NJA 2006 s. 420.

<sup>219</sup> NJA 2014 s. 877. HD åsidosatte i fallet alltså central rättsnorm (1 kap. 3 § ABL), att aktieägare inte är personligt ansvariga för aktiebolag.

<sup>220</sup> PL 1 §.

uppfinningsriktighet med en rad andra intressen och det är en delikat balansgång. I grunden ett monopol beviljat av staten inskränker det en rad allmänna och individuella intressen, såsom fri konkurrens och prisbildning.

Under senare tid har kritik mot patentsystemet också lyfts från olika håll. Bland annat har samhällskostnaderna av systemet – i form av bland annat statisk konkurrensbegränsning, monopolistisk prissättning och snedvridande effekter – ansetts allt för höga. Dessutom har kritik riktats mot att alltför många patent av dålig kvalitet beviljas, vilket leder till att utvecklingen snarare hämmas än främjas av patentsystemet.<sup>221</sup>

Ogiltighetsgrunderna för patent återfinns i PL 52 § 1st och grunderna kan sägas vara tvådelade. Den första gruppen ogiltighetsgrunder riktar in sig på felaktigheter i samband med patentbeviljandet; om ett patent inte borde blivit beviljat, men ändå blev det, ska det i efterhand kunna ogiltigförklaras.<sup>222</sup> Den andra gruppen av ogiltighetsgrunder riktar in sig på fel som patentet blivit behäftade med efter beviljandet. Om patentet exempelvis har utvidgats efter beviljandet kan hela patentet ogiltigförklaras.<sup>223</sup>

Talerätt i en ogiltighetstalan har den som lider *förfång* av patentet.<sup>224</sup> Detta rekvisit kan synas som en begränsning av talerättsberättigade i en ogiltighetstalan mot ett patent, men det utgör egentligen ingen som helst begränsning. När patentlagen infördes diskuterades det om ”envar” skulle användas istället för *var och en som lider förfång* för att avgöra vilken personkrets som innehar talerätt. Det senare valdes med motiveringen att den praktiska skillnaden var ”obetydlig”,<sup>225</sup> då ”det knappast finns något hinder att vem som helst på står [sic!] sig förnärad av ett patent”.<sup>226</sup>

Det sagda innebär att alla som känner att de lider skada av ett patent har rätt att föra en ogiltighetstalan mot det. Mot bakgrund av vad ett patent innebär är det inte särskilt anmärkningsvärt. Som det uttalas i förarbetena, ”patentet riktar sig mot alla och envar och det är en naturlig följd härav att man inte begränsar talerätten”.<sup>227</sup>

---

<sup>221</sup> SOU 2006:080, s. 34.

<sup>222</sup> PL 52 § 1st 1-2p.

<sup>223</sup> PL 52 § 1st 3-4p.

<sup>224</sup> PL 52 § 5st.

<sup>225</sup> Prop. 1966:40, s. 193f.

<sup>226</sup> Prop. 1966:40, s. 193.

<sup>227</sup> Prop. 1966:40, s. 192.

## Del V – Analys och slutsatser

# 11 Är förfarandet tillåtet?

## 11.1 Inledning

När nu samtliga rättsliga förutsättningar redogjorts för, är det dags i det här kapitlet att analysera förutsättningarna gentemot det första ledet av frågeställningen, nämligen: Är exempelsituationen tillåten? Först ställs förfarandet i relation till Blankningsförordningen och dess bestämmelser om korta positioner. Därefter undersöks förfarandets förenlighet med den svenska marknadsmissbruksregleringen.

## 11.2 Blankningsförordningen

Reglerna i Blankningsförordningen skiljer sig åt för aktier som klassificeras som likvida och för aktier som inte gör det. Fingerprint Cards ingår inte i OMXS30 och är därför inte att se som likvid av den anledningen. Aktien uppfyller dock båda – i och för sig alternativa – kriterierna för likvida aktier i MifiD. Fingerprint Cards B har en genomsnittlig daglig omsättning över 2 miljoner euro, aktien har dessutom ett fritt marknadsvärde över 500 miljoner euro och det dagliga antalet transaktioner i aktien överstiger 500.<sup>228</sup> Det är således reglerna för likvida aktier som ska tillämpas på korta positioner i Fingerprint Cards.

Eftersom aktien är likvid finns det enligt Blankningsförordningen inget krav på att låna in aktierna innan avyttring sker. Ifall aktierna inte lånas in innan avyttring krävs det däremot en bekräftelse från ett värdepappersinstitut att aktien är lätt att köpa eller låna i aktuell mängd samt att institutet anser sig kunna göra aktien tillgänglig för avveckling i aktuell mängd när så krävs.

Innehavet skapar inte någon skyldighet att anmäla eller offentliggöra positionen hos FI, då det är klart mindre än 0,2 % (i exempelvis blankningsfallet skapas en kort nettoposition om 0,05 % (32 722/62 039 135)).<sup>229</sup> Skyldighet att anmäla eller offentliggöra hade emellertid inte på något sätt äventyrat möjligheten att genomföra transaktionerna.

FI har möjlighet att införa allmänna eller särskilda förbud mot korta positioner i två fall. Ett allmänt förbud – eller införande av särskilda villkor – för korta positioner får införas vid ogynnsamma händelser eller en

---

<sup>228</sup> Se ovan under 9.3.

<sup>229</sup> Se nedan under Bilaga B.

ogynnsam utveckling som utgör ett allvarligt hot mot den finansiella stabiliteten eller marknadsförtroendet, förutsatt att fördelarna med förbudet eller villkoren överväger nackdelarna. Ett sådant förbud torde dock inte vara aktuellt i den här situationen. Transaktionerna sker på en så pass isolerad del av marknaden att marknaden som helhet inte är i fara. Vid ett avsevärt prisfall i ett instrument under en och samma handelsdag, ett prisfall som för likvida aktier måste överstiga 10 %, får dock FI införa ett förbud eller en begränsning av möjligheten att ta korta positioner i det instrumentet. Exemplet utgår från att prisfallet i Fingerprint Cards kommer att uppgå till 6 %, <sup>230</sup> men det är inte omöjligt att prisfallet överstiger 10 % och att ett förbud mot tagande korta positioner i aktien blir aktuellt. Eftersom införande av förbud eller villkor för handeln får införas först efter prisfallet är det dock oproblematiskt i förhållande till exempelsituationen, då den utgår från att tagandet av korta positioner är omedelbart – transaktionerna sker alltså innan prisfallet ens påbörjat.

Således är de korta positionerna i exemplet förenliga med Blankningsförordningens bestämmelser. Nästa steg är då att avgöra om de även är förenliga med marknadsmissbruksregleringen.

## 11.3 Insiderhandel

Som redan nämnt klassificeras alla tre instrument i exemplen som *finansiella instrument*. Vidare, transaktionerna i alla tre exempel faller inom definitionen av *handel på värdepappersmarknaden*.<sup>231</sup> Innan förfarandet prövas mot insiderbrotten måste dock informationen även konstateras vara *insiderinformation*.

Information av *specifik natur* är information som har bäring på viss omständighet eller händelse som är direkt kopplad till prisbildningen av ett instrument. Informationen i det här fallet utgörs av vetskap om en inledd ogiltighetstalan mot två av Fingerprint Cards centrala patent. Informationen i sig är specifik och även om dess publicering inte har någon faktisk effekt på Fingerprint Cards aktie, så torde informationen vara att anse som information som typiskt sett är kopplad till prisbildningen av ett instrument och därmed anses vara av specifik natur.<sup>232</sup> Detta är också ett rimligt antagande mot bakgrund av NJA 2008 s. 292. Om ett köp- eller säljråd ligger och balanserar på gränsen mellan information av specifik och icke-

---

<sup>230</sup> Se nedan under Bilaga B.

<sup>231</sup> Se avsnitt 5.2 och Bilaga A.

<sup>232</sup> En risk att förlora patenten innebär en risk för företaget att förlora ensamrätten till den enskilt största inkomstkällan, vilket såklart påverkar aktiepriset.

specifik natur så torde informationen i nuvarande fall klart falla inom gränserna för information av specifik natur.

Att informationen ska vara *ägnad att påverka priset på ett finansiellt instrument* har två olika betydelser. Till att börja med ska tillkännagivande av dylik information typiskt sett leda till kraftiga kursförändringar, en faktisk kursförändring är inte nödvändig.<sup>233</sup> Vidare ska den typiska kursförändringen vara just *väsentlig*. I praxis har många olika omständigheter och händelser ansetts uppfylla väsentlighetsrekvisitet.<sup>234</sup> Flera olika parametrar kan användas för att avgöra om en kursförändring är väsentlig eller ej. Bland annat en stor procentuell kursavvikelse, allmänna tendenser på marknaden, instrumentets speciella egenskaper – såsom ett högt eller lågt aktievärde eller aktiens volatilitet – är olika parametrar som ska beaktas. Ogiltighetstalan i exemplen förs mot Fingerprint Cards två mest centrala patent, vilka i alla fall på den svenska marknaden får anses vara av väldigt stor betydelse.<sup>235</sup> Räkneexemplen nedan i Bilaga B förutsätter en sexprocentig kursavvikelse, vilket även är den kursavvikelse som måste användas för att i den här uppsatsen pröva tillåtligheten av förfarandet. Kursavvikelsen sker i ett instrument som visserligen är väldigt volatilt, men vars allmänna trend är kraftigt stigande (Fingerprint Cards B har stigit med flera hundra procent sedan årsskiftet). Dessutom sker det på en marknad som har haft en positiv trend den senaste tiden. Allt sammantaget förefaller det som att informationen om den inledda ogiltighetstalan är ägnad att väsentligt påverka kursen i Fingerprint Cards.

Den sista delen av insiderinformation är att den varken får vara *allmänt känd* eller *offentliggjord*. Offentliggjord tar sikte på en handling – *att offentliggöra* – medan allmänt känd snarare handlar om den faktiska vetskapen hos allmänheten. Bakom rekvisitet offentliggjord finns således en avsikt att tillgängliggöra information för den som vill söka reda på informationen. En inledd ogiltighetstalan är därför att anse som en offentliggjord uppgift. Så fort en stämningsansökan har lämnats in är den registrerad i ett offentligt register, vilket innebär att den är tillgänglig för vem som helst.<sup>236</sup> Uppgiften blir dock inte allmänt känd direkt när den registreras, utan då måste den först också spridas.<sup>237</sup> Då rekvisiten är

---

<sup>233</sup> Jfr. Svea Hovrätt B 6724-14, 2015-06-15. Det är inte nödvändigt att det utifrån informationen går att dra slutsatsen att priset kommer påverkas i viss riktning, bara att det kommer väsentligt påverkas.

<sup>234</sup> Jfr. ovan under 5.3.3 och 8.2.2.

<sup>235</sup> Jfr. RH 2009:29. Ogiltighetstalan har redan inletts, varför ”sannolikheten” att det inträffar inte har någon betydelse. Inte heller spelar sannolikheten att patenten faktiskt ogiltigförklaras någon roll, då informationen det handlas på endast är ogiltighetstalan.

<sup>236</sup> Jfr. NJA 2008 s. 292.

<sup>237</sup> Bakom rekvisitet allmänt känd finns en vetskap hos något mer än en begränsad, sluten krets.

alternativa är det tillräckligt att uppgiften är offentliggjord för att den omöjliga ska anses vara insiderinformation. Således faller förfarandet beskrivet under kapitel 3 ovan inte inom området för insiderbrotten.

## 11.4 Otillbörlig marknadspåverkan

### 11.4.1 Inledning

Den första frågan i förhållande till otillbörlig marknadspåverkan att ta ställning till är: Vilka typer av beteenden triggar igång förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan? Rekvisitetet *handel på värdepappersmarknaden och andra förfaranden* innebär att alla förfaranden kvalificerar sig för en vidare utredning av dess eventuella otillbörlighet.<sup>238</sup> Således kan både handlingen att inleda en ogiltighetstalan av patent samt handlingen att ta de korta positionerna prövas mot förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan. Av RH 2005:14 framgår också att en i sig tillbörlig åtgärd kan ses som otillbörlig i ljuset av senare handlingar, varför hela förfarandet kan prövas mot förbudet.

### 11.4.2 Tagandet av korta positioner

Vid en bedömning av transaktionerna som en isolerad händelse, torde de inte vara att anse som otillbörlig marknadspåverkan. Som HD uttalar i NJA 2013 s. 978 ska det, när en person köper ett instrument till en kurs som utgör resultatet av normalt utbud och efterfrågan, gälla högt ställda krav för att transaktionen ska anses otillbörlig om den som köper själv tar den reella affärsmässiga risken för upp- eller nedgång. I exempelsituationerna tas positionerna mot bakgrund av den nya informationen som blivit tillgänglig, dvs. personen som agerar värderar Fingerprint Cards lägre än vad som gällde innan väckandet av talan och utnyttjar felpriissetningen i instrumenten. Dessutom agerar personen på ett redan existerande utbud av säljorders. Huruvida kursen kommer sjunka eller inte till följd av spridningen av nyheten får anses vara utanför aktörens kontroll och därmed bör han eller hon också anses ta den affärsmässiga risken för en eventuell uppgång istället för nedgång. Handeln synes bära de kännetecken de flesta värdepapperstransaktioner bär; spekulering grundad på tillgänglig information om instrumentet. Slutsatsen blir således att de korta positionerna, sett som en isolerad händelse, inte träffas av förbudet mot

---

<sup>238</sup> Se ovan under 7.2.1.

otillbörlig kurspåverkan, då de i allra högsta grad motiveras av rådande prisläge och tillgänglig information.<sup>239</sup>

### 11.4.3 Ogiltighetstalan av patent

Det går snabbt att avfärda den inledda ogiltighetstalan, sett som isolerad händelse, som en otillåten handling, då en annan slutsats skulle leda till att börsnoterade bolags patent hamnar i ett slags vakuum dit inga utmaningar kan nå in. En ogiltighetstalan, utan en efterföljande kort position, kan bland annat inte sägas vara *ägnad* att vilseleda marknaden för finansiella instrument. En ogiltighetstalan får i de allra flesta fall förutsättas vara gjord för att få till stånd ett ogiltigförklarande av ett bolags patent, inte som ett verktyg för att vilseleda marknaden avseende priset på ett finansiellt instrument.

### 11.4.4 Hela förfarandet

#### 11.4.4.1 Inledning

Fördelen med att pröva den inledda ogiltighetstalan i ljuset av de korta positionerna är – sett från förbudsivrarnas perspektiv – att det potentiellt finns bättre täckning för rekvisiten eftersom det finns fler omständigheter att beakta.<sup>240</sup> Exempelvis, i exempelsituationerna tas korta positioner i Fingerprint Cards direkt efter ogiltighetstalan har lämnats in till domstol och det agerandet kan fungera som bevisfaktum för att uppsåt att vilseleda marknaden förelåg.<sup>241</sup> Om inte annat är det tillräckligt att ett delmotiv är att vilseleda marknaden, och det motivet torde kunna styrkas genom agerandet.<sup>242</sup>

Frågan om personen som utför åtgärden inser att den är *ägnad att otillbörligen påverka marknadspriset, andra villkor för handeln eller på annat sätt vilseleda köpare och säljare av Fingerprint Cards* är något komplicerad då det är en ”square peg/round hole”-situation. Förbudet är främst inriktat helt ordinära åtgärder men som företas i syfte att vilseleda. Att inleda en ogiltighetstalan för att möjliggöra en ekonomisk förtjänst i bolaget vars patent utmanas är dock inte en ordinär åtgärd.

---

<sup>239</sup> Transaktionerna är visserligen ägnade att påverka marknadspriset på instrumenten, då handeln svårigen kan beskrivas som obetydlig. Jfr. RH 2012:85.

<sup>240</sup> Jfr. RH 2005:14 där domstolen verkar ha bedömt en transaktion som otillbörlig i ljuset av en senare företagen transaktion. Att en viss åtgärd i sig själv inte är otillbörlig hindrar alltså inte att den anses otillbörlig i ljuset av en senare företagen åtgärd.

<sup>241</sup> Jfr. Svea Hovrätts mål B 6675:00, 2001-10-30.

<sup>242</sup> Jfr. RH 2005:14 och Svea Hovrätt B 6675:00, 2001-10-30.



Att beteendet inte kan karaktäriseras som marknadskraftbaserad manipulation är klart, då inga transaktioner görs som på konstlat sätt låser fast kursen. Inte heller är det informationsbaserad manipulation, genom spridande av transaktionsinformation, då inga vilseledande transaktioner görs. Det innebär att beteendet måste karaktäriseras som informationsbaserad manipulation, genom spridande av verbal information för att anses vara otillåtet.

#### 11.4.4.2 Ägnat att

För att vara ett otillbörligt vilseledande måste förfarandet bedömas vara ägnat att på något sätt vilseleda marknaden.<sup>243</sup> På ett sätt kan beteendet sägas vara ägnat att påverka instrumentet eftersom det innebär att ny information tillförs och information har på en perfekt marknad en exklusivt prispåverkande roll. Dock kan gränsen för åtgärder som anses ägnade att påverka ett instrument inte dras vid alla åtgärder som innebär att ny information tillförs, då detta vore en tolkning som innefattar alla tänkbara åtgärder. Det torde krävas en tydligare koppling mellan åtgärd och påverkan. Eftersom det inte finns något direkt samband mellan ogiltighetstalan och aktiepris eller andra villkor för handeln i Fingerprint Cards, utan en eventuell påverkan är endast en bieffekt av ogiltighetstalan, anser jag inte att talan är ägnad att påverka handeln på så sätt.<sup>244</sup>

Det sagda innebär att åtgärden måste bedömas vara ägnad att på annat sätt vilseleda köpare och säljare av instrumentet för att vara i strid mot förbudet – går en ogiltighetstalan att likställa med spridning av osanna uppgifter? Till att börja med omöjliggör ett jakande svar på den frågan sin egen existens. En ogiltighetstalan inte kan konstateras vara grundlös – och därmed jämförbar med ett falskt påstående – förrän den har prövats. Det torde vara starkt olämpligt att dra gränsen för vad som ska anses vara ägnat att vilseleda marknaden vid hur väl underbyggd en ogiltighetstalan är, då en sådan tolkning av rekvisitet *ägnat att* innebär att en domstol skulle behöva göra en slags ”förprovning” i en helt annan fråga än den om otillbörlig marknadspåverkan.

---

<sup>243</sup> Genom att otillbörligt påverka pris eller andra villkor för handeln, eller genom att på annat sätt vilseleda köpare och säljare av instrumentet.

<sup>244</sup> Som nämns ovan under 7.2.3 ska en bedömning av handlandets allmänna karaktär av otillbörlighet göras, inte en bedömning av de faktiska effekterna av ett handlande. En ogiltighetstalan kan därför inte anses vara ägnad att påverka priset eller andra villkor för handeln i ett instrument, eftersom det inte är ett förfarande som typiskt sett innebär en otillbörlig marknadspåverkan.

Vidare, det enda en patentutmaning kommunicerar är just att patenten är utsatta för en ogiltighetstalan. Därför kan det ifrågasättas huruvida någon risk för en kollektiv missuppfattning avseende priset på Fingerprint Cards ens uppstår – en ogiltighetstalan är vad det är, varken mer eller mindre. På samma sätt som med all annan information är det marknadens uppgift att värdera vad den här informationen innebär. Således, oavsett om gärningspersonen inser att åtgärden kommer att påverka instrumentet – och utför åtgärden med det syftet – bör den inte anses vara ägnad att *vilseleda* marknaden då åtgärden inte kan anses medföra en risk att övriga aktörer får en felaktig prisbild av instrumentet.<sup>245</sup>

### 11.4.4.3 Otillbörligt

Trots slutsatsen i stycket ovan är det inte omöjligt att en domstol skulle anse att en ogiltighetstalan inledd av en person i syfte att påkalla en nedgång i ett instrument vara ägnad att vilseleda marknaden. För att helt kunna avfärda att beteendet är otillåtet bör därför utredas huruvida åtgärden kan anses vara otillbörlig eller inte och den bedömningen utgår således från att beteendet anses *ägnat att vilseleda* marknaden.

Av otillbörlighetsrekvisitets tillämpning i praxis kan det i bästa fall sägas vara *svårt* att greppa de rättsligt relevanta grunder vilka konstituerar otillbörlighet. Rekvisitet valdes för att kunna innefatta redan existerande icke önskvärda otillbörliga handelsmönster, men även framtida icke önskvärda handelsmönster vilka inte gick att precisera vid lagens införande. Effekten blir att förutsebarheten minskar, vilket är oroväckande vid beaktande av legalitetsprincipen. HD fastslog dock i NJA 2013 s. 978 att det ska gälla högt ställda krav vid bedömningen av syftet bakom en åtgärd vid tillämpningen av otillbörlighetsrekvisitet.

Bedömningen av otillbörlighet utgår från uttalandet att ”otillbörlighet får förstås [som] sådana förfaranden som inte har något legitimt syfte och som är vilseledande eller kursmanipulativ”.<sup>246</sup> Av Svea Hovrätts mål B 3553-13, 2013-12-02, framgår emellertid att syftet med åtgärden är irrelevant så länge åtgärden strider mot vedertagen branschpraxis. Likväl, då vedertagen branschpraxis inte kan sägas innehålla ett förbud mot förfarandet beskrivet i denna uppsats måste denna bedömning av otillbörlighet fokusera på syftet med åtgärden.

---

<sup>245</sup> Att gärningspersonen inser att agerandet är ägnat att påverka instrumentet torde gå att utläsa ur hans beteende. Jfr. Svea Hovrätt B 6675:00, 2001-10-30.

<sup>246</sup> Se ovan under 7.2.4.

En första fråga är om ett icke-legitimt syfte alltid förutsätter en underliggande olaglighet eller annars otillåtet handlande i den verksamhet om vilken information flyter ut till marknaden, eller om stundvis även det som är lagligt men ”mycket fräckt” kan räcka upp till otillbörligheten. Att sprida falsk information om ett bolag i syfte att påverka aktiekursen är olagligt, medan en ogiltighetstalan av patent inte är det. Tvärtom, det rör sig om utövande av en i lag stadgad grundläggande mänsklig rättighet. Kan det utövandet på något sätt ändå räcka upp till otillbörlighet? Det är i detta avseende frågan om huruvida rätten till rättegång är absolut blir intressant. Det är ingen tvekan om att en ogiltighetstalan *får* inledas då tvisten klart uppfyller kravet på *reell* och *seriös* eftersom laga grunder kan åberopas för talan;<sup>247</sup> frågan är bara vad som händer ifall rätten på något sätt bedöms missbrukas eller utnyttjas? I NJA 2014 s. 877 motiverade ett visst användande av rätten till rättegång ett åsidosättande av 1 kap. 3 § ABL. Den beteendestyrande effekten av kostnadsrisken ställdes i viss mån framför rätten till rättegång.<sup>248</sup> Att gå från ett åsidosättande av RB:s fördelningsregler till att klassificera något som en brottslig handling är dock ett långt steg, även om slutsatsen är att rätten till rättegång nyttjats på ett olämpligt sätt.

Dessutom, av NJA 2013 s. 978 framgår att alla kommersiellt motiverade skäl till att företa en handling är legitima. Finns det då utrymme för att kommersiellt kunna motivera förfarandet som innefattar en ogiltighetstalan och efterföljande korta positioner? Ett patent är ett monopol garanterat av staten inom viss näringsverksamhet och att söka patent faller således klart inom ramarna för vad som kan sägas vara kommersiellt motiverat. Vad gäller ogiltighetstalan torde samma anledning till att talerätten i en ogiltighetstalan är obegränsad ge en fingervisning om svaret på frågan om även en ogiltighetstalan är kommersiellt motiverad.

För att vara berättigad att föra ogiltighetstalan mot ett patent krävs att en skada kan konstateras. Då patentet riktar sig mot ”alla och envar”, är det också ”alla och envar” som lider en eventuell skada av ett patent. Det innebär att om det finns något hos ett patent som orsakar en *kommersiell* skada kan alla som är taleberättigade inleda en ogiltighetstalan som är

---

<sup>247</sup> Se ovan under 10.2. Det är inte nödvändigt att kunna formulera ett välgrundat anspråk, vilket innebär att det i princip är tillräckligt att ange på vilken grund patenten ska anses ogiltiga för att domstolen måste pröva frågan. För att göra avsteg från rätten till rättegång krävs mycket speciella skäl.

<sup>248</sup> Den beteendestyrande effekten av kostnadsrisken ställdes i viss mån framför rätten till rättegång. I NJA 2006 s. 420 ansågs dock konkursförvaltare få driva förlorande talan trots att medel att ersätta rättegångskostnader saknades, utan att bli personligt ansvarig. Rätten till rättegång vägde alltså tungt i det fallet.

kommersiellt motiverad.<sup>249</sup> Mycket talar för att den enda skadan ett patent kan orsaka endast är en kommersiell skada. Ett patent är en ensamrätt att yrkesmässigt nyttja en uppfinning som kan tillgodogöras industriellt, alltså ett kommersiellt instrument. Dessutom, som nämns ovan leder felaktigt utfärdade patent till att utvecklingen hämmas på området inom vilket patentet är utfärdat. Det torde innebära att en ogiltighetstalan är kommersiellt motiverad *per se*, då ett patents grundkaraktäristika innebär att en ogiltighetstalan alltid är en prövning av om patentet orsakar en kommersiell skada.

## 11.5 Sammanfattning

Exempelförfarandet i denna uppsats är förenligt med Blankningsförordningens bestämmelser om tagande av korta positioner. Beroende av effekten förfarandet har på det instrument som kortas är det möjligt att FI *kan* införa ett tillfälligt förbud mot korta positioner i instrumentet. Eftersom exempelsituationen dock utgår från att tagandet av positionerna är omedelbart – dvs. innan ett förbud överhuvudtaget blir aktuellt – är ett sådant förbud oproblematiskt i förhållande till förfarandet beskrivet i denna uppsats.

Vad gäller förbudet mot insiderhandel innebär det faktum att de korta positionerna tas efter det att ogiltighetstalan inletts att förfarandet är förenligt med bestämmelserna om insiderhandel. Från och med den tidpunkt då ogiltighetstalan registrerats hos domstol, och därmed är registrerad i ett allmänt register, är uppgiften att anse som offentliggjord och kan därmed omöjligen ses som insiderinformation.

Vad avser otillbörlig marknadspåverkan kan tagandet av de korta positionerna sett som en isolerad händelse svårligen bedömas vara förbudet, då sådan handel synes bära de kännetecken många värdepapperstransaktioner bär – spekulering grundad på nyss tillgänglig information. Inte heller kan en ogiltighetstalan sett som en isolerad händelse bedömas vara otillbörlig marknadspåverkan då en sådan handling bland annat inte kan anses vara ägnad att vilseleda marknaden. Inte heller anser jag att hela förfarandet sett tillsammans innebär någon otillbörlig marknadspåverkan. För det första talar det faktum att inledande av ogiltighetstalan innebär ett utövande av en i lag stadgad rättighet för att

---

<sup>249</sup> Eftersom talerätten baseras på ”alla som lider förfång” måste en ogiltighetstalan vara kommersiellt motiverad *per se* om förfånget består i en kommersiell skada. Eftersom patentet är ett kommersiellt instrument (en kommersiell ”rättighet”) bör en ogiltighetstalan alltid vara att anse som kommersiellt motiverad.

otillbörlighetsrekvisitet inte är uppfyllt. För det andra talar även slutsatsen att en ogiltighetstalan alltid torde vara att anse som kommersiellt motiverad – då den enda skadan ett patent kan orsaka är kommersiell – för att otillbörlighetsrekvisitet inte är uppfyllt. Sammantaget finner jag detta tala starkt för att förfarandet i denna uppsats inte ska anses strida mot förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan.

# 12 Är gränserna lämpliga?

## 12.1 Inledning

I det här kapitlet redogör jag för slutsatsen av frågeställnings andra led, nämligen: Är slutsatsen i föregående avsnitt är en lämplig slutsats? För en sådan analys är det nödvändigt att sätta slutsatsen i en kontext eftersom en slutsats inte är bra eller dålig i sig själv, den är alltid bra eller dålig av en anledning. Kontexten utgörs av de bakomliggande syften som finns i marknadsmissbruksregleringen och den ekonomiska teori, EMH, på vilka syftena vilar. Alltså, en reglering som inte utrotar informationsasymmetrier är inte dålig om det inte också är själva syftet med regleringen. Däremot, en reglering som eftersträvar att utrota informationsasymmetrier för att de skadar marknadsaktörernas förtroende för marknaden, men inte klarar av det, är en på något sätt otillräcklig reglering. Först sätts slutsatsen i relation till insiderregleringen och dess bakomliggande syften. Därefter behandlas slutsatsen i relation till bestämmelserna om otillbörlig marknadspåverkan.

## 12.2 Insiderhandel

Det övergripande syftet med insiderlagstiftningen är att, med hjälp av rättvisa spelregler som alla marknadsaktörer måste förhålla sig till, upprätthålla förtroendet för marknaden genom att förhindra att redan existerande informationsasymmetrier utnyttjas. För att alla aktörer ska kunna känna tillit till att informationen de handlar på är den som andra också handlar på och att objektet de köper verkligen är en juvel och inte en citron, förbjuds handel med information som endast en liten del av marknadsaktörerna har tillgång till.

Frågan blir då om det av insiderregleringen tillåtna förfarandet på något sätt strider mot syftena med regleringen. Att de korta positionerna tas efter att ogiltighetstalan lämnats in till domstol, och därmed är offentliggjord, tyder på att så inte är fallet. Väl inkommen till domstol blir ogiltighetstalan en offentlig handling och således tillgänglig för alla och därmed sker handel på lika villkor. Hela åtgärden bygger dock på att gärningspersonen handlar på informationen innan andra handlare har fått vetskap om den och sen inväntar att övriga marknadsaktörer ska hjälpa till att justera priserna till den nyligen offentliggjorda informationen. Att olika aktörer får vetskap om redan offentliggjord information vid olika tidpunkter – och agerar utifrån den vid olika tidpunkter – är en effekt av att informationsspridningen inte är

omedelbar och att gränsen för när information inte längre ska anses vara insiderinformation måste dras någonstans, i detta fall vid offentliggörande.

Att det är personen bakom tagandet av de korta positionerna som även ligger bakom ”skapandet” av informationen, dvs. ogiltighetstalan, föranleder inte någon annan slutsats. På samma sätt som en person på andra sätt kan påverka ett bolag, exempelvis genom att acceptera posten som verkställande direktör, är det fritt fram att handla på informationen så fort den är offentliggjord eller allmänt känd trots att personen som ”skapat” informationen troligen kommer få kännedom om dess tillkännagivande före de flesta. Ur ett långsiktigt perspektiv kan dock slutsatsen möjligen bli en annan. Det finns en risk att marknaden blir avtrubbad och inte reagerar alls på dylika nyheter om beteendet upprepas och patentutmaningarna aldrig resulterar i ogiltigförklaringar. Sverige är dock en så liten marknad att detta beteende inte kan upprepas hur många gånger som helst, då företagen som passar profilen torde avverkas relativt snabbt, varför inte heller denna anmärkning synes tala för att marknaden skulle kunna ta skada av beteendet.

## 12.3 Otillbörlig marknadspåverkan

Likt förbudet mot insiderhandel bygger även förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan på att marknadsaktörer måste ha förtroende för marknaden för att den ska kunna vara effektiv och likvid. Manipulation av kurser driver instrumentet ifrån dess egentliga ekonomiska värde, samtidigt som ryktesspridning sätter instrumentets informationsbärande egenskap ur spel eftersom priset kommer grundas på andra faktorer än rättvisande information. Om en investerare inte kan lita till att informationen han har tillgång är rättvisande kommer hans förtroende för marknaden att minska.

Innebär då förfarandet att någon informationsasymmetri uppstår som riskerar skada marknadsförtroendet och effektiviteten? Eventuell skada måste komma från skapande av en informationsasymmetri genom spridande av verbal information.<sup>250</sup> Informationen som sprids är dock endast att en ogiltighetstalan har inletts och det är, likt alltid, upp till marknaden att värdera den informationen. Information flödar ständigt till marknaden och det är inget skadligt i sig så länge den är rättvisande, vilket informationen måste anses vara i det här fallet. Det enda som sker inom värdepappersrätten är att effekten av ogiltighetstalan utnyttjas, dvs. handel sker med beaktande

---

<sup>250</sup> Förfarandet innebär inte att kursen låses fast genom transaktioner eller att vilseledande transaktionsinformation sprids.

av den informationen som tillkommer. Då detta är fundamentet i värdepappershandel kan det svårligen anses vara skadligt för densamma.

Därtill, en ogiltighetstalan har även en viss ”värderingssäkrande” funktion. En värdering av ett bolag baseras bland annat på vilka immateriella rättigheter de innehar. Skulle ett bolag felaktigt inneha en immateriell rättighet är materialet på vilket en värdering grundas felaktigt, varför även värderingen av bolaget då är felaktig. Anledningen till att marknaden inte själv kan göra en sådan kontroll beror på att de är oförmögna att göra den bedömningen. Det är endast PRV och sedermera en domstol som kan avgöra huruvida ett patent ska beviljas/ogiltigförklaras. Således, skulle det visa sig att patenten faktiskt är ogiltiga bidrar även beteendet till en mer effektiv marknad på så sätt att den säkerställer att informationen på vilken värderingar grundas är rättvisande.

## 12.4 Sammanfattning

Av ovanstående diskussion framgår det att exempelsituationen ovan under kapitel 3 inte strider mot förbuden mot marknadsmissbruk, vilket också är en rimlig slutsats mot bakgrund av att förfarandet inte strider mot de syften på vilka förbuden vilar. Ingen förtroendeskada riskeras då inga informationsasymmetrier skapas eller existerande informationsasymmetrier utnyttjas. Inte heller har några andra beaktansvärda effektivitetshotande aspekter identifierats. Dessa slutsatser blir särskilt lämpliga med beaktande av legalitetsprincipen och behovet av tydliga regler på just detta område. Om marknadsmissbruksregleringen blir alltför svårtolkad och oförutsägbar riskerar den nämligen att bli kontraproduktiv, då den kan komma att skapa sådan osäkerhet den föresatt sig att bekämpa.

För de som anser att beteendet är stötande och borde förhindras är ett alternativ att söka lösningar på det problemet inom patenträtten, exempelvis genom att begränsa talerätten i ogiltighetstalan.<sup>251</sup> Då det alltid finns andra vägar att påverka en aktiekurs är effekten av sådana åtgärder på värdepappersmarknaden antagligen liten, även om det medför att patentinnehavare kan sova tryggare på natten. Ett annat alternativ är att begränsa möjligheten att ta korta positioner i instrument. Som vi sett medför dock korta positioner mycket positivt till en marknad, varför även det alternativet är olämpligt. Slutligen finns det en möjlighet att begränsa vilka åtgärder en person får företa på värdepappersmarknaden i samband med

---

<sup>251</sup> Då patent ges på bekostnad av allmänheten borde allmänheten ha talerätt i en ogiltighetstalan, varför det enligt mig är en dålig idé att ytterligare inskränka allmänhetens rätt gentemot patentinnehavare.



kurspåverkande åtgärder. Det skulle exempelvis gå att försätta en person i borsexil från det att en kurspåverkande åtgärden företas till det att verkningarna av åtgärden ebbat ut. Hur en sådan reglering skulle se ut ligger dock utanför ramarna för den här uppsatsen och sparas därför till en senare framställning.

# Bilaga A: Om korta positioner

## Optioner

Likt blankning kan köp av optioner användas för att göra en ekonomisk förtjänst på fallande börskurser. En option är ett derivat, dvs. ett instrument vars värde är beroende ett underliggande instrument såsom en aktie. Det är ett förvärv av en rättighet – dock inte skyldighet – att köpa eller sälja det underliggande instrumentet till ett förutbestämt pris (lösenpris) vid ett förutbestämt datum (på eller till och med utgången av löptiden), till skillnad mot aktiehandel då betalning och leverans av instrumentet sker samtidigt. Det är dock inte nödvändigt för en investerare att lösa in de underliggande instrumenteten för att uppnå en ekonomisk förtjänst. Eftersom priset på en option bestäms av den underliggande varan fluktuerar värdet på optionen i takt med att den underliggande varans värde förändras. Dessutom, precis som vanlig aktiehandel sker en stor del av optionshandeln över marknadsplatser, vilket innebär att det är möjligt att realisera en vinst utan att lösa in de underliggande instrumenten.<sup>252</sup>

På optionsmarknaden är det möjligt att köpa en köpoption såväl som en säljoption. En köpoption innebär en rättighet att köpa det underliggande instrumentet, medan köp av en säljoption innebär att en rättighet att sälja det underliggande instrumentet förvärvas. Dessa två rättigheter – att köpa eller sälja – korresponderar alltid med en skyldighet att köpa eller sälja. Den som innehar en skyldighet att köpa eller sälja den underliggande varan till lösenpris inom eller vid utgången av löptiden är personen som utfärdar optionen. Följaktligen finns det fyra grundpositioner i optionshandel: att köpa en köpoption, att utfärda en köpoption, att köpa en säljoption samt att utfärda en säljoption. Positionen av relevans för den här uppsatsen är en köpt säljoption, då det är en kort position. En köpt säljoption innebär att det finns en rättighet att sälja det underliggande instrumentet till ett bestämt pris ett bestämt datum, vilket innebär att optionens värde stiger ju mer priset på det underliggande instrumentet sjunker.<sup>253</sup>

Optioner är en s.k. hävstångsplacering, vilket innebär att det finns stora möjligheter till hög avkastning men också stora risker förknippade med investeringen. Både upp- och nedgångar i den underliggande tillgången ”förstoras” i optionen. Förenklat innebär optionshandel att eftersom en option är billigare än en aktie kan en mindre summa användas för att

---

<sup>252</sup> Sevenius och Örtengren (2012), s. 75, 396.

<sup>253</sup> Sevenius och Örtengren (2012), s. 75, 396.

kontrollera fler enheter i den underliggande tillgången, till skillnad från aktiehandel där investeringen alltid ger 1 – 1 i hävstångseffekt. Eftersom det inte finns något krav att lösa in optionen är dock den maximala förlusten den initiala investeringen, till skillnad från blankning och CFD:er (se nedan).<sup>254</sup>

Derivatavtal och derivatinstrument är som nämnt ovan inte synliga i handeln av det finansiella instrument till vilket derivatet är knutet. Därför kommer handel med optioner aldrig ha en direkt påverkan på handeln i det underliggande instrumentet.<sup>255</sup> Däremot är MmL tillämplig på handel med optioner när det underliggande instrumentet är ett värdepapper (tillsammans med vissa andra tillgångsslag), dvs. optioner faller inom definitionen av finansiella instrument samt definitionen av handel på värdepappersmarknaden.<sup>256</sup>

Även Blankningsförordningen är tillämplig på optionshandel.<sup>257</sup> Det innebär att allt som sägs ovan under 9.3 ska tillämpas vid handel med optioner.

## CFD

Ett *Contract for Difference*, en s.k. CFD, är en annan typ av derivat. Instrumentet i sig är egentligen inget mer än ett avtal, i vilket det bestäms att säljaren ska betala köparen skillnaden mellan den underliggande tillgångens värde vid öppnandet av avtalet kontra stängandet. Det krävs således inget ägande av det underliggande instrumentet eller ens en möjlighet till ett framtida ägande för att spekulera i exempelvis en aktie genom handel i CFD:er. Till skillnad från optioner och blankning sker handel med CFD:er vanligtvis OTC, direkt med utgivaren av CFD:n. Också till skillnad från optioner har CFD:er ingen löptid, utan köparen bestämmer själv när kontraktet ska stängas.<sup>258</sup>

Priset på en CFD är i de allra flesta fall detsamma som priset på den underliggande tillgången och på så sätt speglar priset på aktien hela tiden värdet av en CFD. Hävstångseffekten skapas genom att endast en viss procent av värdet på CFD:n, ett s.k. säkerhetskrav, krävs för handeln

---

<sup>254</sup> Sevenius och Örtengren (2012), s. 75. Prissättningen av optioner grundar sig på den s.k. Black & Scholes-modellen, en modell som tar med flera faktorer i beräkningen av priset. Enkelt sagt kan optionens pris sägas vara baserat på löptiden, lösenkursen, den underliggande tillgångens volatilitet samt det allmänna ränteläget.

<sup>255</sup> Knuts (2009), s. 63f.

<sup>256</sup> Jfr. MmL 1 § 2-3 pp. och VpmL 1 kap. 4 § 1,5 pp. Se även ovan under 5.2.

<sup>257</sup> Jfr. Blankningsförordningen Art. 1.b) och MifiD Bilaga I Avsnitt C 4p.

<sup>258</sup> Markets.com, *Om CFD:n*, <http://www.markets.com/sv/education/cfd-education/what-is-cfd.html> (Hämtad 2016-01-03).

(eftersom inget förvärvas förutom kontraktet vars värde inte bestäms förrän det stängs). Även om en CFD aldrig löper ut brukar handeln ”avslutas” varje dag, vilket innebär att eventuell vinst eller förlust realiseras. Skulle säkerhetskravet inte längre vara uppfyllt behöver köparen då täcka upp för säkerhetskravet igen annars kan utgivaren stänga kontraktet (de gör en s.k. *margin call*, dvs. de säger till att skillnaden måste täckas).<sup>259</sup>

En CFD går att använda som en lång såväl som en kort position. En investerare som tror att värdet på en viss tillgång kommer att stiga kan köpa<sup>260</sup> en CFD för att senare sälja tillbaka den till ett högre pris. Skulle en investerare däremot tro på en kursnedgång för en viss tillgång säljer han tillgången för att senare köpa tillbaka den till ett lägre pris. På så sätt kan en investerare tillgodoräkna sig hela kursuppgången/-nedgången för den underliggande tillgången trots att insatsen som gjordes endast motsvarade säkerhetskravet och inte priset på den underliggande tillgången. Säkerhetskravet brukar dock procentuellt sett öka ju större investeringen är, varför hävstångseffekten avtar i takt med storleken på investeringen.<sup>261</sup>

Eftersom även CFD:er är ett derivatinstrument kommer inte heller CFD-handel att synas i handeln med det underliggande instrumentet till vilket CFD:n är knuten. En CFD faller ändå inom definitionen av finansiella instrument i MmL.<sup>262</sup> Handel med CFD:er faller även inom definitionen av handel på värdepappersmarknaden. Således är MmL tillämplig CFD-handel.<sup>263</sup> Även Blankningsförordningen är tillämplig även på CFD-handel, varför allt som sägs ovan under 9.3 tillämpas vid handel med CFD:er.<sup>264</sup>

---

<sup>259</sup> Markets.com, *Om CFD:n*, <http://www.markets.com/sv/education/cfd-education/what-is-cfd.html> (Hämtad 2016-01-03).

<sup>260</sup> Beteckningarna ”köpa” och ”sälja” används, trots att ingen faktisk försäljning sker eftersom en CFD endast är ett avtal där en part åtar sig att betala skillnaden mellan en tillgångs värde vid två olika tidpunkter. Beteckningarna används således för att förenklat kunna beskriva logiken bakom CFD:er och CFD-handel.

<sup>261</sup> Markets.com, *Om CFD:n*, <http://www.markets.com/sv/education/cfd-education/what-is-cfd.html> (Hämtad 2016-01-03).

<sup>262</sup> Jfr. MmL 1 § 3p. och VpmL 1 kap. 4 § 1, 5pp. Se även ovan under 5.2.

<sup>263</sup> Jfr. MmL 1 § 2p., VpmL 2 kap. 1 § och prop 2004/05:142, s. 53. Se även ovan under 5.2.

<sup>264</sup> Jfr. Blankningsförordningen Art. 1.b) och MifiD Bilaga I Avsnitt C 4p.

# Bilaga B: Räkneexempel

## Inledning

I det här kapitlet skisseras tre exempelsituationer där ett förfarande för att påkalla en kursnedgång i ett visst instrument – som sen utnyttjas för att göra en ekonomisk förtjänst – beskrivs. Företaget som valts ut för exempelsituationerna är Fingerprint Cards, noterat på Nasdaq OMX. Företaget tillverkar biometrisk teknologi som genom avläsning av fingeravtryck kan verifiera en persons identitet. På grund av dess tekniktunga verksamhet är de väldigt beroende av immateriella rättigheter, framförallt patent. Fingerprint Cards har många olika teknologier som går att använda inom ett flertal olika områden, men deras omsättning är starkt beroende av deras ”touch fingerprint”-teknologi som idag används i mobiltelefoner och läsplattor.<sup>265</sup> Fingerprint cards har två centrala patent utfärdade i Sverige som utgör grunden i deras ”touch fingerprint”-teknologi, dvs. biometrisk verifiering med hjälp av fingeravtrycksinformation.<sup>266</sup>

Anledningarna till att Fingerprint Cards är en bra kandidat för dessa exempel är flera. Till att börja med är det en volatil aktie (81,21 % volatilitet). Aktievärdet har dessutom ökat med 838 % i år. Handeln omsätter flera miljoner aktier dagligen, till ett värde av flera hundratals miljoner. Det finns således möjlighet att förvärva eller avyttra ett mycket stort antal aktier varje dag. Fingerprint Cards börsvärde är i skrivande stund strax under 20 miljarder, vilket innebär att bolagets 115 anställda värderas till ca 173 miljoner kr/anställd.<sup>267</sup> Totalt antal emitterade aktier är drygt 60

---

<sup>265</sup> Fingerprint Cards, *Products*, <http://www.fingerprints.com/products/> (Hämtad 2015-12-01); Fingerprint Cards, *Preliminär Q3-rapport*, <http://www.fingerprints.com/blog/2015/10/08/fingerprint-cards-reports-preliminary-q3-2015-revenues/> (Hämtad 2015-12-01).

<sup>266</sup> Patent- och registreringsverket, *Patent: Anordning för avkänning av fingeravtrycksinformation*, <http://was.prv.se/spd/patent?p1=Js5oUDIqevJ7eM42P9NdVA&p2=wz4gNWvux1o&hits=true&range=50&sort=applicant&tab=1&content=fingerprint+cards&lang=sv&hitsstart=0&start=23> (Hämtad 2015-12-01); Patent- och registreringsverket, *Patent: Metod och anordning för upptagning av ett fingeravtrycksmönster*, <http://was.prv.se/spd/patent?p1=cJJ2QLjCOGZ7eM42P9NdVA&p2=9Q2TwxFQDwO&hits=true&range=50&sort=applicant&tab=1&content=fingerprint+cards&lang=sv&hitsstart=0&start=22> (Hämtad 2015-12-01). De har även ett europeiskt patent avseende den biometrisk teknologin, men av utrymmesmässiga skäl avstår jag från att ta redogöra för det.

<sup>267</sup> Avanza bank, *Aktier Fingerprint Cards*, <https://www.avanza.se/aktier/om-aktien.html/5468/fingerprint-cards-b> (Hämtad 2015-10-13); Snaljapen.se, *Därför vill jag blanka Fingerprint*, <http://snaljapen.se/2015/09/darfor-vill-jag-blanka-fingerprint.html> (Hämtad 2015-10-13).

miljoner. Fingerprint Cards verkar dessutom i en sektor vars värde på senaste tiden dopats av den ökade efterfrågan av sensorteknologi i mobiltelefoner och läsplattor och aktien har som nämnt rusat kraftigt. Fingerprint Cards har dock inte lyckats sälja in sin teknologi till de två största smartphonetillverkarna, Apple och Samsung. Dessutom ökar konkurrensen på området och teknologin riskerar att snabbt bli irrelevant. Detta skapar således ett visst orosmoment för bolaget.<sup>268</sup> Dessutom har det den senaste tiden varit turbulent kring ledningen av bolaget, där Fingerprint Cards VD åtalats för insiderhandel.<sup>269</sup> Slutligen har professionella investerare kraftigt ökat antalet korta positioner i företaget den senaste tiden, då aktien uppfattas som övervärderad.<sup>270</sup> Allt sammantaget torde detta skapa förutsättningar för ett kraftigt kursras vid nyheten att bolagets kärnteknologi riskerar att förlora sitt patentskydd.

Det finns ett moment i samtliga exempel som är omöjligt att på förhand avgöra effekten av, nämligen hur en ogiltighetstalan av Fingerprint Cards två patent kommer att påverka bolagets aktiekurs. Det saknas svenska studier av hur patenttvister påverkar aktiekurser. Däremot finns det flera amerikanska studier som har undersökt just detta. En av dessa studier visar att en patenttvist, i detta fall endast en talan rörande patentinfrång, resulterar i en genomsnittlig kursnedgång om 3 % i svarandebolaget. Denna kursnedgång är omedelbar, dvs. nedgången sker redan samma dag som information om patenttvisten publiceras.<sup>271</sup> Studiens relevans för uppsatsen begränsas av att den endast undersöker den amerikanska marknaden, undersöker patentinfrångsmål istället för ogiltighetstalan av patent samt omfattar alla typer av bolag (dvs. även de bolag som inte är starkt beroende av endast en produkt). Ett annat exempel från den amerikanska marknaden är av högre relevans. När hedgefonden Hayman Capital inledde en ogiltighetstalan mot två patent ägda av det amerikanska läkemedelsföretaget Acorda Therapeutics, vilka skyddade ett av deras totalt tre läkemedel, sjönk Acordas kurs med 10 % redan samma dag.<sup>272</sup> Mot den här bakgrunden går det inte att med säkerhet dra några slutsatser för vad en ogiltighetstalan mot Fingerprint Cards två centrala patent skulle innebära, men att bolagets

---

<sup>268</sup> SvD Näringsliv, *Mörka moln hopar sig för Fingerprint*, <http://www.svd.se/morka-moln-hopar-sig-for-fingerprint> (Hämtad 2015-12-01).

<sup>269</sup> Se bl.a. Expressen, *Fingerprint Cards förre VD åtalas*, <http://www.expressen.se/dinapengar/fingerprint-cards-forre-vd-atalas/> (Hämtad 2015-12-01).

<sup>270</sup> Privata affärer, *Hedgefonder satsar på nedgångar i kursraketerna*, <http://www.privataffarer.se/borsguiden/hedgefonder-satsar-pa-nedgangar-i-kursraketerna-805596> (Hämtad 2015-12-01).

<sup>271</sup> Bessen & Meurer (2008), s. 135f.

<sup>272</sup> EPM Magazine, *Patent challenging is a lucrative business for investment firms*, <http://www.epmmagazine.com/opinion/patent-challenging-lucrative/> (Hämtad 2015-12-01).

aktiekurs skulle sjunka är en slutsats som går att dra med relativ säkerhet.<sup>273</sup> För att exemplen ska bli fullständiga krävs en uppskattad värdenedgång av aktien till följd av ogiltighetstalan. En försiktig uppskattning är att Fingerprint Cards aktie kommer att sjunka med 6 % och den värdeminskningen förutsätts i exemplen, vilket mot bakgrund av ovan nämnd statistik inte är orimlig.

Jag kommer att skissera tre olika räkneexempel; ett som innefattar blankning som kort position, ett med köp av säljoptioner och det sista med köp av CFD:er. Förutsättningarna är alltså att en ogiltighetstalan har inletts mot Fingerprint Cards två centrala patent före värdepappers-/derivatransaktionerna företas. Denna talan förväntas resultera i ett kursfall för Fingerprint Cards, därav att de tre positionerna är korta. För att kunna jämföra effekterna av de olika alternativen kommer samma insats användas i alla tre exempel, nämligen 5 miljoner kr. Dessutom kommer samma uppskattade kursnedgång att användas, dvs. en sexprocentig värdeminskning av priset på Fingerprint Cards B, och den totala transaktionstiden är i samtliga transaktioner en vecka.

Slutsatserna som går att dra av exemplen är begränsade, framförallt då den förväntade kursnedgången och priset på optioner *post* inledd ogiltighetstalan är fingerade. De visar dock på att det är möjligt att på olika sätt realisera vinst från en självpåkallad kursnedgång.

## Blankning

Jag har i det här exemplet valt att använda Avanza för att genomföra blankningen. Det som krävs för att blanka aktier hos Avanza är ett helt vanligt aktiekonto, samt tecknande av ett ramavtal för värdepapperslån, ett kreditavtal och ett förfogandeavtal. Kostnaderna för blankning kan bli relativt höga. Till att börja med måste courtage, precis som vid vanliga aktietransaktioner, betalas. Avanza tar ett courtage om 0,045 % per transaktion. För själva aktielånet tas det ut en administrationsavgift om 199 kr samt en ränta på minst 3 % på lånat belopp. Till detta kommer ett s.k. säkerhetskrav. Säkerhetskravet innebär att personen som vill blanka en aktie måste ha en viss ”kontantinsats”. Hur stor den kontanta insatsen behöver vara beror på aktie. Ericsson B har exempelvis ett säkerhetskrav om 130 %,

---

<sup>273</sup> En risk att förlora patenten innebär en risk att Fingerprint Cards intjäningsförmåga sjunker samt att konkurrensen inom deras segment hårdnar (redan existerande konkurrenter kan utnyttja deras teknologi och nya konkurrenter som använder deras teknologi kan tillkomma). Dessutom är en patentvist ofta dyr och tidskrävande. Se Sevenius och Örtengren (2012), s. 41, om prissättning av aktier.

vilket innebär att en kontant insats om 100 000 kr ger möjlighet att blanka Ericsson B-aktier för 333 333 kr.<sup>274</sup>

Kostnaderna för att blanka Fingerprint Cards blir relativt höga. Aktien går i skrivande stund inte att blanka genom deras hemsida.<sup>275</sup> Via deras telefonmäklari framgår dock att blankning är möjligt till en ränta om 6 % av lånat belopp och med ett säkerhetskrav om 150 %.

Exemplet utgår från att blankning av aktier sker till ett värde av 10 miljoner kr (ett säkerhetskrav om 150 % innebär att de fem miljonerna i insats ger en möjlighet att blanka aktier till det värdet). Kostnaderna för blankningen blir då följande:

- Ränta: ca 11 500 kr ( $((0,06 \cdot 10\,000\,000) / 365) \cdot 7$ )
- Administrationsavgift: 199 kr
- Courtage vid avyttring: 4 500 kr ( $0,00045 \cdot 10\,000\,000$ )
- Courtage vid förvärv: 4 230 kr ( $0,00045 \cdot 9\,400\,000$ )
- Totala kostnader för blankningen: 20 429 kr

Resultat blir således att aktier till ett värde av 10 miljoner kr (totalt 30 722 aktier ( $10\,000\,000 / 325,50$ )) lånas in och avyttras. Räknat med en sexprocentig värdeminskning blir återköpskostnaden 9,4 miljoner kr ( $10\,000\,000 \cdot 0,94$ ). Den ekonomiska förtjänsten blir då 579 571 kr ( $600\,000 - 20\,429$ ). Den disponibla insatsen är 5 miljoner kr, vilket ger en avkastning på 11,6 % ( $579\,571 / 5\,000\,000$ ) av investerat belopp.

## Säljoptioner

Nästa exempel innefattar köp av säljoption istället för blankning. Hävstångseffekten i optionshandeln har beskrivits ovan och den ger vanligtvis en klar fördel med en kort position i optioner kontra blankning eftersom den möjliggör att med en mindre summa komma åt en större andel av de underliggande instrumenten, dvs. det blir ”billigare” att köpa in sig på en förväntad kursnedgång. I skrivande stund är dock säljoptionerna i Fingerprint Cards väldigt dyra – antagligen till följd av att många investerare anser att aktien är övervärderad och att andelen korta positioner

---

<sup>274</sup> Avanza bank, *Frågor och svar blankning*,  
<https://www.avanza.se/kundservice/kundservice/fragor-svar/handel-vardepapper/blankning.html?gclid=Cj0KEQjwO2wBRcu0d2dkvjVi5cBEiQAMEIVGZQZixSku81kK5wZ-nd8DIBahbDCKX3M4o918joL8waAh9T8P8HAQ&gclsrc=aw.ds>  
(Hämtad 2015-12-01); Avanza bank, *Prislista för handel i Sverige*,  
<https://www.avanza.se/prislista/oversikt/handel-sverige.html> (Hämtad 2015-12-01).

<sup>275</sup> Avanza bank, *Blankningsbara aktier*,  
<https://www.avanza.se/kundservice/kundservice/fragor-svar/handel-vardepapper/blankning/blankningsbara-vardepapper.html> (Hämtad 2015-10-13).



på senaste tiden ökat avsevärt – vilket förtar effekten av en kort position i optioner.

Även optionsaffären genomförs genom Avanza. I exemplet handlas i instrumentet FINGB5V460, en säljoption med lösenpris om 460 kr och löptid till och med stängning av handeln i Fingerprint Cards B den tredje veckan i oktober.<sup>276</sup> Optionen handlas för 141,50 kr, vilket innebär att ett köp för 5 miljoner kr resulterar i 35 336 optioner ( $5\,000\,000/141,50$ ). Den aktuella kursen för Fingerprint Cards B är 325,50.<sup>277</sup> Givet den förutsatta kursnedgången om 6 % kommer aktiekursen efter publiceringen av nyheten att patenten är föremål för en ogiltighetstalan att dyka till ca 306 kr ( $325,50 \cdot 0,94$ ). Hur detta kommer att påverka optionskontrakten är svårt att förutspå, men de kommer att vara värda åtminstone 154 kr (skillnaden mellan lösenpris och aktiekurs). En försäljning av optionerna till det priset inbringar 5 441 744 kr, vilket innebär en nettovinst om 441 744 kr. Transaktionskostnaderna i en optionsaffär utgörs endast av courtage, vilket på Avanza är 0,4 % av transaktionsvärdet.<sup>278</sup> Det totala courtaget i den här transaktionen blir således 41 767 kr ( $5\,000\,000 \cdot 0,004 + 5\,441\,744 \cdot 0,004$ ). Bruttovinsten blir därför 399 977 kr. Avkastningen på investerat belopp blir då ca 8 % ( $399\,977/5\,000\,000$ ).

## CFD

I det sista exemplet används CFD:er. Som konstaterats ovan ger en CFD typiskt sett en klar fördel gentemot blankning vid en högst sannolik kursnedgång på grund utav hävstångseffekten och på så sätt möjliggör den en högre avkastning på investerat kapital. Även hävstångseffekten med CFD:er avtar dock något i det här fallet, eftersom säkerhetskravet procentuellt sett ökar ju större investeringen är.

CFD-transaktionen kan inte genomföras med Avanza, då de inte säljer sådana instrument. Därför sker den här transaktionen via IG. Priset för en Fingerprint Cards-CFD är i skrivande stund 325,50 kr.<sup>279</sup> Beroende på CFD-positions storlek är säkerhetskravet olika. Likt de andra exemplen är den initiala investeringen 5 miljoner kr, vilket innebär att 51 203 CFD:er kan säljas då säkerhetskravet vid en sådan position i Fingerprint Cards är 30 %

---

<sup>276</sup> Avanzas hemsida, *Optioner Fingerprint Cards*, <https://www.avanza.se/optioner/om-optionen.html/598410/fingb5v460> (Hämtad 2015-10-13).

<sup>277</sup> Kursen för både säljoption och aktien baseras på de aktuella kurserna vid stängning av handel 2015-10-13.

<sup>278</sup> Avanza bank, *Prislista optionshandel*, <https://www.avanza.se/pro/prislista/optioner-obligationer.html> (Hämtad 2015-12-01).

<sup>279</sup> IG, *CFD Fingerprint Cards*, <http://www.ig.com/se/ig-aktier/fingerprint-cards-ab-FINGB-SE> (Hämtad 2015-10-13).

$(5\,000\,000 / (325,50 * 0,3) = 51\,203)$ .<sup>280</sup> Således ”säljs” CFD:er till ett värde av 16,67 miljoner kr. Efter den förutsatta kursnedgången kommer Fingerprint Cards B-aktien, och därmed även CFD:en, kosta ca 306 kr  $(325,50 * 0,94)$ . Det innebär att ”återköpet” av motsvarande antal CFD:er uppgår till 15,67 miljoner kr  $((325,50 * 0,94) * 51\,203)$ . Nettovinsten i den här situationen blir då 1 miljon kr.

Det finns två kostnadsposter i en CFD-handel med IG: courtage och ränta. Ränta vid en kort position kan antingen krediteras eller debiteras investeraren, beroende på den aktuella interbankräntan. Om interbankräntan är högre än 2,5 % krediteras investeraren med mellanskillnaden, medan om interbankräntan är lägre än 2,5 % debiteras investeraren mellanskillnaden.<sup>281</sup> I skrivande stund är STIBOR (den svenska interbankräntan) -0,357 %, <sup>282</sup> vilket innebär en debitering om 2,857 % av värdet på transaktionen. Räntekostnaden för positionen, som är öppen i en vecka, blir då 9 132 kr  $((0,02857 * 16\,666\,667) / 365) * 7$ ). Därutöver tar IG ut ett courtage om 0,03 % av värdet på såväl ”köp”- som ”sälj”-transaktionen.<sup>283</sup> Det totala courtaget blir då 9 700 kr  $((0,0003 * 16\,666\,667) + (0,0003 * 15\,666\,582))$ . Således resulterar CFD-transaktionen i en bruttovinst om 981 168 kr  $(1\,000\,000 - 9\,132 - 9\,700)$ . Det innebär en avkastning på investerat belopp om 19,6 %  $(981\,168 / 5\,000\,000)$ .

---

<sup>280</sup> IG, *CFD Fingerprint Cards*, <http://www.ig.com/se/ig-aktier/fingerprint-cards-ab-FINGB-SE> (Hämtad 2015-10-13).

<sup>281</sup> IG, *Våra avgifter*, <http://www.ig.com/se/cfds-avgifter> (Hämtad 2015-12-01).

<sup>282</sup> Nasdaq OMX, *Stibor, Swap & Treasury Fixing*, <http://www.nasdaqomx.com/transactions/trading/fixedincome/fixedincome/sweden/stibors-waptreasuryfixing> (Hämtad 2015-10-13).

<sup>283</sup> IG, *Våra avgifter*, <http://www.ig.com/se/cfds-avgifter> (Hämtad 2015-12-01).

# Käll- och litteraturförteckning

## Offentligt tryck

### *Utredningar*

Ds 2012:10 – *Blankning*

SOU 1989:72 – *Värdepappersmarknaden i framtiden*

SOU 1994:68 – *Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor*

SOU 2006:080 – *Patent och innovationer för tillväxt och välfärd*

SOU 2014:46 – *Marknadsmisbruk II*

### *Propositioner*

Prop. 1966:40 – *Kungl. Majt:s proposition till riksdagen med förslag till patentlag m.m.*

Prop. 1984/85:157 – *med förslag till lag om värdepappersmarknaden*

Prop. 1990/91:42 – *om insiderhandel*

Prop. 1991/92:113 – *om börslagstiftning m.m.*

Prop. 1995/96:215 – *Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor*

Prop. 1999/00:109 – *Ny insiderlagstiftning, m.m.*

Prop. 2004/05:142 – *Marknadsmisbruk*

Prop. 2011/12:175 – *Blankning*

## EU-rättsligt material

### *Författningar*

Rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 angående samordning av regler om insiderhandel  
[Insiderdirektivet]

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

[MmD I]

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.

[Första genomförandedirektivet]

Kommissionens direktiv 2003/125/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller skyldigheten att presentera investeringsrekommendationer sakligt och att upplika intressekonflikter.

[Andra genomförandedirektivet]

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

[Genomförandeförordningen]

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

[Mifid]

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

[Tredje genomförandedirektivet]

Kommissionens förordning (EG) nr 1287/2006 av den 10 augusti 2006 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG vad gäller dokumenteringsskyldigheter för värdepappersföretag, transaktionsrapportering, överblickbarhet på marknaden, upptagande av finansiella instrument till handel samt definitioner för tillämpning av det direktivet.

[Genomförandeförordning Mifid]

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 236/2012 av den 14 mars 2012 om blankning och vissa aspekter av kreditwappar.

[Blankningsförordningen]

Kommissionens genomförandeförordning (EU) nr 827/2012 av den 29 juni 2012 om tekniska genomförandestandarder för metoderna för att offentliggöra nettopositioner i aktier, för formatet på uppgifter till

Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten om korta nettopositioner, för typer av avtal, överenskommelser eller åtgärder för att ge tillräckliga garantier för aktiers eller statspappers tillgänglighet för avveckling samt för datum och period för att bestämma huvudhandelsplatsen för en aktie enligt Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 236/2012 om blankning och vissa aspekter av creditswappar.

[Första genomförandeförordningen avseende blankning]

Kommissionens delegerade förordning (EU) nr 918/2012 av den 5 juli 2012 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 236/2012 om blankning och vissa aspekter av creditswappar vad gäller definitioner, beräkning av korta nettopositioner, statscreditswappar med täckning, tröskelvärden för anmälan, likviditetströskelvärden för upphävande av restriktioner, avsevärt prisfall för finansiella instrument och ogynnsamma händelser.

[Andra genomförandeförordningen avseende blankning]

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG.

[MmF]

Europaparlamentets och rådets direktiv nr 2014/57/EU av den 16 april 2014 om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk.

[MmD II]

## **Övrigt**

Europeiska kommissionens förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan, 20 oktober 2011, KOM (2011) 651 slutlig, 2011/095 (COD).

[Förslag till MmF]

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

[Förslag till MmD II]

## **Litteratur**

Akerlof, George A., *The Market of Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics* (Vol. 84) nr. 3 1970, s. 488-500.

[Akerlof (1970)]

Bessen, James & Meurer, Michal J., *Patent Failure: How Judges, Bureaucrats, and Lawyers Put Innovators at Risk*, Princeton University Press, Princeton (New Jersey, USA), 2008.

[Bessen & Meurer (2008)]

Danelius, Hans, *Mänskliga rättigheter i europeisk praxis: En kommentar till Europakonventionen om de mänskliga rättigheterna*, 4:e upplagan, Norstedts juridik, Stockholm, 2012.

[Danelius (2012)]

Hellner, Jan, *Metodproblem i rättsvetenskapen: Studier i förmögenhetsrätt*, Jure, Stockholm, 2001.

[Hellner (2001)]

Jareborg, Nils, *Allmän kriminalrätt*, Iustus, Uppsala, 2001.

[Jareborg (2001)]

Kleineman, Jan, *Till frågan om rättsvetenskapen som omedelbart verkande rättskälla*, Juridisk Tidskrift nr. 4 1994/95, s. 621-646.

[Kleineman (1994)]

Knuts, Mårten, *Behövs ett förbud mot short selling på värdepappersmarknaden?*, Nordisk tidsskrift för selskabsret 2009, s. 59-79.

[Knuts (2009)]

Knuts, Mårten, *Kursmanipulation på värdepappersmarknaden*, Soumalainen Lakimiesyhdistys Serie A Nr 296, Helsingfors, 2010.

[Knuts (2010)]

Korling, Fredrik & Zamboni, Mauro (red.), *Juridisk metodlära*, Studentlitteratur, Lund, 2013.

[Korling & Zamboni (2013)]

Olsen, Lena, *Rättsvetenskapliga perspektiv*, Svensk Juristtidning 2004, s. 105-145.

[Olsen (2004)]

Peczenik, Aleksander, *Juridikens teori och metod: en introduktion till allmän rättslära*, Fritze, Stockholm, 1995.

[Peczenik (1995)]

Rodhe, Knut, *Beskrivning – prognos – rekommendation: En trosbekännelse*, Juridisk Tidskrift nr. 1 1996/97, s. 1-4.

[Rodhe (1996)]

Samuelsson, Per, Afrell, Lars, Cavallin, Samuel & Sjöblom, Nils, *Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet: En kommentar*, Norstedts juridik, Stockholm, 2005.

[Samuelsson et al. (2005)]

af Sandeberg, Catarina, *Marknadsmisbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, Iustus, Uppsala, 2002.

[af Sandeberg (2002)]

Sandgren, Claes, *Är rättsdogmatiken dogmatisk?*, Tidskrift for Rettsvitenskap 2005, s. 648-656.

[Sandgren (2005)]

Sandgren, Claes, *Vad är rättsvetenskap?*, Ur Festskrift till Peter Seipel, Norstedts juridik, Stockholm, 2006.

[Sandgren (2006)]

Sandgren, Claes, *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare: Ämne, material, metod och argumentation*, 3:e upplagan, Norstedts juridik, Stockholm, 2015.

[Sandgren (2015)]

Sevenius, Robert & Örtengren, Torsten, *Börsrätt*, 3:e upplagan, Studentlitteratur, Lund, 2012.

[Sevenius och Örtengren (2012)]

Sjöblom, Nils, *Insiderbrott – några anteckningar i anslutning till senare års praxis*, Svensk Juristtidning 2012, s. 384-400.

[Sjöblom (2012)]

Warnling-Nerep, Wiweka, *Juridiska personer som bärare av mänskliga rättigheter – Ett möte mellan näringsrätt och förvaltningsrätt*, Juridisk Publikation nr. 1 2010, s. 85-97.

[Warnling-Nerep (2010)]

## Övrigt material

Avanza bank, *Aktier Fingerprint Cards*, hämtad den 13 oktober 2015 från: <https://www.avanza.se/aktier/om-aktien.html/5468/fingerprint-cards-b>.

Avanza bank, *Blankningsbara aktier*, hämtad den 13 oktober från: <https://www.avanza.se/kundservice/kundservice/fragor-svar/handel-vardepapper/blankning/blankningsbara-vardepapper.html>.

Avanza bank, *Frågor och svar blankning*, hämtad den 1 december 2015 från: <https://www.avanza.se/kundservice/kundservice/fragor-svar/handel-vardepapper/blankning.html?gclid=Cj0KEQjwtO2wBRCu0d2dkvjVi5cBEiQAMEIVGZQZixSku81klK5wZ-nd8DIBahbDCKX3M4o918joL8waAh9T8P8HAQ&gclsrc=aw.ds>.

Avanza bank, *Optioner Fingerprint Cards*, Avanzas hemsida, *Optioner Fingerprint Cards*, hämtad den 13 oktober 2015 från:  
<https://www.avanza.se/optioner/om-optionen.html/598410/fingb5v460>.

Avanza bank, *Prislista för handel i Sverige*, hämtad den 1 december 2015 från: <https://www.avanza.se/prislista/oversikt/handel-sverige.html>.

Avanza bank, *Prislista optionshandel*, hämtad den 1 december 2015 från: <https://www.avanza.se/pro/prislista/optioner-obligationer.html>.

EPM Magazine, *Patent challenging is a lucrative business for investment firms*, hämtad den 1 december 2015 från:  
<http://www.epmmagazine.com/opinion/patent-challenging-lucrative/>.

Expressen, *Fingerprint Cards förre VD åtalas*, hämtad den 1 december 2015 från: <http://www.expressen.se/dinapengar/fingerprint-cards-forre-vd-atalas/>.

Finansinspektionen, *Anmält till åklagare sedan 1998*, hämtad den 1 december 2015 från:  
<http://www.fi.se/Tillsyn/Statistik/Marknadsmisbruk/Anmalt-till-aklagare/Anmalt-till-aklagare-sedan-1998/>.

Finansinspektionen, *Frågor och svar om blankning*, hämtad den 1 december 2015 från: <http://www.fi.se/Rapportering/Blankning/Fragor-och-svar-om-blankning/Ovrigt1/#N0>.

Fingerprint Cards, *Preliminär Q3-rapport*, hämtad den 1 december 2015 från: <http://www.fingerprints.com/blog/2015/10/08/fingerprint-cards-reports-preliminary-q3-2015-revenues/>.

Fingerprint Cards, *Produkter*, hämtad den 1 december 2015 från:  
<http://www.fingerprints.com/products/>.

IG, *CFD Fingerprint Cards*, hämtad den 13 oktober 2015 från:  
<http://www.ig.com/se/ig-aktier/fingerprint-cards-ab-FINGB-SE>.

IG, *Våra avgifter*, hämtad den 1 december 2015 från:  
<http://www.ig.com/se/cfds-avgifter>.

Markets.com, *Om CFD:n*, hämtad den 3 januari 2016 från:  
<http://www.markets.com/sv/education/cfd-education/what-is-cfd.html>.

Nasdaq OMX, *Stibor, Swap & Treasury Fixing*, hämtad den 13 oktober 2015 från:  
<http://www.nasdaqomx.com/transactions/trading/fixedincome/fixedincome/sweden/stiborswaptreasuryfixing>.



Patent- och registreringsverket, *Patent: Anordning för avkänning av fingeravtrycksinformation*, hämtad den 1 december 2015 från: <http://was.prv.se/spd/patent?p1=Js5oUDIqevJ7eM42P9NdVA&p2=wz4gNWvux1o&hits=true&range=50&sort=applicant&tab=1&content=fingerprint+cards&lang=sv&hitsstart=0&start=23>.

Patent- och registreringsverket, *Patent: Metod och anordning för upptagning av ett fingeravtrycksmönster*, hämtad den 1 december 2015 från: <http://was.prv.se/spd/patent?p1=cJJ2QLjCOGZ7eM42P9NdVA&p2=9Q2TwxFQDwQ&hits=true&range=50&sort=applicant&tab=1&content=fingerprintr+cards&lang=sv&hitsstart=0&start=22>.

Privata affärer, *Hedgefonder satsar på nedgångar i kursraketerna*, hämtad den 1 december 2015 från: <http://www.privataaffarer.se/borsguiden/hedgefonder-satsar-pa-nedgangar-i-kursraketerna-805596>.

Privata affärer, *Rasar efter attack från hedgefond, men Telia "känner inte igen sig"*, hämtad 1 december 2015 från: <http://www.privataaffarer.se/borsguiden/telia-sonera-muddy-waters-tror-mutor-uppgar-till-17-mdr-kr-807465>.

Snaljapen.se, *Därför vill jag blanka Fingerprint*, hämtad den 1 december från: <http://snaljapen.se/2015/09/darfor-vill-jag-blanka-fingerprint.html>.

Svenska Dagbladet Näringsliv, *Mörka moln hopar sig för Fingerprint*, hämtad den 1 december 2015 från: <http://www.svd.se/morka-moln-hopar-sig-for-fingerprint>.

# Rättsfallsförteckning

## Sverige

### *Högsta domstolen*

NJA 1994 s. 404

NJA 2006 s. 420

NJA 2008 s. 278

NJA 2008 s. 292

NJA 2013 s. 7

NJA 2013 s. 978

NJA 2014 s. 877

### *Hovrätterna*

RH 1990:102

RH 2005:14

RH 2009:29

RH 2012:85

### *Hovrätterna – ej refererade*

Göta hovrätts dom 1991-05-30, mål nr. B 320-90

Svea Hovrätts dom 1995-06-02, mål nr. B 2118-94

Svea Hovrätts dom 2001-10-30, mål nr. B 6675:00

Svea Hovrätts dom 2002-06-20, mål nr. B 1461-01

Svea Hovrätts dom 2008-01-04, mål nr. B 7956-07

Svea Hovrätts dom 2008-05-30, mål nr. B 4343-07

Hovrätten för Övre Norrlands dom 2009-02-05, mål nr B 459-08

Svea Hovrätts dom 2009-03-06, mål nr. B 6037-08

Svea Hovrätts dom 2009-03-30, mål nr. B 174-08

Svea Hovrätts dom 2010-04-27, mål nr. B 7638-09

Svea Hovrätts dom 2010-06-01, mål nr. B 4911-09

Svea Hovrätts dom 2010-11-17, mål nr. B 422-09

Göta hovrätts dom 2010-12-20, mål nr. B 3228-09

Svea Hovrätts dom 2013-12-02, mål nr. B 3553-13

Svea Hovrätts dom 2014-05-16, mål nr. B 11030-13

Svea Hovrätts dom 2015-06-15, mål nr. B 6724-14

### ***Tingsrätterna***

Stockholms tingsrätts dom 2001-01-25, mål nr. B 1432-99

Stockholms tingsrätts dom 2011-02-02, mål nr. B 12916-10

Stockholms tingsrätts dom 2015-09-23, mål nr. B 10848-14

### **Europeiska unionens domstol**

C-628/13, *Jean-Bernard Lafonta mot Autorité des marchés financiers*,

EU:C:2015:162

### **Europadomstolen för de mänskliga rättigheterna**

*Rolf Gustafsson mot Sverige*, mål nummer: 23196/94, Europadomstolens avgörande den: 1 juli 1997