



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Johan Göransson

NY MARKNADSMISSBRUKSFÖRORDNING - NY INSIDERREGLERING?

LAGF03 Rättsvetenskaplig uppsats

Kandidatuppsats på juristprogrammet
15 högskolepoäng

Handledare: Johan Adestam

Termin: HT 16

Innehåll

Summary	1
Sammanfattning	3
Förkortningar	5
1. Inledning	6
1.1 Bakgrund	6
1.2 Syfte	8
1.3 Frågeställning	8
1.4 Avgränsning	8
1.5 Metod	9
1.6 Material och forskningsläge	10
1.7 Disposition	11
2. Kapitalmarknaden och behovet av en insiderreglering	12
2.1 Kapitalmarknaden och dess funktion	12
2.2 Vilken funktion fyller insiderregleringen?	13
2.2.1 Mer om förtroende och rättsekonomiska effekter	14
2.2.2 Vad avses med en ”effektiv” insiderreglering?	16
3. Dåvarande och nuvarande insiderreglering	18
3.1 Insiderinformation och insiderhandel enligt MmL	18
3.1.1 Insiderinformation	18
3.1.2 Insiderhandel	19
3.2 Insiderinformation enligt Mar	20
3.2.1 Insiderinformation	20
3.2.2 Hur skiljer sig detta från tidigare reglering?	21
3.3 Insiderhandel enligt Mar	22
3.3.1 Insiderhandel	22
3.3.2 Hur skiljer sig detta från tidigare reglering?	23

4. Analys och slutsats	26
4.1 Analys	26
4.2 Slutsats	32
5. Käll- och litteraturförteckning	33
5.1 Doktrin	33
5.2 Offentligt tryck	33
5.2.1 Utredningsbetänkanden	33
5.2.2 Propositioner	33
5.2.3 Europeiska kommissionen	33
5.3 Artiklar och Rapporter	34
5.4 Akademiska avhandlingar	34
5.5 Övriga källor	34
6. Rättsfallsförteckning	35
6.1 Högsta domstolen	35

Summary

A properly functioning capital market is a necessary condition for a growing economy. In order to maintain a functioning capital market there are regulations against market abuse. A special kind of market abuse that is considered to threaten the functionality of the capital market is insider trading. Due to the rapid technical development during the 21st century there has been major changes in the financial sector. In spring 2014, in order to keep an updated legal framework against insider trading, the EU adopted two new legal documents, Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council 16th April 2014 on market abuse and Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council 16th April 2014 on criminal sanctions for market abuse. The regulation entered into force on the 3rd of July 2016 while the Swedish implementation of the directive is expected to be completed in February 2017.

The purpose of the new legal documents is to effectively suppress insider trading. By preventing people from trading on inside information the public's trust in the capital market and its functionality will be preserved. To be more concrete this implies that the regulation has an important signaling function. By appearing watertight and robust the regulation shall discourage potential insiders from using inside information in an illegitimate way. The investors amongst the public, on the other hand, is supposed to feel encouraged and confident in relation to the capital market and its functionality. The purpose of the regulation against insider trading is therefore best summarized as to fulfill its signaling function in order to be effective.

The new acts have resulted in several changes in the insider regulation. The former applicable Swedish law contained several loopholes that the new regulation has closed. The introduction of the "to have"-prerequisite in the

regulation will most likely mean that insider trading on so called self-generated inside information now is illegal. As a consequence of the new regulation it will also be considered as insider trading if an investor, after getting access to inside information, withdraws or changes a trading order. Another consequence is that it is no longer legitimate to trade when the trade is based on a pure sell- or buy recommendation coming from someone who is in possession of inside information. These are just a few examples of the legal changes that the new acts has brought.

Due to the fact that many loopholes now appears to been closed and that the regulation now appears to be more watertight and robust than before it is likely to believe that the the regulation will meet its purposes. If the regulation succeeds in sending the right signals and thereby gain the public's trust for the capital market then the EU has succeeded with their objective - namely to shape an effective regulation against insider trading.

Sammanfattning

En fungerande kapitalmarknad är en förutsättning för ett växande näringsliv. För att upprätthålla en fungerande kapitalmarknad med jämlika spelregler för alla aktörer finns marknadsmissbruksreglerna. Ett särskilt marknadsmissbruk som anses hota kapitalmarknadens funktionalitet är insiderhandel. Under 2000-talet har det skett en snabb teknisk utveckling vilket medfört betydande förändringar av den finansiella miljön. För att upprätthålla ett aktuellt regelverk mot insiderhandel antog EU under våren 2014 två nya rättsakter, Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk och Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/57/EU om straffrättsliga sanktioner för marknadsmissbruk. Förordningen trädde i kraft den 3 juli 2016 medan den svenska implementeringen av direktivet väntas vara klar i februari 2017.

Rättsakterna syftar till att effektivt stävja insiderhandel. Genom att förhindra att personer handlar på insiderinformation så upprätthålls allmänhetens förtroende för kapitalmarknaden. Mer konkretiserat kan insiderregleringen sägas ha en signalfunktion som består i att till olika aktörer på marknaden skicka olika signaler. Potentiella insiders ska avskräckas från att handla på insiderinformation genom att insiderregleringen framstår som effektiv och vattentät. En allmänhet av investerare ska i sin tur känna förtroende för kapitalmarknaden och dess funktion genom att insiderregleringen fungerar och härigenom signalerar just effektivitet. Insiderregleringens syfte är därför främst att uppfylla sin signalfunktion. Om regleringen har ett högt signalvärde bör den beskrivas som effektiv.

De nya rättsakterna har medfört flera förändringar av insiderregleringen. Tidigare gällande rätt innehöll en del luckor som nu har täppts igen. Införandet av det s.k. ”har”-rekvisitet innebär sannolikt att handel på självgenererad insiderinformation numera är förbjudet. Att återkalla eller ändra en

handelsorder efter det att en handlare har fått tillgång till insiderinformation är numera illegitimt. Det är inte heller längre tillåtet att följa eller en ren köp- eller säljrekommendation från någon som innehar insiderinformation. Ovanstående är bara några exempel på rättsliga förändringar som de nya rättsakterna har medfört i förhållande till tidigare gällande rätt.

Då flertalet luckor har täppts igen och insiderregleringen nu framstår som betydligt mer vattentät och robust än tidigare så förutspås syftet med reglerna bättre kunna uppnås. Om regelverket kan fylla sin signalfunktion och därigenom skapa det viktiga förtroendet hos allmänheten för kapitalmarknaden så får EU anses ha lyckats med sitt mål - nämligen att skapa en effektiv insiderreglering.

Förkortningar

Börs	Ett svenskt aktiebolag eller en svensk ekonomisk förening som har fått tillstånd enligt Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden att driva en eller flera reglerade marknader på vilken allmänheten kan handla med finansiella instrument
CESR	The Committee of European Securities Regulators
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europeiska unionen
FEUF	Fördraget om Europeiska unionens Funktionssätt, 2012/C 326/01.
JT	Juridisk Tidsskrift
Mad 1	Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan
Mad 2	Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/57/EU om straffrättsliga sanktioner för marknadsmissbruk
Mar	Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk
MmL	Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument
NJA	Nytt juridiskt arkiv
prop.	Proposition
SOU	Statens offentliga utredningar
SvJT	Svensk juristtidning

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Ur en nationalekonomisk synvinkel är kapitalmarknaden oumbärlig för ett lands ekonomiska tillväxt. Kapitalmarknaden erbjuder företagen en möjlighet till kapitalanskaffning för fortsatt utveckling. Om företagen får utvecklas följer ekonomisk tillväxt och av det kommer social välfärd i form av arbetsmöjligheter och ökade anslag till skola och omsorg. Ett växande näringsliv medför också fler potentiella investerare på marknaden vilket bidrar ytterligare till utvecklingen. Det finns ett ömsesidigt beroendeförhållande mellan aktörerna på marknaden och allmänheten som investerare som binder dessa samman. När detta förhållande fortgår friktionsfritt så fungerar kapitalmarknaden som bäst och den fyller då sin samhällsviktiga funktion.¹

Relationen mellan kapitalmarknad och investerare bygger på marknadens integritet och allmänhetens förtroende. Det är relationen mellan dessa som marknadsmissbruksreglerna syftar till att skydda.² Till följd av den snabba tekniska utvecklingen under 2000-talet har handeln på kapitalmarknaden expanderat och moderniserats vilket medfört betydande förändringar av den finansiella miljön.³ I syfte att anpassa gällande rätt till denna utveckling och upprätthålla aktuella spelregler med faktisk möjlighet att uppnå det ovan angivna syftet med marknadsmissbruksregleringen antog Europaparlamentet och rådet en ny marknadsmissbruksförordning, nr 596/2014 om marknadsmissbruk ("Mar") och ett nytt marknadsmissbruksdirektiv, 2014/57/EU om straffrättsliga sanktioner för marknadsmissbruk ("Mad 2"). Genom ikraftträdandet av den nya regleringen ersattes det tidigare direktivet, Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG om insiderhandel och otill-

¹ Se af Sandeberg (2002) s. 24 f.

² Se af Sandeberg och Sevenius (2008) s. 30.

³ Se Mar, skäl 3–5.

börlig marknadspåverkan ("Mad 1"). Mar, som trädde i kraft den 3 juli 2016, är likt andra EU-förordningar direkt tillämplig.⁴ Mad 2 föreslås träda i kraft efter svensk implementering den 1 februari 2017, och då i form av en ny svensk lag.⁵

Det stora mediala utrymmet som insideraffärer får indikerar på att det finns ett visst allmänintresse kring insiderproblematiken.⁶ Förutom negativ publicitet för kapitalmarknaden innebär också insiderhandel stora kostnader. Kommissionen har försökt att ekonomiskt värdera de fördelar som de nya rättsakterna ska medföra i form av minskat marknadsmissbruk. Kostnaden för marknadsmissbruk inom hela EU uppskattas till 13 miljarder euro per år. Kommissionen uppskattar att Mar och Mad 2 kan få ner dessa siffror med 20 procent.⁷

På såväl europeiskt som svenskt plan verkar det råda enighet om att marknadsmissbruksreglerna är nödvändiga i ett fungerande samhälle. Såsom framgått ovan så har regelverket till uttalat syfte att skapa förtroende hos allmänheten inför att investera på kapitalmarknaden. Om detta syfte uppnås uppstår vissa ekonomiska effekter medan andra ekonomiska effekter uppstår om så inte är fallet. Den här uppsatsen ska redogöra för, diskutera och konkretisera marknadsmissbruksregleringens syften. Avsikten är att jämföra Mar och Mad 2 med tidigare reglering för att sedan analysera de rättsliga skillnaderna regelverken emellan. På basis av analysens resultat ska jag där- efter försöka identifiera skäl som talar för eller emot att syftena med marknadsmissbruksreglerna bättre kommer att uppnås till följd av de förändring- ar som de nya rättsakterna har fört med sig.

⁴ Se art. 288 FEUF.

⁵ Se prop. 2016/17:22 s. 90.

⁶ Se t.ex. Östlund, DI Nyheter.

⁷ Se SEC (2011) s. 74.

1.2 Syfte

Uppsatsens syfte är att identifiera och konkretisera marknadsmissbruksregleringens syften. Genom att redogöra för vilka rättsliga förändringar de nya rättsakterna i form av Mar och Mad 2 medför i förhållande till tidigare reglering skapas ett underlag för en analys av hur väl dessa förändringar kan tänkas leda till att de eftersträvade syftena med marknadsmissbruksregleringen uppnås.

1.3 Frågeställning

- Vilka syften har marknadsmissbruksregleringen?
- Vilka förändringar medför Mar och Mad 2 i förhållande till tidigare reglering och på vilket sätt innebär de relevanta förändringarna att syftena med marknadsmissbruksreglerna bättre kommer att uppnås?

1.4 Avgränsning

De nya marknadsmissbruksreglerna innehåller omfattande förändringar som spänner över ett brett område. Förutom insiderhandel och hanterandet av insiderinformation omfattar de nya rättsakterna förändringar i form av regler kring marknadsmanipulation, emittenters krav på offentliggörande av insiderinformation och emittenters skyldighet att upprätta en insiderförteckning. Det finns en ambition om att denna uppsats ska vara fördjupande och syftesenlig. Av denna anledning avgränsas uppsatsen till att omfatta rättsliga förändringar mellan tidigare och nuvarande regelverk gällande rekvisiten för insiderinformation och insiderhandel. Av samma skäl är uppsatsen avgränsad till att behandla syftet med just regleringen mot insiderhandel och vilka rättsekonomiska effekter som eftersträvas.

En av de mest betydelsefulla nyheterna i Mar är införandet av ett enhetligt administrativt sanktionssystem och ett omfattande dokumentationskrav för emittenter. Uppsatsens syfte är att redogöra för och diskutera marknads-

missbruksregleringens syfte med särskilt fokus på reglerna kring insiderhandel och insiderinformation. Även om reglerna om administrativa sanktioner och dokumentationskrav har en del i detta eftersträvade syfte kommer de av utrymmesskäl inte att behandlas i uppsatsen.

1.5 Metod

Metoden för den del i uppsatsen där det nya regelverket jämförs med det tidigare får beskrivas som traditionellt rättsdogmatisk. Den rättsdogmatiska metoden innebär att arbetet sker med utgångspunkt i gällande rätt och rättskällorna. Genom metoden ges verktygen för att kunna tolka och systematisera gällande rätt i form av Mar och Mad 2. Tolkningen sker med hjälp av analys av svenska förarbeten som tillkommit i anslutning till rättsakterna och doktrin på rättsområdet.

Uppsatsen blir i vissa delar tvärvetenskaplig. För att nå en förståelse av insiderregleringens syfte och funktion krävs en grundläggande kunskap om kapitalmarknaden och dess roll i samhället och i en marknadsekonomi. Med dessa ekonomiska grundbultar på plats så ökar chanserna för att förstå insiderregleringens funktion, vilka rättsekonomiska effekter regleringen eftersträvar och hur väl det nya regelverket kan tänkas uppnå dessa.

Jag har genomgripande i uppsatsen anlagt ett kritiskt perspektiv i förhållande till gällande rätt och rättsvetenskapen på området. Syftet med det kritiska perspektivet är att inte acceptera konventionella uppfattningar om rätten rakt av. Detta kommer till uttryck tydligast i den analyserande delen av uppsatsen där marknadsmissbruksregleringens syften diskuteras. I doktrin och rättsvetenskapliga artiklar verkar det råda konsensus i hur man bäst beskriver vad som egentligen är syftet med reglerna. Jag har fått uppfattningen att utgångspunkten för hur syftet beskrivs nästan tas för given. Det är min ambition om att uppsatsen ska vara frikopplad från denna utgångspunkt och innehålla mina egna analyser. Det kritiska perspektivet ska medvetet hindra

mig ifrån att för snabbt foga mig till de slutsatser kring reglernas syften som andra jurister redan har dragit. Likadant ska ett kritiskt perspektiv hjälpa mig att också se nackdelar med de nya regelverken.

1.6 Material och forskningsläge

En konsekvens av att de aktuella rättsakterna tillkommit nyligen är att det finns begränsat med doktrin och annat relevant material som behandlar rättsakterna i allmänhet och ur ett svenskt perspektiv i synnerhet. Som undantag finns en offentlig utredning från 2014, SOU 2014:46 - *Marknadsmissbruk II*, och en nyligen remissbehandlad proposition, Proposition 2016/17:22 - *Effektiv bekämpning av marknadsmissbruk*, vars analyser om framtida reglerings konsekvenser för svenskt vidkommande har varit till stor nytta. För att bättre förstå syftet med insiderregleringen har doktrin och rättsvetenskapliga artiklar om tidigare reglering använts i uppsatsen.

En stor del i förståelsen av regleringens syfte ligger i förståelsen av kapitalmarknaden och dess funktion i stort. Dessa frågor belyses i bl.a. Catarina af Sandeberg, *Marknadsmissbruk - Insiderbrott och kursmanipulation* (2002), Sigurd Elofsson m.fl., *Insiderinformation - hantering och kontroll* (2013) Catarina af Sandeberg och Robert Sevenius, *Börsrätt* (2008). Det finns även flera artiklar som belyser dessa frågor, av vilka särskilt kan nämnas Mårten Knuts, *Insiderhandelsförbudet i Norden - efter Spectoravgörandet* (2010).

Uppsatsämnet tar delvis sikte på rättsliga förändringar som nyligen trätt i kraft eller ska komma att träda i kraft. Vidare behandlar uppsatsen insiderregleringens bakomliggande syfte. Ingen doktrin har producerats på senare år som fokuserar på de nya regelverken från EU. Vad som kan beskrivas som en brist på rättskällor, främst doktrin och praxis, kan betraktas som en svaghet i uppsatsen men åskådliggör samtidigt den osäkerhet som råder om konsekvenserna av de nya rättsakterna.

1.7 Disposition

Uppsatsen består av tre huvudsakliga delar. Den första delen, kapitel 2, behandlar kapitalmarknaden, dess funktion och varför insiderreglering är en nödvändighet för dess funktion. Vidare redogörs det för hur insiderregleringens syften och ekonomiska effekter beskrivs i doktrin och förarbeten. Kapitlet behandlar också vad som avses med en ”effektiv” insiderreglering. Kapitel 3 redogör inledningsvis för hur Sverige genom MmL definierat insiderinformation och insiderhandel. Därefter avhandlas nyheterna i rekvisiten ”insiderinformation” och ”insiderhandel” i de nya Mar och Mad 2 och de skillnader som dessa uppvisar gentemot tidigare reglering. För att kunna redogöra för skillnaderna regelverken emellan så har förordningstexten i Mar behövts analyseras. Redan från kapitel 3.2.1 och framåt börjar därför den analyserade delen av uppsatsen. I det fjärde kapitlet analyseras och diskuteras insiderregleringens syfte. Likaså diskuteras skillnaderna mellan ny och tidigare reglering vidare och vad dessa kan tänkas få för rättsliga konsekvenser. Slutligen diskuteras hur väl de nya rättsakterna, med dessa skillnader tagna i beaktande, kan tänkas uppnå sitt uttalade mål och syfte.

2. Kapitalmarknaden och behovet av en insiderreglering

2.1 Kapitalmarknaden och dess funktion

Kapitalmarknaden är en del av det finansiella systemet och fyller en funktion som försörjningskanal mellan investerare och företag. Genom kapitalmarknaden kan investerare och sparare i utbyte mot avkastning kanalisera sitt kapital till företag, hushåll, organisationer eller stater som är i behov av kapitalet för fortsatt utveckling. Investerare och näringsliv länkas på så sätt effektivt samman genom kapitalmarknadens försorg.⁸ af Sandeberg beskriver kapitalmarknaden som en omfördelare av sparande och risk. Genom denna allokeringsfunktion får kapitalmarknaden stor betydelse för samhälls-ekonomi.⁹ Allokeringsfunktionen bygger på allmänhetens förtroende för marknaden. Förtroendet är grunden till viljan att investera och att ta risker. Om detta skadas och spararen inte vill investera i företagen på marknaden uppstår en brist på riskvilligt kapital. Detta kan få till ekonomisk effekt att tillväxten och avkastningen för företagen försämras. På sikt kan detta bromsa utvecklingen av näringslivet och minska avkastningen för medborgarnas sparade medel.¹⁰

Kapitalmarknaden bygger, som ovan nämnts, på att investeraren vågar ta risker. En allmänhet av investerare som känner förtroende för kapitalmarknaden litar till att prissättningen på de tillgängliga finansiella instrumenten är korrekt. Med ett korrekt värde på t.ex. en aktie avses att priset på ett rationellt sätt återspeglar all relevant tillgänglig information om aktien och företaget. Förtroendet för kapitalmarknaden bygger alltså på information. På

⁸ Se Riksbanken, *Den svenska finansmarknaden 2016*, s. 5 f.

⁹ af Sandeberg (2002) s. 24 f.

¹⁰ af Sandeberg och Sevenius (2008) s. 30 f.

den optimala kapitalmarknaden finns all korrekt information tillgänglig för alla samtidigt. Detta skapar effektivitet på marknaden.¹¹

2.2 Vilken funktion fyller insiderregleringen?

Insiderhandel är ett av många sätt på vilket kapitalmarknaden kan missbrukas. Insiderhandel är de investeringar som görs på kapitalmarknaden som är baserade på insiderinformation. En person som har tillgång till insiderinformation kallas insider. Genom att utnyttja tillgången till insiderinformation sätter insidern övriga investerare i ett sämre informationsläge. Kågerman uttrycker det som att insidern gör sig skyldig till en form av ocker genom att utnyttja andra investerares oförstånd och oförmånliga ställning.¹²

Insiderregleringen har tillkommit för att förhindra olovlig insiderhandel. Som det har redovisats för ovan så är kapitalmarknaden beroende av allmänhetens förtroende. Insiderhandel anses väsentligt skada detta förtroende och insiderregleringen ska därför verka förtroendeskapande genom att effektivt förhindra handel baserad på insiderinformation.¹³ Förekommer insiderhandel skadas också likviditeten på marknaden samtidigt som bolagens kapitalanskaffningskostnad ökar. Detta beror på att ett skadat förtroende innebär färre investerare på kapitalmarknaden. Detta ökar konkurrensen om det tillgängliga kapitalet vilket medför ett högre pris.¹⁴

Vidare har där länge funnits ett rättvisetänkande bakom förbudet mot insiderhandel. Insiderhandel lyfts fram som moraliskt förkastligt och oetiskt och jämförs med ett kortspel där en av deltagarna redan känner till sina medspelares kort.¹⁵ Det är genom att förhindra de scenarion som nämnts ovan och

¹¹ af Sandeberg och Sevenius (2008) s. 32.

¹² Se Kågerman (2008) s. 421.

¹³ Se Knuts, JT nr 3 2010/11 s. 683.

¹⁴ Se af Sandeberg och Sevenius (2008) s. 31 f.

¹⁵ Se prop. 1990/91:42 s. 38.

genom att tillgodose det grundläggande behovet för en fungerande kapitalmarknad, nämligen kravet på jämlik tillgång till information, som regelverken mot insiderhandel spelar sin viktigaste funktion.¹⁶

2.2.1 Mer om förtroende och rättsekonomiska effekter

För att allmänheten ska känna förtroende för kapitalmarknaden så förutsätts en korrekt prissättning på finansiella instrument där deras värde reflekterar all tillgänglig information om företaget. Det är först när investerare vågar lita på den tillgängliga informationen som de vågar satsa sitt kapital. Genom att allmänheten upprätthåller ett kontinuerligt mod till att satsa kapital på marknaden så fungerar också investerarnas säkerhetsventil i form av möjligheten att sälja innehavet. Den fungerande marknaden medför fler aktörer som investerar kapital. På detta sätt säkerställs det för investeraren en marknad där det personliga innehavet av finansiella instrument snabbt kan omvandlas till eget kapital. Detta skapar en dynamisk kapitalmarknad.¹⁷

I preambeln till Mar återfinns motiven till insiderregleringen. Preamblen redogör emellertid inte för hur allmänhetens förtroende skadas av insiderhandel. Följande exempel får därför förklara detta. En insider har till följd av sin ställning god insikt i ett publikt bolag. Härigenom har insidern haft möjlighet att studera bolagets kvartalsrapport. Denna vittnar om ett positivt resultat som vida överstiger förväntningarna på bolaget. Informationen i kvartalsrapporten kommer att påverka aktiekursen på marknaden positivt. Innan kvartalsrapporten offentliggörs eller når allmän kännedom köper insidern aktier av en annan, intet ont anande, aktieägare för ett pris om 100 kronor per aktie. När kvartalsrapporten offentliggörs stiger aktiens kurs omedelbart till 150 kronor per aktie och insidern har till följd av informationsövertaget gjort en enkel vinst på affären. Till följd av informationsunderläget

¹⁶ Se Elofsson m.fl. (2013) s. 15.

¹⁷ Se af Sandeberg och Sevenius (2008) s. 30 ff.

har säljaren av aktierna agerat på ett sätt som han eller hon inte hade gjort om båda parter haft tillgång till samma information.

Doktrinen är enig om att när allmänhetens informationsunderläge mot insiders uppmärksammas i situationer som den ovan bidrar det till att de förra i mindre utsträckning vill handla på kapitalmarknaden. På varje vinnare i en insideraffär går det också en rad förlorare. Den vanliga investeraren upplever det som orättvist och hopplöst. Beslutet att investera på kapitalmarknaden är ett beslut fattat med beaktande av många, redan osäkra faktorer. Förekomsten av insideraffärer kan skapa en känsla hos allmänheten om att riskberäkningen i samband med investeringen är meningslös. Även om investeraren gör en korrekt analys av riskerna kring bolagets finansiella situation, legala förutsättningar m.m. och fattar rätt investeringsbeslut så hjälper inte detta mot informationsunderläget. Härigenom försvinner förtroendet och viljan till att investera.¹⁸

När insideraffärer förekommer kan risken för investeraren vid handel på kapitalmarknaden sägas innehålla fler faktorer än vanligt. Affärens framgångsutsikt är då inte enbart baserad på hur företagets potentiella framtid kommer se ut – den är också baserad på att marknaden verkligen fungerar så som den ska och att priset speglar all tillgänglig information. Medialt uppmärksammas insiderhandel kan sägas påverka allmänheten psykologiskt. En kapitalmarknad utan insideraffärer skickar signaler om god funktionalitet. När något fungerar som planerat så tenderar människan till att känna förtroende till det. Den rådande föreställningen är att insiderregleringen tillsammans med annan marknadsmissbruksreglering ska få kapitalmarknaden att fungera som den är tänkt och härigenom skapa det viktiga förtroendet hos en allmänhet av investerare.¹⁹

¹⁸ Se Kågerman (2008) s. 422 ff.

¹⁹ Se SOU 2014:46 s. 167 f.

En effektiv insiderreglering minskar antalet insideraffärer. Detta bidrar till en högre investeringsvilja och får lägre kapitalanskaffningskostnad för företagen som rättsekonomisk effekt. Likadant utgör en effektiv insiderreglering ett skydd för företagen och dess aktieägare. Olovlig insiderhandel som sker av en företrädare för ett företag och som uppmärksammas medialt innebär, förutom att försvåra och fördyra de planerade affärerna för bolaget, ett stort mått av badwill. Detta drabbar både företaget och dess aktieägare.²⁰

Sammanfattningsvis ökar en fungerande insiderreglering chanserna för företags tillväxt och stärker deras konkurrensförmåga. Resultatet av detta är att näringslivet förs i en positiv riktning. Ett växande näringsliv är en avgörande faktor för en god samhällsekonomi.

2.2.2 Vad avses med en ”effektiv” insiderreglering?

För att fullt ut förstå syftet bakom insiderregleringen är det viktigt att få klarhet i vad man från europeiskt och svenskt håll menar med ”effektiv” insiderreglering. Det vanligaste måttet på reglers effektivitet handlar om statistik över antalet anmälningar, åtal och fällda personer. Den grundläggande tanken är att ju fler som anmäls, åtalas och fälls, desto effektivare lagstiftning. I svenska förarbeten mäts marknadsmissbruksregleringens effektivitet huvudsakligen på detta sätt.²¹ Att statistik över antalet fällda eller åtalade skulle utgöra den enda måttstocken för effektivitet i lagstiftningen har emellertid kritiserats. H. Seyhun har i en regleringsteoretisk undersökning slagit fast att strängare straff eller ett ökat antal åtal inte leder till en reduktion av antalet insiderbrott.²²

²⁰ Se Elofsson m.fl. (2013) s. 44 f.

²¹ Jfr SOU 2014:46 s. 167.

²² H. Seyhun (1992) s. 149 ff.

af Sandeberg är av uppfattningen att det eventuellt vore bättre att använda preventionseffekten som ett mått på insiderregleringens effektivitet.²³ Ytterligare stöd för detta återfinns i Sjäodins avhandling. Sjäodin drar slutsatsen att signalvärdet, d.v.s. värdet av allmänhetens och marknadsaktörernas vetskap om att en effektiv insiderreglering existerar, är viktigare än antalet fällande domar eller åtalade personer.²⁴ Klart är att de olika måtten på effektivitet delvis går in i varandra och att det inte klart går att säga vad som är en effektiv insiderreglering.

²³ af Sandeberg (2002) s. 49 f.

²⁴ Se Sjäodin (2006) s. 359.

3. Dåvarande och nuvarande insiderreglering

3.1 Insiderinformation och insiderhandel enligt MmL

3.1.1 Insiderinformation

Den 1 juli 2005 trädde lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument ("MmL") i kraft. MmL var resultatet av den svenska implementeringen av Mad 1. Redan i 1 § MmL stadgades det bland annat vad som skulle anses utgöra insiderinformation och vad som innefattades i begreppet. Där gick det att utläsa att insiderinformation skulle förstås som "information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument". Sverige valde vid implementeringen att utforma en snävare definition av insiderinformation än den som återfanns i Mad 1. Det betonades emellertid i förarbetena till MmL att de svenska definitionerna skulle tolkas direktivkonformt vilket innebar att lydelsen av direktivet skulle anses ingå i MmL:s definitioner.²⁵

MmL ställde alltså upp ett antal krav som skulle vara uppfyllda för att informationen skulle räknas som insiderinformation. En grundläggande förutsättning var att det rörde sig om "information". I förarbetena definierades information brett och kunde ses som en samlingsbenämning för uppgifter av alla tänkbara slag. För att kunna sortera ut vad som skulle anses utgöra just insiderinformation valde man att i Mad 1 uttryckligen tala om ett krav på information av "specifik natur". På grund av den direktivkonforma tolkningen av MmL ansågs detta krav finnas även i den svenska lagen.²⁶ Informationen fick inte vara offentliggjord eller allmänt känd. Offentliggjord in-

²⁵ Se prop. 2004/05:142 s. 54 ff.

²⁶ Se SOU 2014:46 s. 376.

formation förutsatte någon form av tillgängliggörande genom medvetna handlingar. Information som var allmänt känd var sådan som allmänheten faktiskt hade kännedom om och tillgänglighet till, oavsett hur den gjorts tillgänglig.²⁷ Slutligen skulle informationen vara ägnad att väsentligen påverka priset på ett finansiellt instrument. Detta skulle förstås som information, som om den offentliggjordes, hade mycket stor sannolikhet att vid tillkännagivandet påverka kursen uppåt eller neråt.²⁸

3.1.2 Insiderhandel

I 2 § MmL stadgades vad som utgjorde olovlig insiderhandel. För olovlig insiderhandel dömdes den som fick insiderinformation och som för egen eller någon annans räkning förvärvade eller avyttrade finansiella instrument. Det fanns ett krav på koppling mellan insiderinformationen och de finansiella instrument som transaktionen rörde. Dömdes gjorde också den som fick insiderinformation och som med råd eller på annat sätt föranledde någon annan att baserat på insiderinformationen förvärva eller avyttra finansiella instrument.²⁹

Personer som följde köp- eller säljrekommendationer som var grundade på insiderinformation kunde inte dömas för insiderbrott, oavsett om de insett att rådet var grundat på insiderinformation eller inte.³⁰ Enbart fysiska personer träffades av handels- och rådgivningsförbudet i 2 § MmL. Den fysiska personen var tvungen att ha fått insiderinformationen. Detta innebar enligt Knuts att det kunde sägas finnas ett transformationskrav. Innehav av insiderinformation utan att informationen utnyttjades kunde aldrig stipulera ansvar för insiderbrott.³¹

²⁷ Se Sjöblom, SvJT 2012 s. 384.

²⁸ Se prop. 1990/91:42 s. 51; Kågerman (2008) s. 425.

²⁹ Se Knuts (2011) s. 47.

³⁰ Se NJA 2008 s. 292.

³¹ Se Knuts (2011) s. 48 f.

3.2 Insiderinformation enligt Mar

3.2.1 Insiderinformation

Genom den nya definitionen av insiderinformation, som trädde i kraft den 3 juli 2016 genom art. 7 Mar, förändrades själva utformningen av begreppet i svensk rätt. Den för uppsatsen relevanta frågan är om den nya utformningen också innebär att själva innebörden av begreppet har förändrats.

Det har ovan redogjorts för att Sverige vid implementeringen av Mad 1 valde en snäv definition av insiderinformation. Mar är direkt tillämplig och genom lydelsen av art. 7 så har Sverige nu fått en mer utförlig definition. Denna involverar fler rekvisit som aktörerna på börsen nu måste beakta när de behandlar frågor om insiderinformation. Genom art. 3.1.1 Mar omfattas nu också fler finansiella instrument av regelverkens tillämpningsområde. Dessa är sådana som förekommer på mindre handelsplattformar och som tillkommit i takt med den tekniska utvecklingen under 2000-talet.

Genom art. 7.2 Mar har det förtydligats när information ska anses vara av specifik natur. Kravet på informationens specifika natur finns nu alltså uttryckligen i regleringens ordalydelse. Den kanske största nyheten i definitionen av insiderinformation återfinns i art. 7.4 och är helt ny för svensk rätts vidkommande. Ett av rekvisiten i art. 7.1 som är oförändrat i förhållande till tidigare reglering är att insiderinformationen måste kunna antas med viss sannolikhet väsentligt inverka på priset på ett finansiellt instrument. Art 7.4 hänvisar till art. 7.1 och stadgar en ”standard” som kan användas som en måttstock för om informationen kommer att ha denna inverkan på priset eller inte. Informationen ska vara av sådan karaktär att en ”förnuftig investerare” skulle grundat sitt investeringsbeslut på den. Att det saknas förarbeten i EU-rätten gör det svårt att säkert redogöra för hur man avgör om informa-

tionen når upp till denna standard, men en objektiv helhetsbedömning torde tillämpas.³²

3.2.2 Hur skiljer sig detta från tidigare reglering?

Ovan har det redogjorts för de nyheter som Mar uppvisar i förhållande till tidigare reglering gällande definitionen av insiderinformation. Likheterna mellan MmL och Mar är många men de skiljer sig framför allt på tre punkter. Fler finansiella instrument omfattas nu av insiderregleringen. Ett uttryckligt krav på att informationen ska vara av specifik natur finns nu i definitionen och rekvisitet ”förnuftig investerare” har införts.

Att kravet på att informationen ska vara av specifik natur nu uttryckligen stadgats i Mar innebär inte i realiteten mer än ett förtydligande. Kravet har enligt förarbetena alltid funnits implicit i den svenska lagtexten vilket även slogs fast i det s.k. Tivox-målet.³³ Införandet av art. 7.4 i Mar med ett standardkrav på insiderinformationen torde kunna skapa viss osäkerhet bland aktörerna på marknaden. Bristen på förarbeten och riktlinjer från ESMA, som sedan 2011 är den nya institutionen för finansregulatoriska frågor inom EU, gör det svårt att säga huruvida kravet höjer ribban för vad som ska anses utgöra insiderinformation. Det är anmärkningsvärt att rekvisitet uppmärksammas men inte diskuterats i SOU 2014:46 eller prop. 2016/17:22. En tänkbar förklaring till detta är att Sverige inväntar riktlinjerna från ESMA och eventuella domstolsavgöranden. Fram tills att dessa har publiceras går det bara att spekulera i vilken typ av information som kan anses uppnå den ”standard” som stadgats i art. 7.4 Mar. Perioden fram till att klarhet skapas i vad rekvisitet innebär kommer troligtvis bli kort. Under tiden kan det dock komma att uppstå osäkerhetsmoment på marknaden vilket i sin tur kan leda till en minskad förutsebarhet för aktörerna.

³² Se riktlinjer från ESMA (2007)

³³ Se NJA 2008 s. 292.

3.3 Insiderhandel enligt Mar

3.3.1 Insiderhandel

De största förändringarna i och med de europeiska rättsakternas ikraftträdande finns att finna i definitionen av insiderhandel. Bestämmelsen återfinns i art. 8 Mar. I den svenska MmL fanns ett transformationskrav vilket krävde att en person skulle ha "fått" insiderinformation och därefter handla finansiella instrument baserat på denna för att kunna dömas för olovlig insiderhandel. I Mar och Mad 2 stadgas nu att det är insiderinformation som en person "har" som kan ligga till grund för insiderhandel. I svensk rätt har det länge diskuterats huruvida den svenska insiderregleringen bör anses innehålla ett s.k. "har"-rekvisit.³⁴ Då Mar är direkt tillämplig innebär det tveklöst att definitionen av insiderhandel nu utvidgats till att omfatta insiderinformation som en person "har".³⁵

Insiderhandel kan i och med ikraftträdandet av art. 8.1 Mar nu också anses ske på ett nytt sätt. Att besluta om att återkalla eller ändra en handelsorder på ett finansiellt instrument är att betrakta som insiderhandel, om beslutet är grundat på insiderinformation. Även om återkallande- och ändringsförbudet diskuterats tidigare i svensk rätt har förbudet aldrig funnits uttryckligen i lag. Art. 8.1 innebär därför ytterligare en utvidgning av vad som omfattas av förbudet mot insiderhandel.³⁶

Även i art 8.3 Mar införs en ny förbudsbestämmelse. Denna tar sikte på de personer som följer ett råd eller en rekommendation om att förvärva eller avyttra finansiella instrument om personen "inser eller borde inse" att rådet är grundat på insiderinformation. I Mad 2 stadgas det dock att det är enbart när personen "inser" att rekommendationen bygger på insiderinformation

³⁴ Jfr SOU 2014:46 s. 378 f.

³⁵ Se SOU 2014:46 s. 379.

³⁶ Se prop. 2004/05:142 s. 163.

som bestämmelsen om insiderhandel kan bli aktuell.³⁷ Det råder alltså diskrepans mellan Mar och Mad 2 gällande insiktskravet.

3.3.2 Hur skiljer sig detta från tidigare reglering?

En av nyheterna i Mar i form av införandet av det s.k. ”har”-rekvisitet har medfört rättsliga konsekvenser. Rekvisitet innebär att transformationskravet inte längre kan anses absolut. Det kan räcka för att begå insiderbrott att personen ”har” insiderinformation och handlar baserat på denna. Redan inför införandet av MmL diskuterades ”har”-rekvisitet men lagstiftaren valde att utelämna det från lagen.³⁸

Frågan är då vilka ageranden som är förbjudna i och med införandet av ”har”-rekvisitet? Handel baserad på egna analyser av allmänt känd eller offentliggjord information kan inte heller efter ikraftträdandet av Mar anses vara insiderhandel. Även om en mycket skickligt utförd analys, baserad på allmän information, innehåller sådana slutsatser som enbart ett företags ledning hade varit kompetenta till att dra, kan inte personen som utfört analysen sägas ”ha” insiderinformation.³⁹ Ett agerande som däremot, med största sannolikhet, kommer att omfattas av insiderförbudet i och med införandet av ”har”-rekvisitet är handel baserad på s.k. självgenererad information.

Tidigare har den svenska insiderregleringen innehållit en lucka. Denna har möjliggjort legal handel baserad på insiderinformation som en person har genererat själv, ofta genom sin ställning i ett bolag. Följande exempel avser att förtydliga situationen med självgenererad information. Ett stort byggbolag tänker ge ett värdefullt underleverantörskontrakt till en börslistad underleverantör. För att utnyttja den kommande kursstegringen köper en styrelsemedlem i byggbolaget aktier i underleverantören. Därefter är styrelsemed-

³⁷ Se art. 3.3 Mad 2.

³⁸ Se prop. 2004/05:142 s. 59 f.

³⁹ Se Knuts (2011) s. 50 (se fotnot 164).

lemmen med och utformar det erbjudande som skall ges till underleverantören. När det har offentliggjorts att underleverantören tilldelats kontraktet stiger aktiekursen. Enligt tidigare gällande MmL hade styrelsemedlemmen inte kunnat fällas för insiderbrott, då personen inte ”fått” informationen om att underleverantören skulle tilldelas kontraktet. Genom införandet av ”har”-rekvisitet i art. 8.1 Mar torde styrelsemedlemmen i exemplet ovan nu kunna hållas ansvarig för insiderbrott. Detta då personen ”haft” insiderinformation och förvärvat finansiella instrument baserat på denna.⁴⁰ Innan riktlinjer från ESMA har publicerats och situationen prövats i domstol går det emellertid inte att säkert säga att de nya rättsakterna täppt till denna lucka.

I art. 8.1 Mar fastställs att ett utnyttjande av insiderinformation genom att återkalla eller ändra en handelsorder också ska anses utgöra insiderhandel. Detta är en utvidgning av förbudets omfattning. Förbudet diskuterades även i förarbetena till MmL. Här lyftes en eventuell återkallelse eller ändring av en handelsorder, när återkallelsen eller ändringen var baserad på insiderinformation, fram som något brottsligt. Förbudet fanns emellertid inte i den färdiga lagtexten och med hänsyn till principerna om förutsebarhet och legalitet kan företeelsen aldrig anses ha varit förbjuden tidigare.⁴¹

Genom den direkta tillämpligheten av Mar är nu förbudet ett faktum. Förbudet innebär i praktiken att den period under vilken insiderhandel kan begås har utökats. Det ska emellertid noteras att personen ska dra nytta av agerandet för att insiderhandeln ska anses som olovlig. Detta betyder t.ex. att en person som köpt aktier i ett företag, och som därefter får insiderinformation om att aktiekursen kommer att gå upp, inte gör sig skyldig till olovlig insiderhandel om personen då återkallar sin handelsorder.⁴²

⁴⁰ Se Knuts (2011), s. 51 f.

⁴¹ Se prop. 2004/05:142 s. 163 f.

⁴² Se SOU 2014:46 s. 388.

Enligt den tidigare gällande MmL och det s.k. Tivoxmålet kunde inte personer som följde en köp- eller säljrekommendation som var grundad på insiderinformation dömas för insiderbrott.⁴³ Detta gällde oavsett om personerna hade insikt om att rekommendationen var baserad på insiderinformation eller inte. I och med införandet av art. 8.3 Mar täpps denna lucka igen. Bestämmelsen tar sikte på när personer erhållit råd baserade på insiderinformation men utan att själva insiderinformationen lämnats. Om personen i fråga vetat om eller borde vetat om att information grundat sig på insiderinformation men trots detta agerat i enlighet med rådet har personen gjort sig skyldig till insiderbrott. Som det tidigare nämnts så råder det diskrepans mellan Mar och Mad 2 gällande nivån på den erhållande personens insikt. Det räcker att personen borde inse att rekommendationen bygger på insiderinformation för att administrativt ansvar enligt Mar ska uppkomma medan full insikt krävs för straffrättsligt ansvar enligt Mad 2.⁴⁴

⁴³ Se NJA 2008 s. 292.

⁴⁴ Se art. 8.3 Mar och art. 3.3 Mad 2.

4. Analys och slutsats

4.1 Analys

Insiderregleringen har till uppgift att förhindra olovlig insiderhandel. Själva regleringen motiveras med en rad argument, där det om allmänhetens bibehållna förtroende för kapitalmarknaden är det som verkar väga tyngst. Uppsatsen har som uttalat syfte att besvara en rad frågor. En av frågorna är hur väl de förändringar, som de nya rättsakterna från EU medfört, bättre kan tänkas leda till att insiderregleringens uttalade syften uppnås. Innan denna del behandlas finner jag det nödvändigt av pedagogiska skäl att först kritiskt diskutera och konkretisera vad insiderregleringens syften egentligen består i.

I preambeln till Mar och i doktrin talas det om att allmänhetens investeringsvilja är nödvändig för kapitalmarknaden och samhällsekonomins utveckling. Det som torde åsyftas med allmänheten är gemene man, utan särskilda kunskaper om kapitalinvesteringar, som investerar mindre mängder kapital på marknaden. Investeringen görs kanske i syfte att få lite bättre avkastning än den vanliga räntan från en placering på ett bankkonto. Det är min uppfattning att denna allmänhet och dess investeringsvilja i högre grad påverkas av mer vardagliga ting än själva närvaron av en EU-förordning, definitionen av insiderinformation eller utformningen av ett handelsförbud.

Med det moderna samhällets ständiga tillgång till nyheter följer också en högre grad av medvetenhet hos samhällsinvånarna. Det allmänheten påverkas av är sådant vi ser och hör och får förklarat för oss. Därav torde en stor del av insiderregleringens syfte faktiskt ligga i att förhindra att allmänheten matas av nyheter om hur olika insideraffärer har gynnat några få, på bekostnad av många. När nyheter når oss om hur någon utnyttjat insiderlagstiftningen och handlat finansiella instrument till stor vinst framkallar det käns-

lor av orättvisa, maktlöshet och uppgivenhet. Känslorna drabbar just den allmänhet som tänkt investera kapital på marknaden. Detta kan leda till att den enskilde investeraren börjar tveka. En kapitalmarknad, som redan av många troligtvis ses som en mycket komplex apparat, framstår som dåligt fungerande och osäker. Detta kan leda till att investerarna börjar se sig som efter alternativa sätt att kapitalplacera på som upplevs som mer trygga.

Om insiderregleringen lyckas förhindra att ovanstående scenarion uppstår är det rimligt att anse den vara effektiv. Regleringen torde isåfall vara på god väg till att kunna sägas fungera syftesenligt. På detta sätt är det möjligt att bibehålla och möjligtvis förstärka allmänhetens förtroende till kapitalmarknaden. Om gemene mans upplevelse av att investera på kapitalmarknaden resulterar i att personen får avkastning på sitt kapital och upplever processen som smidig och felfri så framstår kapitalmarknaden som välfungerande. Innehåller insiderregleringen däremot luckor som möjliggör riskfria affärer för insiders framkallar det motsatta känslor hos de många, mindre privatplacera- rarna. I grund och botten kan därför en del av insiderregleringens syfte sägas vara att framkalla olika sorters känslor hos olika aktörer på kapitalmarkna- den. Framtida insiders ska avskräckas från att handla på insiderinformation. Allmänheten ska i sin tur få förtroendekänslor för det solida regelverket. Kanske är det så att insiderregleringen har detta bakomliggande syfte, men själva sättet att uttrycka det på är för konkret och vardagligt för att skrivas ut i en EU-förordning.

Insiderregleringens syfte kan mer konkret också sägas bestå i att skicka sig- naler till både allmänheten och aktörerna på kapitalmarknaden. Regleringen ska signalera om god effektivitet och robusthet och få potentiella insiders att tveka inför valet om att handla på insiderinformation. Om en person då, det- ta till trots, vidtar olovlig insiderhandel ska personen kunna åtalas och fäl- las. En del i en effektiv reglering ligger just i att personer som bryter emot den ska, med regelverket som grund, kunna åtalas och dömas. På detta sätt,

genom att fylla sin signalfunktion och visa sig effektiv, så uppfyller regleringen sitt syfte. Genom att uppfylla syftet så fyller också reglerna sin rättsekonomiska funktion och får de eftersträvade ekonomiska effekterna.

Nästa fråga är givetvis hur dessa syften på bästa sätt ska uppnås. Doktrinen tycks vara överens om att allmänhetens förtroende skadas när insideraffärer uppmärksammas medialt. Att förhindra detta genom att förbjuda medial rapportering om förekommande insideraffärer kan verka lockande men är samtidigt uteslutet. Istället bör vikten läggas på att stärka regleringens signalvärde. Jag är benägen att hålla med Sjödin om att det är själva signalvärdet som är lagstiftningens essens. Hur man stärker en reglerings signalvärde är emellertid inte enkelt att besvara. Finansinspektionen har genom deras informativa och lättillgängliga hemsida lyckats förklara och exemplifiera vad de nya rättsakterna innebär för olika aktörer. Det är tänkbart att detta medför att regleringens signalvärde stärks och kanske kan ökade anslag till Finansinspektionen bidra ytterligare.

Sammanfattningsvis är jag av uppfattningen att två huvudsakliga syften kan sägas finnas med insiderregleringen. Den ska den signalera till alla presumtiva investerare att kapitalmarknaden fungerar väl genom insiderregleringens försorg och härigenom psykologiskt påverka investeraren genom att skapa förtroende för marknaden. Den ska också signalera till alla presumtiva insiders att regleringen inte innehåller några luckor. På så sätt ska den effektivt hindra personer från att ens överväga insiderhandel. När insiderregleringens syfte nu har konkretiserats så följer en diskussion om hur det nya regelverket bättre kan tänkas leda till att detta syfte uppnås.

Jag har under arbetet med uppsatsen fått uppfattningen att insideraffärer i regel har begåtts för att risken för påföljder har ansetts liten i förhållande till potentiell vinst av affären. Det har helt enkelt funnits luckor och oklarheter i den tidigare gällande regleringen som öppnat upp för lukrativa affärer till

mycket låg eller ingen risk. Så som det redogjorts för under kapitel 3 så kommer Mar och Mad 2 med största sannolikhet att täcka igen flera av dessa luckor. Detta bör anses helt syftesenligt då igentäppande av luckor i lagstiftningen får anses ha mycket positivt signalvärde. Att regleringen blir mer robust i den bemärkelsen att reglerna fångar in fler insidersituationer är positivt och helt i enlighet med regelverkets syfte.

Införandet av de s.k. ”har”-rekvisitet medför att insiderhandel baserad på självgenererad information nu med största sannolikhet omfattas av insiderhandelsförbudet. Detta är en transaktion som länge legat i gråzonen men som inte längre kan antas vara legitim. Likaledes medför införandet av rekvisitet att åklagaren, vid ett åtal om insiderbrott, inte längre behöver bevisa att insidern i fråga har ”fått” insiderinformationen. Jag tror att åklagaren betydligt lättare bevisar att en insider har haft tillgång till insiderinformation än att insidern faktiskt har ”fått” den. Fram till att rekvisitet har prövats kan det emellertid inte säkert sägas vilka situationer som omfattas i och med ”har”-rekvisitets införande. Jag förstår varför det i Advokatsamfundets remissyttrande föreslogs att förarbetena borde exemplifiera vilka situationer som omfattas av ”har”-rekvisitet.⁴⁵ Tyvärr återfinns inga sådana exempel i den nyligen remissbehandlade prop. 2016/17:22.

Fördelaktigt för svenskt vidkommande är att den breda utformningen av art. 7 Mar ger en tydligare bild av vad som ska anses utgöra insiderinformation. Detta ökar förutsebarheten för aktörerna på marknaden vilket är en grundförutsättning för en välfungerande kapitalmarknad. Nackdelen med att utforma många av bestämmelserna i Mar så utförligt är dock, motsatsvis, att regelverket inte kommer att kunna omfatta alla de moderniseringar och förändringar som ständigt sker i den finansiella miljön. Detta ger en statisk reglering i förhållande till den snabbt förändrande kapitalmarknaden. Den öppna formulering av lagtexten som Sverige tidigare hade i form av MmL

⁴⁵ Se Advokatsamfundet, R-2014/1085 s. 2.

möjliggjorde att reglerna klarade av att möta förändringar på ett effektivt sätt. Motsatsvis skapade detta dock förvirring och oklarhet kring vilken information som egentligen omfattades av definitionen. Den nya definitionen av insiderinformation i art. 7 Mar får därför anses medföra både fördelar och nackdelar.

Ett agerande som tidigare varit legitimt men som nu omfattas av handelsförbudet är när en person återkallar eller ändrar en handelsorder. Detta är ytterligare en åtstramning av regelverket och en lucka som stängs. Tidigare har företeelsen med att återkalla eller ändra en order baserat på insiderinformation utgjort ett handlande i gråzonen mellan lagligt och olagligt. Anledningen till att agerandet legat i gråzonen är otydliga förarbeten som talat om företeelsen som illegitim men utan att faktiskt nämna den i lagtexten. Gråzonen har nu suddats ut och ersatts med tydliga regler vilket bidrar till ökad förutsebarhet och ett mer vattentätt regelverk. Till följd av det medvetet kritiska förhållningssättet i uppsatsen misstänker jag emellertid att det nya förbudet kan komma att skapa ett nytt problem.

En aktiv handlare på kapitalmarknaden kan genomföra många affärer per dag. En handlare kan av en legitim anledning behöva återkalla eller ändra en handelsorder. Om personen då av någon anledning har fått tillgång till insiderinformation så är han eller hon låst vid sin investering. Om personen återkallar eller ändrar sin handelsorder och aktiekursen därefter gå ner skulle personen nämligen göra sig skyldig till insiderhandel. Enbart det faktum att personen erhållit insiderinformation, oavsett hur detta har gått till, skulle då stoppa personen från att av legitim anledning vilja ändra eller återkalla ordern. Det är ofrånkomligt att förekomsten av en sådan potentiell problematik kan skapa osäkerhet bland de mest aktiva investerarna och få till följd att förutsebarheten minskar och förtroendet för marknaden sjunker. För att förhindra att detta problem uppkommer skulle man kunna införa en s.k. säkerhetsventil. Ventilen kan då finnas i form av en undantagsbestämmelse.

Undantaget kan stipulera att om handlaren har en legitim anledning till att ändra eller återkalla en order efter det att personen har erhållit insiderinformation ska detta få genomföras. Problematiken nämns varken i Mar eller i prop. 2016/17:22.

Den nya insiderregleringen medför fler förändringar än vad uppsatsen har utrymme till att behandla. Även om denna uppsats avgränsar sig till att omfatta vad Mar och Mad 2 innebär för insiderregleringen bör de erinras om att regelverken innehåller marknadsmissbruksregler för hela kapitalmarknaden. Sammantaget får jag känslan av att det är en juridisk kraftsamling från europeiskt håll som vi nu genom Mar och Mad 2 ser resultatet av. Genom att titta på de nya rättsakterna och jämföra dessa med de tidigare får jag uppfattningen av att de är i grunden genomtänkta och robusta. I takt med att domstolsavgöranden och riktlinjer börjar publiceras kommer förhoppningvis denna känsla också signaleras till alla de aktörer och den allmänhet av investerare som är aktiva på kapitalmarknaden. Kanske ska resultatet av arbetet då beskrivas som att man lyckats skapa en effektiv marknadsmissbruksreglering. Regleringen är effektiv genom att fylla sin signalfunktion. Regleringen signalerar till alla presumtiva insiders och gör dessa medvetna om att möjligheterna till att genomföra insideraffärer genom att utnyttja kryphål i regleringen nu är mycket begränsade. Det optimala är om detta får till följd att färre insideraffärer begås och att allmänheten slipper läsa i media om hur någon ensam insider har profiterat på bekostnad av många andra. Detta skulle då generera det åsyftade förtroendet från allmänheten.

Att syftet med insiderregleringen uppnås är viktigt då chanserna i så fall ökar för att de eftersträvade rättsekonomiska effekterna infaller. Rättsekonomi handlar om hur olika rättsregler kan konstrueras för att leda till olika ekonomiska effekter. Det är först när insiderregleringen uppnår sitt syfte som den också kan få de ekonomiska effekter som eftersträvats. Lyckas regleringen få signaler att nå allmänheten som genererar förtroende så kom-

mer kapitalmarknaden att fungera bäst. Förtroendet genererar investeringsvilja. Med ökad investeringsvilja kommer fler potentiella investerare vilket gör det lättare och billigare för företagen att införskaffa kapital. Goda möjligheter till kapital leder till ett växande näringsliv vilket genererar arbetsmöjligheter och en högre social välfärd.

4.2 Slutsats

Jag har kommit till slutsatsen att insiderregleringen har ett signalvärde som är viktigt ur många aspekter. När jag konkretiserat regleringens syfte består det i att uppfylla sin signalfunktion. Genom signalfunktionen ska insiderregleringen framkalla olika känslor och uppfattningar hos aktörerna på kapitalmarknaden. Hos allmänheten ska det framkallas förtroende och investeringsvilja. Hos den presumtive insidern ska det framkallas tveksamhet inför att handla på insiderinformation. De nya rättsakternas potential att uppnå sitt syfte får beskrivas som god. Jag är av uppfattningen att det funnits en tydlig ambition från europeiskt håll om att rättsakterna ska stänga luckor i insiderregleringen. Mar och Mad 2 innehåller nödvändiga rättsliga förändringar som stänger luckor och ökar förutsebarheten för aktörerna på marknaden. Likaså är regleringen robust och framstår som vattentät. Detta ökar på dess signalvärde vilket indikerar på att syftet med regleringen nu bättre kommer att uppnås. Det bör nog hållas i minne att ikraftträdande av nya regelverk alltid kan medföra oväntade problem. Detta kommer förhoppningsvis framtida domstolspraxis på området att utvisa. Att helt och hållet få insiderhandel att upphöra kommer att bli svårt, om inte omöjligt. Så länge en tillräckligt lukrativ affär uppenbarar sig kommer inte ens den mest effektiva av regleringar att förhindra detta. Genom de förändringar som Mar och Mad 2 medfört kommer det emellertid att tas steg mot en allt effektivare insiderreglering.

5. Käll- och litteraturförteckning

5.1 Doktrin

Elofsson, Sigurd m.fl., Insiderinformation: hantering och kontroll, Norstedts Juridik, Stockholm, 2013.

Kågerman, Pontus, Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden, Norstedts juridik, Stockholm, 2008.

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

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

5.2 Offentligt tryck

5.2.1 Utredningsbetänkanden

SOU 2014:46 Marknadsmisbruk II

5.2.2 Propositioner

Proposition 1990/91:42 Om insiderhandel

Proposition 2004/05:142 Marknadsmisbruk

Proposition 2015/16:120 Tillsyn över att EU:s marknadsmisbruksförordning följs

Proposition 2016/17:22 Effektiv bekämpning av marknadsmisbruk

5.2.3 Europeiska kommissionen

Commission Staff Working Paper (SEC 2011 1217 final), Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing market manipulation (market abuse), <ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/SEC_2011_1217_en.pdf> Läst den 8 november 2016.

Riktlinjer från ESMA (2007), 2nd set of Draft Guidance on the operation of the Market Abuse Directive, <<https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/2nd-set-draft-guidance-operation-market-abuse-directive-public-consultation>> Läst den 23 november 2016.

5.3 Artiklar och Rapporter

H. Seyhun, Nejat The Effectiveness of the Insider-trading Sanctions, Journal of Law and Economics, vol. 35, 1992.

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

Knuts, Mårten, Insiderhandelsförbudet i Norden – efter Spector-avgörandet, Juridisk Tidskrift, JT Nr 3 2010/11.

Sjöblom, Nils, Insiderbrott - några anteckningar i anslutning till senare års praxis, svensk juristtidning, SvJT 2012.

Sveriges riksbank, Den svenska finansmarknaden 2016, <http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Finansmarknaden/2016/rap_finansm_160831_sve.pdf> Läst den 9 november 2016.

Östlund, Annelie, ”Vingejurist fälls för insiderbrott”, DI Nyheter, <www.di.se/artiklar/2013/10/18/vinge-jurist-falls-for-insiderbrott/> Läst den 7 november 2016.

5.4 Akademiska avhandlingar

Sjödin, Ulrika, Insiders' outside/Outsiders' inside - rethinking the insider regulation. Diss., Stockholms universitet, 2006.

5.5 Övriga källor

Advokatsamfundets remissyttrande, R-2014/1085, publicerat den 4 november 2014.

6. Rättsfallsförteckning

6.1 Högsta domstolen

NJA 2008 s. 292