

# **Reglering av värdepappersmarknaden och lagarna som aldrig kommer i kapp**

**[Uppsats om insiderlagstiftningen och anmälningsplikten**

**vid värdepappersförvärv**

**och hur dessa påverkas av det moderna samhället]**

Johan Åkesson

Kandidatuppsats i handelsrätt

HARH01

HT 17



**LUNDS UNIVERSITET**  
Ekonomihögskolan

# Innehållsförteckning

<b>SUMMARY</b> .....	<b>4</b>
<b>SAMMANFATTNING</b> .....	<b>5</b>
<b>FÖRKORTNINGAR</b> .....	<b>6</b>
<b>1 INLEDNING</b> .....	<b>7</b>
1.1 INTRODUKTION .....	7
1.2 SYFTE OCH FRÅGESTÄLLNING .....	9
1.3 AVGRÄNSNINGAR .....	9
1.4 METOD OCH MATERIAL.....	9
1.4.1 Rättsdogmatisk metod.....	10
1.4.1 Rättsekonomisk metod.....	10
1.5 FORSKNINGSLÄGE .....	10
1.6 DISPOSITION.....	11
<b>2 INSIDERLAGSTIFTNINGEN FRAM TILLS IDAG</b> .....	<b>12</b>
2.1 INTRODUKTION TILL INSIDERHANDEL.....	12
2.2 LAGEN (1971:827) OM REGISTRERING AV AKTIEINNEHAV .....	13
2.3 LAGEN (1985:571) OM VÄRDEPAPPERSMARKNADEN .....	14
2.4 INSIDERLAGEN (1990:1342).....	15
2.5 INSIDERSTRAFFLAGEN (2000:1086).....	16
2.6 LAGEN (2005:377) OM STRAFF FÖR MARKNADSMISSBRUK VID HANDEL MED FINANSIELLA INSTRUMENT.....	17
2.7 SAMMANFATTNING AV UTVECKLINGEN AV REGELVERKET FÖR INSIDERHANDEL .....	18
2.8 GÄLLANDE LAGSTIFTNING.....	18
<b>3 EUS DIREKTIV ANGÅENDE INSIDERINFORMATION</b> .....	<b>20</b>
3.1 INTRODUKTION .....	20
3.2 DET RELEVANTA EU REGELVERKET .....	20
3.3 HARMONISERING AV REGELVERK .....	21
<b>4 DEFINITIONEN AV INSIDERBROTT</b> .....	<b>23</b>
4.1 INTRODUKTION .....	23
4.2 INSIDERINFORMATION.....	24
4.3 REKVISIT .....	25
4.3.1 Objektiva rekvisit.....	26
4.3.2 Subjektiva rekvisit.....	27
<b>5 ANMÄLNINGSPLIKTEN</b> .....	<b>30</b>
5.1 INTRODUKTION .....	30
5.2 LAGSTADGAD ANMÄLNINGSPLIKT.....	30
5.3 SIGNALVÄRDET AV ANMÄLNINGAR.....	32
<b>6 EKONOMISKT PERSPEKTIV</b> .....	<b>33</b>
<b>7 TILLSYN AV GÄLLANDE REGELVERK</b> .....	<b>35</b>
<b>8 RÄTTSPRAXIS</b> .....	<b>37</b>
8.1 INTRODUKTION .....	37
8.2 NJA 2008 s.292 – TIVOX.....	37
8.3 NJA 2013 s.7 – MOBICLEAR.....	38
8.4 B 7956-07 – BIACORE MÅLET.....	39
8.5 B 7638-09 – STUDSVIK MÅLET .....	40
8.6 B 6037-08 – TAGMASTER MÅLET .....	41
8.7 B 4911-09 – TICKET MÅLET.....	42

<b>9 ANALYS .....</b>	<b>43</b>
9.1 INTRODUKTION .....	43
9.2 TOLKA REKVISITEN .....	43
9.3 SIGNALVÄRDET .....	45
9.4 DET MODERNA INFORMATIONSSAMHÄLLET .....	46
9.4.1 <i>Introduktion</i> .....	46
9.4.2 <i>Anmälningssplikten eller insiderlagstiftning i det moderna samhället</i> .....	46
<b>10 SLUTSATS .....</b>	<b>48</b>
<b>KÄLL &amp; LITTERATURFÖRTECKNING .....</b>	<b>51</b>
OFFENTLIGT TRYCK.....	51
EU-RÄTTSLIGA KÄLLOR .....	51
LITTERATUR.....	51
ÖVRIGA KÄLLOR.....	52
<b>RÄTTSFALLSFÖRTÄCKNING.....</b>	<b>52</b>

## Summary

In the modern digital society information is spread and shared in just a few seconds. This has an effect on the financial market and the financial market has to adapt to the new fast-paced society.

The transformation to a digital society creates a demand for regulations by law of the financial market. These regulations have existed since the start of the Swedish financial market in the 1980s and have been constantly renewed and updated the last years. One focus regarding new legislation has been to prevent from insider crime e.g. that stakeholders cannot use information that rest of the market do not have access to. This insider legislation is not specific and the criteria for interpretation of the law are broad.

In order to keep pace with the technical developments available on the market, the legislators constantly have to update the law, but usually lagging behind. The reason for long implementation time of the new Swedish regulations and laws is due to the process that need to take into account the EU regulations through MAR, MAD and MiFID. As complement there are other protective laws available to monitor and control the market in the form of the Notification Act. This law is created to enable the Financial Supervisory Authority to monitor the trading of securities done by key persons in companies. By this information the market can easily follow if something happens in the companies.

This conclusion of this essay is that there usually is a difference between the partial interpretation of insider legislation and its prohibition from the perception of doctrine. The reason is due to the real world outside of the law's books is usually more complicated. The stakeholders acting improperly are usually very competent with many years of market experience. This of course creates a challenge for those who are investigate and assess the legal issues. The conclusion is that the legislation is not adapted to the society of today with fast information exchange. There is need for transformation of the law.

## Sammanfattning

Information sprids och delas på bara några få sekunder i dagens moderna digitala samhälle. Detta påverkar även finansmarknaden som måste anpassa sig till det nya snabbbrörliga samhället.

Dagens digitala samhälle har skapat ett behov av regleringar av finansmarknaden och dessa lagar. Lagarna har ständigt förnyats och uppdaterats under de gångna åren. Ett av de viktiga målen med denna lagstiftning är att förhindra insider brott, dvs. att förhindra att aktörer inte kan nyttja information som resterande marknaden inte har tillgång till. Lagstiftning kan beskrivas som vag och inte specifik och kriterierna har en bred tolknings möjlighet.

För att hålla jämn takt med den tekniska utvecklingen har lagstiftarna varit tvungna att kontinuerligt uppdatera lagen. Dock har implementering tagit lång tid. Dels för att ta höjd för EU regleringar genom MAR, MAD och MiFID II men även att processen tar tid innan en lag kan träda i kraft. Detta har medfört att en del andra skyddslag har kommit till för att kunna övervaka och kontrollera marknaden. Detta i form av exempelvis lagen om anmälningsskydd. Denna lag tillkom för att Finansinspektionen ska kunna övervaka handel av värdepapper som nyckelpersoner i bolag gör. Målsättningen är att marknaden på ett enkelt sätt ska kunna följa med om det händer något i de bolagen som de är intresserade av.

Slutsatsen i denna uppsats är att det oftast skiljer sig mellan den tolkningen av insider lagstiftningen och dess rekvisit från uppfattning inom doktrin. Detta då världen utanför juridikens böcker oftast är mer komplicerad. De individer som agerar på ett otillbörligt sätt på marknaden oftast är mycket kompetenta med många års erfarenhet av marknaden. Detta skapar utmaningar för de som ska utreda och bedöma rättsfrågorna. Summeringen är att lagen bör omformuleras och ge anmälningsskyddet en större vikt i rollen som regleringsverktyg.

## Förkortningar

<u>Förkortning</u>	<u>Förklaring</u>
AnmL	Lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument
ARL	Lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav
EES	Europeiska ekonomiska samarbetsområde
EBM	Ekobrottsmyndigheten
ESMA	Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten
FI	Finansinspektionen
HD	Högsta domstolen
HovR	Hovrätten
IL	Insiderlagen (1990:1342)
ISL	Insiderstrafflagen (2000:1086)
LVM	Lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden
LSVM	Lagen (2016:1307) om straff för marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden
MAR	Marknadsmissbruksförordningen - Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk
MAD	Marknadsmissbruksdirektivet - Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/57/EU av den 16 april 2014 om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk
MiFID II	Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och direktiv 2011/61/EU
MmD	Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk)
MmL	Lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument
MTF	Multilateral Trading Facilities
Nyckelpersoner i bolaget	Personer med särskild insyn i bolaget
OTF	Organised Trading Facility
VpmL	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden

# 1 Inledning

## 1.1 Introduktion

Finansmarknaden har en central funktion i dagens samhälle och förmedling av finansiella tjänster är viktigt för svenska näringslivet. Både företag och personer vill i allt större utsträckning förvalta sitt kapital så att det ökar genom att spara eller investera. Om varje person i det svenska samhället skulle handla direkt av bolagen istället för att använda finansiella institut skulle marknaden vara ineffektiv. Varje enskild transaktion mellan köpare och säljare skulle kräva ett stort antal olika kontakter, undersökningar och värderingar för att genomföra affären.<sup>1</sup>

Det är viktigt att aktörerna på de finansiella marknaderna har förtroende för marknaden. Saknas förtroende kommer investerarna att vända sig till alternativa sätt att investera, där de har förtroende för informationen och anser att de kan tjäna på sin investering. För att en marknad ska vara effektiv krävs att de finansiella instrumenten som handlas kan omsättas enkelt och snabbt.<sup>2</sup> Detta har skapat en debatt om fördelar och nackdelar med insiderinformation och insiderbrott samt insiderlagstiftningens betydelse för värdepappersmarknaden.

Ett insiderbrott består av fyra rekvisit och är<sup>3</sup>:

- Företagsspecifik information
- inte offentlig
- till sin karaktär väsentligt kurspåverkande
- utnyttjas för en affär på en värdepappersmarknad

När insiderbrott kommer till allmänhetens kännedom blir den massmediala uppmärksamheten stor. Dock är dessa brott ofta komplicerade och svåra att upptäcka. År 2016 anmäldes i Sverige 218 stycken misstänkta insiderbrott.<sup>4</sup> Av dessa anmälningar lagfördes endast 18 personer för insiderbrott. En anledning till att lagförings- och uppklaringsprocenten för denna typ av brott är låg har förklarats med att de som ägnar sig åt denna typ av brott har utbildning

---

<sup>1</sup> Riksbanken – Den svenska finansiella marknaden, 2016, s.48

<sup>2</sup> Riksbanken – Den svenska finansiella marknaden, 2016, s.5-6

<sup>3</sup> Lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument

<sup>4</sup> Finansinspektionen

och goda kunskaper om hur systemen fungerar. De är medvetna om att de handlar olagligt och därför handlar i enlighet med detta och den beräknade risk som detta medför. Enligt Ekobrottsmyndigheten (EBM) står insiderbrottsligheten för en liten del av deras arbete, men får stor uppmärksamhet när det går till åtal. Ett exempel på detta är åtalet mot ledamöter i Finger print cards.<sup>5</sup>

I juni år 2017 värderades den svenska finansmarknaden till 7 057 miljarder kronor, detta är en ökning av ca 500 miljarder kronor sedan årets början, dvs. på ett halvår. Den svenska aktiemarknaden ägs till 40 % av värdet av utländska investerare. Resterande 60 % är uppdelat mellan finansiella bolag (28 %), icke finansiella bolag (12 %), hushåll (12 %), offentlig förväntning (4 %) samt icke vinstdrivande organisationer (4 %).<sup>6</sup> Detta ger en tydlig bild av hur väsentlig finansmarknaden är för både svenskt näringsliv och svenska hushåll. Hushållens och småspararnas innehav utgör ca 846,8 miljarder kronor.<sup>7</sup>

Den svenska finansmarknaden är ung. Den breda allmänhetens handel tog fart först på 1980-talet. Detta har gjort att lagstiftningen i Sverige är relativt ung jämfört med den svenska avtalslagen från tidigt 1900-tal eller den amerikanska värdepappersmarknaden från 1950-talet. Följden av detta är att ämnesområdet inom akademien ännu inte är så utbrett jämfört med USA. Ämnesområdet finans idag som en del av nationalekonomi eller företagsekonomi samt inom juridiken.<sup>8</sup>

Sedan aktiemarknadens start hos en bredare allmänhet har lagstiftarna kämpat med att hålla samma utvecklingstakt som teknik och samhällsutveckling, med syfte att upprätthålla en reglering av den finansiella marknaden. Detta är ett utmanande arbete eftersom teknikutvecklingen går allt snabbare och ändringar eller implementering av nya lagar ofta tar lång tid och kräver omfattande utredningar. Utöver detta får lagstiftningen inom området för insiderhandel ofta kritik för att vara alltför bred och svårtolkad. Utlåtanden från de som agerar på marknaden är ofta att lagstiftningen inte ger någon konkret vägledning om vad som är insiderinformation. Detta innebär att många inte tar lagstiftningen seriöst utan ser den som en tandlös tiger.

---

<sup>5</sup> Årsredovisning 2016 – Ekobrottsmyndigheten

<sup>6</sup> SCB – Aktieägarstatistik, juni 2017

<sup>7</sup> SCB – Aktieägarstatistik, juni 2017

<sup>8</sup> Börsrätt s.353



## 1.2 Syfte och frågeställning

Syftet med denna uppsats är att analysera insiderlagstiftningen i gällande rätt med avseende på hur lagstiftaren avsett att insiderinformation ska definieras. Samt om lagstiftningen fyller sin regleringsroll. Med andra ord analysera under vilka förutsättningar information är insiderinformation i juridisk mening. Samt vilka rekvisit som måste vara uppfyllda för att ett insiderbrott ska föreligga. Utöver detta kommer, utifrån hur dagens samhälle ser ut, att undersökas om insiderlagstiftningen uppfyller sin regleringsroll eller om annan lagstiftning kan bidra till att lösa denna uppgift och skapa en stabilare och effektivare finansmarknad.

- Hur definieras insiderinformation och vilka rekvisit måste uppfyllas för att ett insiderbrott ska föreligga?
- Bör anmälningsplikten ha en större regleringsroll av finansmarknaden i dagens samhälle för att uppnå en stabilare och effektivare finansmarknad?

## 1.3 Avgränsningar

Uppsatsen kommer att vara fokuserad på gällande svensk rätt. Det kommer dock att finnas kortfattad text som förklarar EU-rätten då denna ligger till grund för gällande svensk rätt. En djupare analys av den EU-rättsliga framväxten och dess påverkan av rättsläget har inte inkluderats i uppsatsen. Detta då en analys av både svensk och EU-rätt skulle bli allt för omfattande och inte ge möjlighet till tillräckligt djup inom ramarna för en kandidatuppsats. Uppsatsen kommer inte att innefatta påföljden av insiderbrott utan enbart tillämpning av gällande lagstiftning. Marknadsmisbrukslagen (MmL) kommer att vara utgångspunkten. Anmälningsplikten vid finansiella förvärv kommer att bli ett komplement till rekvisiten för insiderlagstiftningen för att kunna göra en analys och föra en diskussion kring hur lagstiftningen förhåller sig till moderna informationsflöden. Senaste årets förändringar i lagstiftningen, i och med nya EU-direktiv, har ännu inte hunnit utveckla någon doktrin eller rättspraxis av betydelse. Det är därför svårt att förutse hur de senaste förändringarna kommer att påverka rättssituationen och tillämpningen av insiderlagstiftningen.

## 1.4 Metod och material

Uppsatsen kommer att utgå från rättsdogmatisk metod och rättsekonomisk metod. Den rättsdogmatiska metoden kommer att användas vid analys av gällande rätt, förarbeten,

gällande lagstiftning, rättspraxis samt doktrin. För gällande rättspraxis finns det ett fåtal domar från Högsta domstolen (HD). På grund av detta kommer majoriteten av rättsfallen i denna uppsats att vara från hovrätten. Här utöver används EU-rättsliga källor till viss del för att ge förståelse för lagens framväxt. I analysdelen används effektivitetsperspektivet för att analysera hur lagen står sig i det moderna samhället. Detta i kombination med rättsekonomisk metod för att ge en djupare samhällsanalys av lagen. Då lagen påverkar stora ekonomiska processer och funktioner i samhället men även påverkar ner på individ nivå. Rättsekonomisk metod kommer även att användas vid analys av de normativa frågorna.

#### **1.4.1 Rättsdogmatisk metod**

Rättsdogmatisk metod är en tolkningslära.<sup>9</sup> Detta betyder att metoden är grunden för att kunna förstå och belysa rättsregler i samhället. Den kan till en början framstå som diffus och oklar och med delar som är direkt motsägelsefulla. Viss ledning erhålls genom synonymer till ordet dogm, dvs. formalistisk, ensidig, doktrinär, ortodox. Metodens syfte beskrivs oftast som att återskapa den faktiska förutsättningen för en rättsregel eller att ett specifikt rättsligt problem löses genom denna rättsregel. Grund för metoden är de allmänt accepterade rättskällorna i dagens rättssystem så som doktrin, praxis och förarbeten, beroende på vilket slags rättsfråga man väljer att ta sig an.<sup>10</sup>

#### **1.4.1 Rättsekonomisk metod**

Rättsekonomisk metoden handlar om att föra en diskussion och analys kring juridiken och lagtexterna från ett externt ekonomiskt perspektiv. En sådan metod innebär att lagen analyseras utifrån utgångspunkten att hushålla med resurser och resursfördelning. Rättsekonomins synsätt handlar inte om att juridiken och rätten som ett eget system utan ett system som är öppet och ett verktyg för att uppnå en högre grad av välfärd i den enskilde personens liv.<sup>11</sup>

### **1.5 Forskningsläge**

Inom det juridiska området börsrätt och värdepappersmarknadsrätt finns en begränsad doktrin. Det finns uppsatser i ämnet i form av examensuppsatser om insiderbrottslighet. Utöver detta finns det relativt många artiklar kring ämnet samt stort antal rapporter från myndigheter som är berörda eller involverade inom regleringen av värdepappersmarknaderna.

---

<sup>9</sup> Fredric Korling & Mauro Zamboni (2015) s.21

<sup>10</sup> Fredric Korling & Mauro Zamboni (2015) s.21

<sup>11</sup> Fredric Korling & Mauro Zamboni (2015) s.175

## **1.6 Disposition**

Uppbyggnaden av denna uppsats är följande; kapitel ett med en introduktion av ämnet, frågeställning och syfte med uppsatsen. Kapitel två innehåller uppbyggnaden av det rättsliga läget och en kort introduktion till insiderlagstiftningen fram till modern tid. Denna introduktion kommer även att innehålla en kort presentation av EU-lagstiftningen i kapitel tre och dess grunder inom ämnet.

Kapitel fyra är en djupare genomgång av insiderlagstiftningen och rekvisitet för insiderbrott. Detta kapitel kommer att presentera den gällande rätten kring insiderlagstiftningen och hur doktrin förhåller sig till ämnet. Därefter i kapitel fem sker genomgång av anmälningsplikten i gällande rätt för att förstå hur detta kompletterar insiderlagstiftningen. Där efter kommer kapitel 6 med ekonomiska påverkan av regleringarna. Kapitel 7 tar upp tillsynsmyndighetens arbete och den påverkan på marknader som deras arbete medför. Efter detta i kapitel 8 följer relevant rättspraxis samt analys och slutsats kring de fakta som presenterats i ovanstående kapitel för att besvara frågeställningarna i uppsatsen. Här kommer den rättsekonomiskametoden att användas för att ge en djupare analys mot samhället och lagens funktion.

## 2 Insiderlagstiftningen fram tills idag

### 2.1 Introduktion till insiderhandel

Insiderlagstiftningen introducerades i svensk rätt på 1970-talet.<sup>12</sup> Dessförinnan hade den finansiella marknaden varit helt oreglerad i denna del. Insiderhandel har funnits ända sedan den första finansiella handeln och har ständigt varit en fråga för diskussion. Det finns tidiga exempel kring problematiken från USA, Tyskland och England och det har visat sig att insiderhandel är mer av en regel än ett undantag på marknaderna.<sup>13</sup>

Under mitten av 1980-talet kom det första direkta förbudet om insiderhandel genom Lagen om värdepappersmarknaden (LVM).<sup>14</sup> Allteftersom marknaderna och informationstillgängligheten ökat har lagarna kring insiderhandel utvecklats. Lagarna kring värdepappersmarknaden och speciellt insiderlagstiftningen har ofta debatterats med både argument för och mot dess funktion. Det har även skett en internationalisering inom området. Vilket resulterat till ett mer enhetligt regelverk kring insiderlagstiftning och marknadsmissbruk inom EU genom olika direktiv och förordningar. Dessa direktiv och förordningar har utvecklats i takt med det ökade behovet av reglering. Det senaste direktivet kom år 2014 och med syfte att skapa en enhetlig rättssituation inom EU kring den växande värdepappersmarknaden. I Sverige började direktivet att gälla år 2016.<sup>15</sup>

Mycket av regleringen vi har idag har introducerats i närtid. Drivkraften för regleringen har bland annat varit börskrascher och olika kriser som kommit regelbundet de senaste åren. Oftast har regleringen kommit efter att problemet upptäckts och avsikten har varit att förhindra att problemet uppstår igen. Exempel på detta är de nya marknadsdirektiven från EU efter krisen 2008 eller IT krisen 2000.

---

<sup>12</sup> Lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav.

<sup>13</sup> Af Sandberg (2002) s.15

<sup>14</sup> Lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden

<sup>15</sup> Lagrådsremiss – Effektiv bekämpning av marknadsmissbruk (1/9-2016)

Problem på olika börser har varit en del av börsernas utveckling. Den första kända börskraschen inträffade på 1600-talet i Holland. "Värdepappret" vid denna tid var tulpanlökar som på grund av att de var ovanliga i Europa, vid denna tid, såldes för höga priser. När tulpanlökar började bli vanliga, föll priserna snabbt och som resultat av detta kraschade börserna.<sup>16</sup>

## **2.2 Lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav**

Det första steget för att reglera finansmarknaden var genom lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav (ARL) och som trädde i kraft 1 januari 1972. Innan dess reglerades marknaden av avtalslagen (AvtL) eller vid brottsligt förfaranden genom brottsbalken och den allmänna strafflagstiftningen.

Enligt ARL ålades vissa personer på värdepappersmarknaden vissa skyldigheter. En av dessa var att registrera sina och vissa nära anhörigas aktieinnehav, om man hade en ledande befattning, i en publik aktiebolag. Utöver detta skulle även alla förändringar av aktieinnehavet som var registrerat anmälas.<sup>17</sup> Bakgrunden till beslutet var att motverka insiderspekulationer samt att stoppa personer med insyn i bolaget att utnyttja informationen för egen vinning.

Det begrepp som används i förarbetena till lagen är förtrolig information. Denna information skulle vara företagsspecifik, ej offentlig och enligt erfarenhet ha möjlighet att påverka aktiekursen när informationen kom till kännedom för allmänheten. Detta är grunden för begreppet insiderinformation. Viktigt att poängtera är att denna lag inte innefattade något handelsförbud utan handeln fick bedrivas så länge denna anmäldes. Syftet var att de i ledande ställningar skulle avstå att agera på insiderinformation, eftersom detta skulle kunna sätta dem i dålig dager i bla media. Tillsynen sköttes av Bankinspektionen(Nu mera finansinspektionen).<sup>18</sup>

---

<sup>16</sup> Börsrätt (2008) s.73

<sup>17</sup> Prop 1990/91:42 s.30-31

<sup>18</sup> Samuelsson *et al* (2005) s.39

### 2.3 Lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden

Under 1980-talet började värdepappershandeln i Sverige att öka. Med detta följde även att intresset från externa investerare ökade och den internationella närvaron på den svenska värdepappersmarknaden började märkas. Staten ansåg att den dåvarande lagen ARL inte fullgjorde sin funktion för att i att motverka insiderbrott. Det fanns behov av en nyare och uppdaterad lagstiftning. Detta blev Lag (1985:571) om värdepappersmarknaden (LVM).<sup>19</sup>

Förutom den tidigare anmälningsskyldigheten tillkom förbud mot insiderhandel. Regleringen genom LVM byggde på en definition av insiderbrott dock utan rekvisitet att vara allmänt kurspåverkande. De som omfattades av denna lag var enbart personer med speciell anknytning och särskild information kring bolaget.<sup>20</sup>

Genom lagen infördes två förbud. Det första kallades för ”take-over förbudet”. Detta innebar att individer som var delaktiga i en uppköpsprocess av ett bolag inte fick handla i bolagets aktier innan detta beslut hade blivit allmänt känt. Det andra förbudet var ett mer generellt förbud mot att handla i bolagets aktier om den berörda personen hade information som inte var allmänt känd, och informationen var av den typen att den väsentligt kunde påverka kursen.<sup>21</sup> Dessa handelsförbud påverkade storägare samt vissa personer med ledande befattningar inom bolag eller koncern. Genom detta skedde en utvidgning i kretsen personer som ansågs anmälningsskyldiga.<sup>22</sup>

LVM fick inledningsvis en del kritik för sin snävhet beträffande begreppet insiderinformation och kretsen av personer som hade anmälningsskyldighet. Vad det gäller insiderinformation fanns det uppfattningar att denna var alltför strikt och snäv, då det skulle vara företagsspecifik information och att det var den specifika värdepappret som var kopplat till informationen.<sup>23</sup> Gällande anmälningsskyldigheten så hade fortfarande institutionella placerare inte någon anmälningsskyldighet.<sup>24</sup>

---

<sup>19</sup> Samuelsson *et al* (2005) s.38

<sup>20</sup> Prop 1990/91:42 s.21

<sup>21</sup> SOU 1984:2 111-115

<sup>22</sup> SOU 1989:72 s.140-141

<sup>23</sup> Af Sandberg (2002) s.60

<sup>24</sup> SOU 1989:72 s.177

## 2.4 Insiderlagen (1990:1342)

År 1991 kom en ny lag som hade för avsikt att ersätta LVM. Insiderlag (1990:1342) (IL), allmänt kallad insiderlagen. IL var en skärpning av föregångaren LVM. Utöver detta var det första gången Europeiska Gemenskapen (EG) – (Nuvarande EU) – kom med ett direktiv som påverkade det svenska rättssystemet. Anledningen var den ökade internationaliseringen av handeln med värdepapper och behovet att harmonisera svensk lagstiftning med Europa. Detta för att göra Sverige konkurrens kraftigt och värdepappersmarknaden fortsatt attraktivt för internationella investerare.<sup>25</sup>

Huvudregeln i IL var ett generellt utökat förbud mot insiderhandel. Detta genom att personer med ledande ställning och tillgång till insiderinformation inte fick göra kortsiktiga affärer med värdepapper som var relaterade till bolaget eller informationen de hade. Den personkrets som tidigare funnits utvidgades därmed i IL och kom att innefatta näst intill alla personer som förfogade över insiderinformation. Det var även en utökning av vilka värdepapper som påverkades av lagen. Nu inkluderades även vissa fondpapper och diverse andra instrument. År 1997 kom en lagändring som utökade förbudet till alla värdepapper.<sup>26</sup>

Ytterligare en viktig förändring som kom med IL var förbudet att agera på all information som kunde vara väsentligt kurspåverkande. Det är i IL vi ser det första ”tumregeln” för vad väsentlig kurspåverkan är. En väsentlig kurspåverkan blev bedömd att vara information som kunde påverka kursen ca 10 % av aktievärdet upp eller ner. Det blev även viktigt att bevisa att informationen erfarenhetsmässigt kunnat ändra kursen. Personer med ledande ställning i bolag och som förfogade över insiderinformation fick inte köpa eller sälja för egen eller annans räkning och fick inte ge råd till någon annan person om hur denne skulle agera. Det kom även ytterligare en viktig punkt; personer som förvärvat icke offentlig information och information som erfarenhetsmässigt kunde ha en väsentlig kurspåverkan också omfattades av förbudet och om de var medvetna om att informationen kommit ut genom oaktsamhet eller på annat felaktigt sätt.<sup>27</sup>

---

<sup>25</sup> Prop 1990/91:42 s.38

<sup>26</sup> Af Sandberg (2002) s.61-64

<sup>27</sup> Af Sandberg (2002) s.61-63

När denna lag, IL, blev gällande kom en uppdatering av straffpåföljden och vilka som kunde dömas. Nu kunde man även dömas för medhjälp till insiderbrott.<sup>28</sup> Det tillfördes även ett nytt rekvisit för att domstolen skulle kunna döma till ansvar, dvs. att det skulle finnas misstanke att det allmänna förtroendet för värdepappersmarknaden skulle kunna äventyras. Vid brott mot anmälningsskyldigheten och uppgiftsskyldigheten bestämdes att påföljden skulle vara bötesstraff.<sup>29</sup>

## 2.5 Insiderstrafflagen (2000:1086)

I början av 2000-talet kom en omfattande omstrukturering av lagstiftningen kring värdepapper och värdepappersmarknaden, eftersom det ansågs att IL inte haft den effekt som var avsikten. Istället antogs Insiderstrafflagen (2000:1086) (ISL) samt lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument (AnmL). Uppdateringen berodde på att det fanns hål och oklarheter i IL. Detta ledde till att IL delades upp i två lagar som benämns ISL och AnmL. Förbudet mot kortsiktig handel och anmälningsskyldigheten hamnade i AnmL och straffrättsliga åtgärder i ISL.<sup>30</sup>

När ISL introducerades i Sverige var avsikten att ytterligare harmoniseringar med EG direktivet. Harmonisering avsåg definitionen av insiderinformation.<sup>31</sup> Andemeningen med lagen var att skapa en lag som verkade preventivt och var väl fungerande. Den skulle ge en tydlig signal till aktörerna på värdepappersmarknaden. Om det gjordes en anmälan om insideraktiviteter så skulle denna effektivt kunna utredas och leda till ett eventuellt beslut.<sup>32</sup>

ISL förtydligade även vilka värdepapper som innefattades av finansiella instrument, såsom fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse som gick att handla med på en värdepappersmarknad. Möjligheten att bli dömd för obehörigt röjande av insiderinformation utökades vilket ledde till att man kunde bli dömd både som primär och sekundär källa till informationen. Det tillkom även grov insiderhandel genom grov oaktsamhet och marknadspåverkan genom vårdslöshet.<sup>33</sup>

---

<sup>28</sup> SOU 2013:38 s.259

<sup>29</sup> Af Sandberg (2002) s.63

<sup>30</sup> Samuelsson *et al* (2005) s.58

<sup>31</sup> Samuelsson *et al* (2005) s.58

<sup>32</sup> Samuelsson *et al* (2005) s.58-59

<sup>33</sup> Samuelsson *et al* (2005) s.59-60



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

År 2003 kom ett nytt EU direktiv, EG:s marknadsmissbruksdirektiv (2003/6/EG) och genomförandedirektivet till detta. Detta lade grunden till Lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (MmL) som trädde i kraft 1 juli år 2005. Den stora förändringen jämfört med tidigare var att förbudet mot korttidshandel ersattes med ett totalt förbud för personer med särskild insyn i bolaget att handla 30 dagar innan del- eller årsrapport blev allmänt känd.

I MmL ser vi den moderna lagstiftningen kring värdepapper och insiderhandel. MmL går dock längre än vad EU direktivet gör avseenden bla när handelsförbud blir aktuellt och personkretsen som berörs. Det är även en utökning av anmälningsplikten och reglering av blockhandel dvs att köpa och sälja utanför reglerad och offentlig marknad.<sup>34</sup> Nu omfattades all handel av värdepapper av förbudet mot insiderhandel.

Vid MmLs införande valde lagstiftaren att sätta gränsen för handelsförbud så fort insiderinformationen på något sätt mottagits av personen förbudet avser att gälla. Något krav på att informationen utnyttjas finns inte.<sup>35</sup>

När MmD trädde i kraft inom EU skapades det en möjlighet för var och en av medlemsländerna att bestämma om det skulle vara ett straffrättsligt system eller ett administrativt system för sanktioner. Det kravet som fanns på systemen och dess påföljder var att de skulle vara effektiva, proportionerliga och avskräckande för personerna som agerade på marknaden.<sup>36</sup>

---

<sup>34</sup> SOU 2013:38 s.260-261

<sup>35</sup> Prop 2004/05:142 s.55-59

<sup>36</sup> Prop 2004/05:142 s.44-47

## 2.7 Sammanfattning av utvecklingen av regelverket för insiderhandel

<u>Förkortning</u>	<u>Lagen</u>	<u>Kommentar</u>
ARL – registrering av aktieinnehav	1971:827	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Första steget att reglera finansmarknaden och registrera egna och närståendes innehav av</li> </ul>
LVM – värdepappersmarknaden	1985:571	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Internationaliseringen krävde att ARL uppdaterades</li> <li>• Genom LVM utvidgades kretsen av personer som ansågs anmälningsskyldiga</li> </ul>
IL – insiderlagen	1990:1345	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ersatte LVM och byggde på EU-direktiv</li> <li>• Straffpåföljden skärps</li> </ul>
ILS – insiderstrafflagen	2000:1086	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ersatte IL</li> </ul>
MmL – straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument	2005:377	<ul style="list-style-type: none"> <li>• EG:s marknadsmissbruksdirektiv (2003/6/EG)</li> <li>• Kortidshandel ersätts av totalt förbud av handel 30 dagar innan rapport</li> </ul>
MiFID II - marknadsmissbruk	EU-direktiv 596/2014	<ul style="list-style-type: none"> <li>• MiFID II lanseras av EU för att skapa en fullharmonisering inom unionen</li> </ul>

## 2.8 Gällande lagstiftning

Den gällande svenska lagstiftningen bygger till stor del på lagstiftningen från år 1985. Med EUs inverkan så har lagen utvecklats och förändrats fram till gällande rätt. Senaste förändringarna skedde år 2017 och bygger på förändringar i gällande lagstiftning. Detta beror på de nya EU direktiv och förordningarna som kom år 2014 – Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april år 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordning) (MiFID II), en uppdatering av gamla marknadsmissbruksdirektivet, MiFID (Market in Financial Instruments Directive). Denna kompletteras av Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/57/EU av den 16 april 2014 om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk (marknadsmissbruksdirektiv) – (MAD).<sup>37</sup>

<sup>37</sup> Prop 2016/17:22 s.1

De förändringar som följer av att MiFID II, år 2014, och som är relevant för insidersituationen på värdepappersmarknaden, är förändringar i Lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden, lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument samt ett lagförslag om straff vid marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden. Förändringsarbetet påbörjades år 2016 och nya regelverk introduceras succesivt fram till 2018.<sup>38</sup>

En sak som är tydlig i den nya propositionen är att EU lagstiftningen får en betydande roll och det finns flera direkta kopplingar, där svensk lagstiftning antingen citerar eller hänvisar till artiklar i MiFID II eller MAD.<sup>39</sup>

---

<sup>38</sup> Prop 2016/17:22 s.3-4

<sup>39</sup> Prop 2016/17:22

## 3 EUs direktiv angående insiderinformation

### 3.1 Introduktion

Under en tioårs period har den svenska lagstiftningen påverkats av EG sedan EU lagstiftning. Detta eftersom Sveriges ekonomiska anknytning till de andra europeiska staterna har ökat, och lett till ökad samverkan. Det är därför nödvändigt att harmonisera det svenska regelverket med övriga aktörerna. Från år 1991 så har det finansiella lagstiftningen varit en del av harmonisering och som är en fortlöpande harmonisering av den inre marknaden i Europa.<sup>40</sup>

Sverige gick med i Europeiska unionen (EU) 1994 efter en folkomröstning. Efter detta har internationaliseringen blivit allt mer påtaglig.<sup>41</sup> Vid tidpunkten för tillkomsten av MmD(Marknads missbruks direktivet) införde även övriga EU länder liknande lagstiftning. Dock skiljer sig de olika ländernas lagstiftning en hel del. Främst avseende påföljden eftersom länderna själva kunde välja utformningen. Detta då det finns tydliga kriterier inom EU lagstiftningen om vad som är insiderlagstiftning. Detta skapar problem eftersom alla förhåller sig till samma grundkriterier men har olika straffpåföljder. EU har försökt att lösa detta genom införandet av EU-förordning om marknadsmissbruk.<sup>42</sup>

Idag sker stora delar av värdepappershandeln på EU:s inre gemensamma marknad. Detta ställer krav på en välfungerade och likartad lagstiftning inom alla länder på den inre marknaden. Betydelsen av att marknaden fungerar och har ett enhetligt regelverk har blivit tydligt genom de finansiella kriser som varit under 2000-talet.<sup>43</sup>

### 3.2 Det relevanta EU regelverket

I dags läget finns det tre olika regelverk som är relevanta för den svenska rättssituationen. Dessa är MAR, MAD samt MiFID II. MAR är en utvidgning av MAD – Rådets direktiv 2014/57 om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk (marknadsmissbruksdirektivet) – från år 2003 och avser att stärka regelverket på marknaden. MAR uppdaterades genom att

---

<sup>40</sup> Prop 1990/91:42 s.38

<sup>41</sup> Regeringskansliet

<sup>42</sup> Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning (2011) s. 2-3

<sup>43</sup> Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning (2011) s. 2-3

utöka vad som ingick i förordningen. Det som utökades var omfattningen av handels- och marknadsstrategier samt att det infördes nya krav kring dessa.<sup>44</sup>

MiFID II är ett fullharmoniseringsdirektiv som är skapat för att få en ökad konkurrens inom området för handel av värdepapper. Direktivet reglerar även sådana finansiella instrument som handlas på Multilateral Trading Facilities (MTF) och Organised Trading Facility (OTF). Genom att tillgängligheten till dessa marknader började öka skapades förutsättning för mer konkurrens på marknaden. Denna nya utveckling, och med ökad tillgänglighet och ökade volymer av transaktioner och värden på marknaden, medförde behov av en uppdatering. Detta resulterade i, en uppdatering av dåvarande MiFID (Market in Financial Instruments Directive).<sup>45</sup>

Det huvudsakliga syftet med uppdateringen av MiFID till MiFID II är att tekniken har rusat framåt och då skapat krav på att skydda investerare genom en ökad transparens i marknaden, ökad reglering kring riskhantering och handel kring diverse derivatinstrument samt utsläppsrätter. Detta som en direkt följd av de finanskriser som drabbat värden under 2000-talet.<sup>46</sup>

### **3.3 Harmonisering av regelverk**

Syftet med EU direktiven är att skapa ett mer enhetligt regelverk för en allt mer internationell värdepappersmarknad. Handeln är idag mycket uppdelad och syftet med direktiven är att försvåra för personer som har insyn att handla baserat på den särskilda information de då har. Detta då många tidigare handlade i alternativa instrument som inte har haft någon exakt lagstiftning kring hur det då ska behandlas. Det har även framkommit att det nuvarande regelverket inte uppskattas av aktörerna då detta tillför extra kostnader för små och medelstora företag vid kapitalanskaffning på en publik marknad.<sup>47</sup>

Syftet med harmonisering är att kunna bortse från den nationella lagstiftningen och ha en marknad i samspel avseende gäller regelverk. Genom att ha regelverk som är beroende av

---

<sup>44</sup> ESMA, Market abuse and accepted market practices

<sup>45</sup> Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning (2011) s. 6-7

<sup>46</sup> Kommissionens förslag till MiFID II (2011) s. 2-9

<sup>47</sup> Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning (2011) s. 2-3

varandra som MAD, MAR och MiFID skapas en stark lagstiftning som ökar investerarskyddet och ger en förbättrad transparens på marknaderna inom EU.<sup>48</sup>

Ett problem med de harmoniserade regelverken och internationaliseringen är att de som har tillsyn på marknaderna oftast är nationella och inte har system för att tillräckligt bra kunna följa och övervaka. Det är av största vikt att tillsynsmyndigheterna har möjlighet att utöva sin övervakning och tillsyn och upprätthålla systemet med hårda påföljder vid överträdelser.<sup>49</sup>

---

<sup>48</sup> Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning (2011) s. 56-62

<sup>49</sup> Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning (2011) s. 11-12

## 4 Definitionen av insiderbrott

### 4.1 Introduktion

I förarbeten till insiderlagstiftningen understryks den preventiva roll som lagstiftningen ska ha. Detta har varit en del av regleringen allt sedan ISL och den inledande lagstiftningen på området år 1991. Detta framgår även i propositionen för de nya lagar som trätt i kraft under 2017 och årsskiftet 2017/18. Dessa har en stark prägning av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (MAD).<sup>50</sup>

De värdepapper som innefattas av insiderdirektivet är:

- Överlåtbara värdepapper
- Penningmarknadsinstrument
- Fondandelar
- Finansiella derivatinstrument

Inom finansiella instrument ingår även:

- Aktier
- Obligationer
- Depåbevis
- Andelar i investeringsfonder
- Optioner
- Terminer

Gemensamt för alla dessa finansiella instrument är att de kan omsättas på en offentlig marknad.<sup>51</sup>

Enligt MmL ska följande vara uppfyllt för att en person ska kunna dömas för ett insiderbrott. Personen ska ha information som han använder för sin egna eller annan persons räkning för att genomföra en transaktion på en värdepappersmarknad.<sup>52</sup> I begreppet transaktion ingår köp och försäljning samt återkallande eller förändring av order till följd av informationen.

---

<sup>50</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk

<sup>51</sup> Schedin Ny Juridik(2007) s.15

<sup>52</sup> Prop. 2004/05:142 s

Även den som har insiderinformation och ger råd eller genom uppmaning får någon annan person att agera på marknaden omfattas av det straffbara området och kan dömas för insiderbrott. Också den person som följer rådet eller uppmaningen riskerar att dömas för insiderbrott.<sup>53</sup>

## 4.2 Insiderinformation

Definitionen av insiderinformation inom svensk lagstiftning är direkt tagen ur MAD och lyder följande: ”Information av specifik natur som inte har offentliggjorts, som direkt eller indirekt rör en eller flera emittenter eller ett eller flera finansiella instrument och som, om den offentliggjordes, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade finansiella derivatinstrument.”<sup>54</sup>

Insiderinformation är som ovan nämnts ett brett begrepp och kan vara svårtolkat. Det finns inga specifika krav på att informationen skall vara av ett exakt slag utan det gäller all information som kan tänkas ha en kurspåverkan, dvs. väsentligt påverka priset. Denna information kan vara allt från information från en utredare på en statlig myndighet som arbetar med nya regler och förordningar till en person som arbetar med affärsutveckling och försäljning eller samarbeten mellan bolag som till exempel förvärv av ett bolag. Det är således förbjudet för varje person som får tillgång till kurspåverkande insiderinformation att agera på denna. Detta gäller oberoende av hur personen har fått vetskap om informationen. Det krävs alltså inte något samband mellan personen som har informationen och själva informationen.<sup>55</sup>

Formuleringen ”väsentligt påverka kursen” är en vid formulering. Begreppet är avsett att kunna värdera om information som ännu inte är publicerad kan ha en möjlighet att vara insiderinformation. För att få en bättre förståelse för begreppet krävs att det sätts i relation till de yrkesutövare som agerar inom branschen. För kunna göra en bedömning av informationens möjlighet till påverkan kan följande exempel användas; Om en förnuftig och erfaren

---

<sup>53</sup> Lag (2016:1307) om straff för marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden

<sup>54</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk

<sup>55</sup> Schedin Ny Juridik(2007) s.12 & Prop. 1990/91:42 s. 51-52 och 82.



investerare hade fått informationen, hade denne då kunnat utläsa något och ha information till grund för ett investeringsbeslut. Tidigare har det varit en vedertagen tumregel att 10 % förändring skulle vara en väsentlig påverkan på priset.<sup>56</sup>

Utifrån den moderna finansmarknaden och varierande prisförändringarna inom olika värdepapper är detta en regel som är svår att applicera. Exempel på detta är förändringar i ett bolag med hög volatilitet på en av de mindre börserna, dessa bolag har regelbundet stora svängningar i kursen jämfört med räntemarknad som vanligtvis – åtminstone de senaste åren – håller sig med relativt små svängningar.<sup>57</sup>

För att ytterligare förstå vilken information som kan tänkas vara kurspåverkande, kan man analysera två olika parametrar. Den ena är det historiska perspektivet och om informationen av likande slag tidigare varit kurspåverkande och där av blivit klassad som insiderinformation. Den andra är att titta på någon av de analyser som finns på marknaden, oftast när det gäller större bolag, har benämnt information som indikerade uppköp eller liknande och indikerat att informationen kan tänkas ha en påverkan på kursen.<sup>58</sup>

### **4.3 Rekvisit**

För att en person ska kunna göra sig skyldig till ett insiderbrott krävs det att dennes handlande uppfyller vissa krav, så kallade rekvisit som åter finns i MmL. Uppfylls dessa krav har personen handlat på ett av lagstiftaren ansett brottsligt sätt. De rekvisit som gäller kan vara subjektiva eller objektiva.

De objektiva rekvisiten innebär att personen företar en viss handling eller handlingar och att dessa har viss kvalitet eller medför att en viss särskilt angiven effekt inträffar. Objektiva rekvisiten som ska vara uppfylld för ett insiderbrott är att en person med en viss ställning som fått insiderinformation för egen eller annans räkning handlar och på värdepappersmarknad köper eller säljer värdepapper som informationen avser. Även på insiderinformation grundat råd till annan eller handling som på annat sätt föranleder annan att köpa eller sälja

---

<sup>56</sup> Schedin Ny Juridik(2007) s.12 & Prop 2004/05:142 s .56

<sup>57</sup> Schedin Ny Juridik(2007) s.13

<sup>58</sup> Af Sandberg (2002) s.113

värdepapper på värdepappersmarknad omfattas.<sup>59</sup> På den subjektiva sidan förutsätts uppsåt. Ett medvetet handlande med insikt om att handlandet har sådan karaktär att de objektiva rekvisiten uppfylls.<sup>60</sup>

#### **4.3.1 Objektiva rekvisit**

Begreppet insiderinformation omfattar all information som ännu inte har blivit publicerad eller kommit till allmänhetens kännedom. Utöver det ska information ha rekvisitet en väsentlig kurspåverkan. På detta sätt omfattar lagen all information som på något sätt uppfyller detta vare sig det är marknads, företagsspecifik eller individspecifik information. Detta gör att all information som till exempel en anställd har som går under kategorin insiderinformation, oavsett om arbetet som genererar denna information skett innanför eller utanför arbetsplatsen, omfattas.<sup>61</sup>

Informationen skall vara av så kallad exakt natur. Detta innebär att spekulationer, åsikter eller rykten som grundas på allmänt känd fakta inte omfattas av begreppet. Som utgångspunkt anses det vara accepterat med spekulationer kring rykten om insideruppgifter och detsamma bör då vara gällande för informations som sprids över exempelvis forum eller sociala mediegrupper. Det gäller dock att denna information inte enbart når en begränsad mängd människor. Vad som anses vara en begränsad mängd människor genom sociala medier är oklart. En gräns som dock bör gå att dra är rykten som kommer från kanaler där det tidigare kommit ut insiderinformation. Detta scenario hamnar i en gråzon och bör behandlas med försiktighet.<sup>62</sup>

För att kunna bestämma att information är av exakt natur kan det sättas upp olika scenarion för att göra informationen mer konkret och greppbart. En händelse ska klassas som sann när denna har haft klar och objektiv bevisning till grund. Det vill säga att det går att bevisa att händelsen inträffat eller att förhållandet föreligger. Händelsen kan även inträffa i framtiden. Exempel på detta är om ett förväntat förvärv av ett företag inte sker. Gör detta att information trots att det inte genomförs något förvärv ska klassas som insiderinformation. Utnyttjande av

---

<sup>59</sup> Börsrätt (2008) s.296

<sup>60</sup> Af Sandberg (2002) s.79-80

<sup>61</sup> Af Sandberg (2002) s.84

<sup>62</sup> Af Sandberg (2002) s.84

sådan negativ information kan dock vara kännedom om omständigheter som kan ha betydelse för kursen. Även åtgärder för att minimera förluster kan grundas på insiderinformation. Detta kan dock medföra en del komplikationer, då rykte och spekulationer är en viktig del av prissättningen på olika värdepapper. En person som agerar på marknaden använder sig av sin egen bedömning av vad denna tror ska kunna hända inom en given tidshorisont. Detta gör att rykten kan skapa svallvågor på värdepapperskursen då människor baserar sina handlingar på dem.<sup>63</sup>

Information som sprids till allmänheten men enbart når en liten del av denna kan anses vara allmänt känd, så länge det inte finns något hinder för en individ att söka upp och hitta denna information. Inte heller information om händelser eller omständigheter som har inträffat och som har upphört att ha betydelse för kursen på det finansiella instrumentet kan ses som insiderinformation.<sup>64</sup>

Det kan uppstå situationer kring allmänt känd information och vad som då blivit publicerat på internet och till exempel olika forum eller webbsidor. Det är viktigt att informationen ligger på en öppen plats för att alla ska kunna nå den, utöver detta måste det finnas tillräckligt spridning på informationen för att den ska kunna klassas som allmänt känd. Exempel på detta är att informationen läggs upp på en aktiehemsida som är allmänt känd och har gott renommé. Det grundläggande är att ingen person ska kunna använda informationen för att handla på ogiltiga grunder. Exempel på kända hemsidor inom Sverige är Avanza.se, Nordnet.se eller DI.se.

Att informationen är delad och att man i exakt samma sekund som detta sker handlar på aktien innebär inte att informationen har hunnit bli allmänt känd och att man undviker att begå insiderbrott.<sup>65</sup>

#### **4.3.2 Subjektiva rekvisit**

För att en person ska kunna bli dömd för ett insiderbrott krävs det att personen har uppsåt. Personen som sprider vidare insiderinformationen behöver inte tvunget veta var

---

<sup>63</sup> Af Sandberg (2002) s.85

<sup>64</sup> Af Sandberg (2002) s.85 & prop. 2004/05:142: s. 66

<sup>65</sup> Schedin Ny Juridik(2007) s.17

informationen kommer ifrån men måste veta att informationen har kommit ut genom obehörigt handlande. Det är individens insikt kring informationen som ligger till grund för att göra aktsamhetsbedömningen. Detta gör att en person med större erfarenhet t.ex. en investerare som har detta som yrkesverksamhet har högre krav på aktsamhet än en novis inom värdepappershandel. Det är dock alltid personen själv som måste göra bedömningen om informationen eller tipset kommer från en källa som brukar ha kurspåverkande information.<sup>66</sup>

En person som handlar trots att denna har handelsförbud och den omständighet att det föreligger en händelse som kommer att vara kurspåverkande utan denna personens vetskap om händelsen, kan inte göra att personen gör sig skyldig till insiderhandel enligt propositionen.<sup>67</sup> Dock kan en person genom ett grovt oaktsamt förfarande dömas för vårdslöst insiderförfarande genom att denne brutit mot förbud att handla med värdepappret. Grov oaktsamhet kan definieras genom exemplet att en person handlar utifrån information denne får reda på, men undersöker inte den använda informationen för att göra klart för sig om informationen är allmänt känd eller inte.<sup>68</sup>

Uppsåtsrekvisitet skapar problem för de som har till uppgift att utöva tillsyn över marknaden och reglerar denna. För att en person ska kunna dömas för insiderbrott måste det gå att styrka att denne medvetet har utnyttjat olaglig information och därigenom begått brottet. Ett sätt att lösa detta är att skapa en beviskedja. En beviskedja består av en rad faktiska omständigheter som går att bevisa; såsom vittnen, dataloggar eller uppgifter som pekar i en viss riktning utan att i det enskilda fallet kan visa att det förhåller sig på ett visst sätt. Med ett tillräckligt stort antal mindre indikationer som pekar i samma riktning byggs en indiciekedja och ett visst handlande eller förhållande kan styrkas.<sup>69</sup>

En person kan även få ett medansvar till ett insiderbrott. Detta innebär att denne hjälpt den som döms. Hjälpen kan vara aktiv eller passiv. Inom insiderbrott gäller detta om personen ger ett råd eller hjälper den som handlar på en värdepappersmarknad att fatta ett beslut om en transaktion. Detta gör att även om en person inte uppfattar att denne gör något fel utan enbart slänger ut sig något snabbt i stunden kan denne då bli dömd som medansvarig. Detta är vad

---

<sup>66</sup> Af Sandberg (2002) s.100-101

<sup>67</sup> Prop 1995/96:215 s.58

<sup>68</sup> Af Sandberg (2002) s.101

<sup>69</sup> Af Sandberg (2002) s.101-102

som hände i Tivox domen, som omnämns i rättsfallen längre fram. Detta är en viktig punkt för att komma åt hela kedjan av personer som är involverade i insiderbrottets förfarande.<sup>70</sup>

---

<sup>70</sup> Af Sandberg (2002) s.102

## 5 Anmälningsskyldigheten

### 5.1 Introduktion

Anmälningsskyldigheten vid innehav av värdepapper regleras av lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för innehav av finansiella instrument samt genom EU lagstiftning, marknadsmissbruksförordningen (MAR). Svensk lagstiftning gör en direkt koppling till denna genom SFS 2016:717, Prop 2016/17:22, Effektiv bekämpning av marknadsmissbruk. Anmälningsskyldigheten är en grundfunktion för en finansiell stabilitet och skapar ett signalvärde till marknaden. Detta för att se hur de som är insatta och har tillgång till insiderinformation handlar i värdepappret, då dessa personer antas ha mer information än övriga marknaden.<sup>71</sup>

### 5.2 Lagstadgad anmälningsskyldighet

Den nya svenska lagstiftningen kom under 2016/2017 och är direkt kopplad till EU-lagstiftningen, MAR (marknadsmissbruksförordningen).<sup>72</sup> Genom MAR upphör stora delar av lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för innehav av finansiella instrument.

För att förstå anmälningsskyldigheten krävs kunskap om EU-lagstiftningen och MAD, marknadsmissbruksdirektivet. Av särskilt intresse är Art 19.1-19.10. Denna tar upp transaktioner genomförda av personer i ledandeställning och att dessa ska anmäla aktier, skuld instrument, derivat och andra värdepapper som de är kopplade till i sin ledandeställning och att detta även gäller närstående till personer i sådan ställning. Anmälan ska göras till FI:s (finansinspektionen) insynsregister inom tre affärsdagar efter att transaktionens genomförts. Den som har en ledande ställning ska själv underrätta de närstående om att de omfattas av anmälningsskyldigheten.<sup>73</sup>

Dessa bestämmelser avser endast instrument som handlas på reglerade marknader eller via MTF (Multilateral Trading Facilities) eller OTF-plattformar (Organised Trading Facilities). För att en anmälan skall vara giltig krävs det att information som skickas in är specifik avseende transaktionen. Detta innebär att personen som anmäler behöver rapportera namn, orsak till anmälan, det finansiella instrumentet namn/kod, vad för slags transaktion

---

<sup>71</sup> Af Sandberg (2002) s.30

<sup>72</sup> SFS 2016:717

<sup>73</sup> MAR art 19.1 - 19.4

(införskaffning/avyttrande), handelsplats, tidpunkt för transaktionen, transaktionsvolym och pris. Kravet gäller även om en person i ledande ställning använder sig av en mäklare och om det är ett så kallat diskretionärt uppdrag. Dessa krav på anmälning ska också tillämpas på personer som har en ledande ställning hos auktionsplattformar, auktionsförrättare och auktionsövervakare som är involverade i auktioner som anordnas.<sup>74</sup>

Bestämmelserna som har gåtts igenom ovan avser att omfatta personer med insynsställning i noterade bolag. Bestämmelsernas avsikt är att motverka insiderspekulation och skapa en mer lätthanterlig marknadsövervakning. Det gäller att varje bolag som berörs av lagstiftningen upprättar ett internt register över vilka personer som har insynsmöjligheter. Detta innebär att alla de personer som finns angivna i registret har en skyldighet att rapportera innehav och förändringar av dessa till FI. Det finns även en tidsgräns, den så kallade 30-dagarsregeln. Denna innebär att personer med insyn i bolaget har ett handelsförbud 30 dagar innan en ordinarie delårsrapport. Dock finns det undantag då man får avyttra aktier i ett offentligt erbjudande om köp av aktier och avyttring till emission- eller inlösenrätter och andra liknande program.<sup>75</sup>

För att fullfölja en anmälan av en person med insyn i bolaget krävs det att anmälan kommit FI tillhanda. Den ska alltså kommit in till FI inom tredagars frist, det räcker inte att anmälan skickats. FI är den övervakande myndigheten och har möjlighet att utdöma sanktioner vid felaktig eller oriktig anmälan. De tillfällena FI kan vidta dessa åtgärder är om en anmälan eller underrättelse är försenad, om anmälan är oriktig eller vilseledande på något sätt, att transaktionen har stridit mot 30-dagarsregeln och om förteckningen helt eller delar av den inte förts eller överlämnats till FI. Om överträdelsen är ringa eller ursäktlig kan FI efterge hela eller del av det anvisade bötesbeloppet. Detta kan ges med hänsyn till en individs personliga ekonomiska situation.<sup>76</sup>

---

<sup>74</sup> MAR art 19.5 & 19.8

<sup>75</sup> Börsrätt s.307

<sup>76</sup> Börsrätt s.307-308

### 5.3 Signalvärdet av anmälningar

Anmälningsplikten har utöver funktionen för att förenkla övervakningen av finansmarknaden en ytterligare viktig funktion, signaleffekten. En effekt som hjälper marknaden att nå ett pris som ligger mer nära det faktiska priset än spekulationer gör. Signaleffekten är sådan att insiderhandlingar ger signaler till andra personer som är aktiva på marknaden och inte sitter på lika mycket information om bolaget. Detta medför att insiderinformationen inte blir känd som personerna har, men det kan förmedla en indikation eller signal, som effekten heter, till marknadsaktörerna att något håller på att hända eller förändras inom bolaget. Signaleffekten bygger på att marknaden har en informationsasymmetri inom sig.<sup>77</sup>

Exempel på signalinformation är ekonomiska beslut som har effekt på bolaget så som nedskärningar eller nyanställningar men även andra handlingar som affärstransaktioner eller samarbeten kan ge en indikation om framtida förhållanden. Transaktioner som nyckelpersoner dvs. personer med särskild insyn i bolaget gör är även det en signal som marknaden oftast reagerar på. Även förändringar av nyckelpersoner inom organisationen kan ge en signaleffekt till marknaden. Avhopp kan bero på att personen inte levererat uppsatta mål eller att man är oense internt om något viktigt för bolaget. Signaleffekten bygger på att marknaden antar att de personer med anmälningsplikt eller som har en nyckelposition har mer information kring bolagets löpande verksamhet och framtid än gemene man. Detta är ett krav för att vi ska kunna anta att det finns en informationsasymmetri på marknaden. Denna funktion leder till en mer rättvisande kurs på marknaden.<sup>78</sup>

---

<sup>77</sup> Af Sandberg (2002) s.30

<sup>78</sup> Af Sandberg (2002) s.30



## 6 Ekonomiskt perspektiv

Finanssystemet är grunden till den välfärd vi har. En stor del av detta är tack vare värdepappersmarknaden, som är en del av varje persons liv även om de inte gjort ett aktivt val att delta. Därmed påverkar regleringar och förändringar på finansmarknaden i stort sett alla i samhället. Trots detta är det få som vet om vilka reglerna och förordningarna är och hur systemet fungerar.<sup>79</sup>

I förarbetena till de olika regleringarna för finansmarknaden beskrivs hur en välfungerande marknad bör vara, dvs. effektiv, transparent, ha ett pris som anpassas till ny information snabbt och att marknaden är likvid. Aktörerna på marknaden måste ha en tillit till marknaden för att dessa kriterier skall uppnås. Om inte tilliten finns drar sig investerare från marknaden till andra alternativ med högre informationssäkerhet. Detta leder till en icke fungerande marknad.

Inom disciplinen ekonomi har det utvecklats teorier om hur en effektiv marknad drivs och vikten av en öppen och transparent marknad där priset på värdepapperet är baserat på den information som finns om bolagen på marknaden. Detta gör att värdepapprets kurs vid varje given tidpunkt ger en uppskattning av vad marknaden tror att bolagen på marknaden är värda. Ju snabbare priset påverkas av information desto mer effektiv kan det antas att marknaden är. En effektiv marknad har två kriterier som ska uppfyllas för att kalla den effektiv. Detta är transaktioner utan någon kostnad och gratis information som alla som agerar på marknaden har tillgång till.<sup>80</sup>

Basen för att priserna på investeringar ska hålla sig på en rimlig nivå samt viljan att faktiskt investera bygger på förtroendet för marknaden. Detta förtroende kan snabbt försvinna eller försvagas. Ett sådant exempel från närtiden är IT-bubblan under slutet av 1990-talet.<sup>81</sup>

Vid placering av sparat kapital i ett noterat bolag behöver en privatperson inte anlita dyra analytiker eller jurister för att genomföra transaktionen på ett korrekt sätt. Detta är något varje person kan göra själv genom att använda någon av de handelsplattformar som verkar som

---

<sup>79</sup> Af Sandberg (2002) s.27

<sup>80</sup> Af Sandberg (2002) s.27-28

<sup>81</sup> Börsrätt (2005) s.30

förmedlare av investeringar på marknaden. Privatpersonen kan då förlita sig på att reglerande myndigheter ser till att reglerna på marknaden upprätthålls. Detta innebär att priset är rätt baserat på den information som är känd och att investeraren kan känna sig trygg att fatta ett eget beslut om att investera eller inte.

Utöver detta har de företag som marknaden investerar i en viktig roll i samhället genom att vara arbetsgivare, betala skatt och verka i samhället för att detta ska fungera. För att finansiera verksamheten och skaffa mer kapital är aktiemarknaden ett utmärkt komplement till att låna kapital av en bank. För att marknaden ska fungera förutsätts att företagen lämnar korrekt information om sig och på så sätt förmedlar förutsättning för en korrekt aktiekurs till de som avser att investera i bolaget.<sup>82</sup>

Inom ekonomisk teori nämns att marknaden skall vara effektiv, transparent och likvid. Det är detta de finansiella reglerna är avsedda att skapa. Detta medför att reglering kring informationsplikten inom värdepappersrätten/börsrätten blir viktig. Börserna och handelsplatserna har själva en viss regleringsroll i detta avseende genom att de måste bedriva konstant övervakning över handeln och måste förhålla sig till de finansiella reglerna. De har även ett krav på sig att granska och vidta åtgärder mot de parter som de har avtal med, dvs. de som agerar på marknaden och de bolag som är noterade på marknaden. Detta i sig ger aktörer på marknaden en säkerhet som skapar trygghet för dem vid sitt investeringsförfarande. Med dessa regler och förhållanden kommer en relativt realistisk prissättning. Marknaden styrs dock av efterfrågan och tillgång vilket gör att det finns undantag och börsraketer som eventuellt kan vara övervärderade.<sup>83</sup>

De som agerar på marknaden brukar vanligtvis delas upp i tre olika grupper. Emittenter, investerare och deltagare. Organisationer i olika former så som myndigheter eller övervakningsorgan spelar även de en stor roll även om de inte är direkta aktörer på marknaden. Med emittent menas de bolag som ger ut en del av ägandet i bolaget via aktier eller andra värdepapper och som handlas på den publika marknaden. Investerare är de bolag,

---

<sup>82</sup> Börsrätt (2005) s.30

<sup>83</sup> Börsrätt (2005) s.31-32

personer eller föreningar som väljer att placera kapital i olika emittenter. Deltagare är de företag som förmedlar handeln i olika slags värdepapper över en marknadsplats.<sup>84</sup>

## 7 Tillsyn av gällande regelverk

Finansinspektionen (FI) har ansvaret för tillsynen och övervakning av värdepappersmarknaden och vissa icke finansiella företag och privatpersoner som verkar på finansmarknaden i Sverige. Syftet är att bibehålla en sund och effektiv värdepappersmarknad. FIs uppgift är att göra en bedömning av om börsen/marknadsplatsen lever upp till de regelverk och praxis som är gällande. Deras uppgift är inte att utreda överträdelser utan enbart att övervaka för att sedan om misstanke uppkommer om brott rapportera detta vidare till ekobrottsmyndigheten (EBM).<sup>85</sup>

Det vanligaste sättet FI får information om en marknadsöverträdelse är genom tips från aktörer eller från marknaden aktörerna agerar på dvs. en marknadsplats så som Aktietorget eller liknande. Detta då FI själv informerar marknaderna om vilka krav som finns kring anmälningar om avvikande förfaranden. Handelsplatserna själva måste ha system för att kunna identifiera avvikande handelsmönster som kan tänkas kopplas till en lagöverträdelse. Vid en sådan händelse skall FI dokumentera samt sammanfatta händelserna för att föra det vidare till EBM för att denna ska kunna göra en bedömning om en utredning krävs.<sup>86</sup>

Dock sitter FI på två stolar genom att de för vidare överträdelser av MmL till EBM. De har även uppdraget att övervaka och undersöka. Problemet är vilka skyldigheter och ansvar som ligger hos respektive myndighet, EBM eller FI.<sup>87</sup>

Enligt 3§ 23 kap VpmL så blir FI bakbunden i sin övervakning om FI får information från ett annat land inom EES som begär handelsstopp av ett värdepapper eller annat finansiellt instrument. Dock finns det ett krav på att detta förfarande inte får allvarligt skada investerarnas intresse eller hindra marknaden att fungera korrekt. Detta gör att om handelstoppa skall införas för något slags värdepapper på rekommendation från ett annat land

---

<sup>84</sup> Börsrätt (2005) s.35-36

<sup>85</sup> Samuelson *et al* s.335

<sup>86</sup> Samuelson *et al* s.338

<sup>87</sup> Af Sandberg (2002) s.38-47

krävs utredning om effekterna. I sin tur kan då aktörer på marknaden utnyttja t.ex. information som är insider klassad utan att få några påföljder för detta.<sup>88</sup>

FI har ett viktigt verktyg i kampen mot insiderbrottslighet, förutom marknadsplatsernas egen rapportering, och det är anmälningssplikten (AnmL). AnmL har till stora delar slutat att verka och istället har det skett en övergång till EU lagstiftningen, som tidigare nämnts. Förfarandet vid anmälning kommer att vara liknande tidigare förfaranden. Skillnaden blir att regleringen kommer att ske på EU nivå i stället för på nationell nivå.<sup>89</sup> För FI så kommer detta inte att förändra arbetssättet och den hjälp de har av anmälningssplikten. Det ska fortfarande dokumenteras dvs. föras loggar över vilka personer som har insyn i ett bolag samt att det ska rapporteras till FI om någon av dessa avyttrar eller förvärvar finansiella instrument i det bolag de har insyn i.<sup>90</sup>

En uppdatering av ansvarsförhållanden mellan EBM och FI har skett under senaste åren när det gäller att utreda oäktsamma överträdelser av förbud mot insiderinformation. Detta har tidigare varit EBMs ansvar vilket FI kommer att ta över. Med den nya EU regleringen kommer samverkan mellan de två parterna att fördjupas. Detta kommer att ytterligare försvåra gränsdragningen mellan FI och EBM roll på marknaden.<sup>91</sup>

En ytterligare effekt på tillsynsbegreppet är att generellt kommer FI att hantera de överträdelser som är av mindre allvarlig karaktär. Detta kommer att ske genom utredning. Om det framkommer att det har varit en överträdelse så kan FI meddela ett sanktionsföreläggande. Dessa sanktionsförelägganden består av böter eller olika ekonomiska repressalier, dessa har även höjts i och med den nya lagstiftning som kommit/kommer under 2017/2018 från EU.<sup>92</sup>

Inom EU finns det även en egen organisation som motsvarar FI, European Securities and Market Authority (ESMA) som har till uppgift att övervaka marknaden för att säkerställa en effektiv och transparent marknad. Inom detta samarbete ingår alla finansinspektioner inom ESS samt Efta länderna d.v.s. Norge, Island och Lichtenstein.<sup>93</sup>

---

<sup>88</sup> VpmL 23kap 3§ andra stycket

<sup>89</sup> MAR art 19.1 - 19.4

<sup>90</sup> Af Sandeberg (2002) s. 161

<sup>91</sup> FI Rapport s.17 - Tillsynen över den svenska värdepappersmarknaden (2017)

<sup>92</sup> FI Rapport s.17 - 19 - Tillsynen över den svenska värdepappersmarknaden (2017)

<sup>93</sup> FI Rapport s.20 - Tillsynen över den svenska värdepappersmarknaden (2017)

## 8 Rättspraxis

### 8.1 Introduktion

För att kunna se hur tillämpningen av insiderlagstiftningen fungerar krävs en genomgång av den rättspraxis som finns. Det är ett stort antal anmälningar av insiderbrott men få av dessa går vidare till rättegång och ännu färre igenom alla rättsinstanser. I Sverige finns det endast två prejudicerande avgöranden från högsta instans, Högsta domstolen (HD). Det är ett knapphändigt underlag och därför kommer det även tas med rättsfall från Hovrätten (HovR) för att utöka förståelsen för hur lagarna skall tillämpas där de är vagt formulerade eller svårtolkade. Följande mål kommer att presenteras;

- NJA 2008 s.292 – Tivox
- NJA 2013 s.7 – Mobiclear
- B 7956-07 – Biacore målet
- B 7638-09 – Studsvik målet
- B 6037-08 – TagMaster målet
- B 4911-09 – Ticket målet
- B 174-08 – Inwarehouse målet

### 8.2 NJA 2008 s.292 – Tivox

Tivox målet är det första målet avseende insiderhandel som har tagits upp av Högsta domstolen. HD beviljar sällan prövning i mål där det inte finns en tydlig principiell rättsfråga som behöver klargöras genom ett prejudicerande dom.

Bolaget Tivox AB (TIV) var moderbolag till Tivox automation AB (TAUT), det var i TAUT som den huvudsakliga verksamheten bedrevs. TIV var noterat på O-listan på stockholmsbörsen och hade under en längre period haft problem som kulminerade i en konkursansökan 2005.

A.A var adjungerande i TIVs styrelse och konsult med uppdrag att bland annat vara rådgivare vid en nyemission, bankkontakter och ekonomiska frågeställningar i bolaget. Under detta konsultuppdrag hade A.A haft full insyn i koncernen och haft en ställning där informationen i vissa fall klassats som insiderinformation. I detta fall var det informationen om att Svenska Handelsbanken hade dragit in TAUTs fakturakredit på 120 miljoner sek. Detta hade som effekt att TAUT och TIV kom att försättas i konkurs och ett handelsstopp på bolagets aktier

skulle infalla omedelbart. Informationen var inte offentlig eller allmänt känd på marknaden och en konkurs skulle medföra en väsentlig påverkan på aktiekursen på bolagets aktier.

T.L som var en så kallad day-trader och hade nära kontakt med A.A hade investerat i bolaget vid tidigare emission. Efter att A.A fått ta del av insiderinformationen kontaktade A.A T.L över telefon för att meddela att den planerade middagen på kvällen hade ställts in pga. av arbetsrelaterade orsaker med Tivox koncernen. T.L frågar A.A om han bör sälja sina aktier, A.A ska då ha svarat jakande. T.L kontaktar därefter sin aktiemäklare för att sälja hela sitt aktieinnehav i koncernen och en kort tid efter detta stoppas handeln med bolagets aktier på stockholmsbörsen.

Åklagaren hävdade i sitt åtal att T.L hade fått insiderinformation från A.A vid samtalet och genom detta fått uppmaning att sälja sitt aktieinnehav i bolaget direkt.

HovR och HD kommer båda fram till samma slutsats, att T.L inte hade fått insiderinformation genom att få en säljrekommendation, även om den som får rekommendationen har full vetskap om att informationsgivaren hade sådan ställning att han hade tillgång till insiderinformation. Det krävs att insiderinformation har en mer specifik karaktär. Det gick alltså inte att fastställa vad för slags information A.A lämnat till T.L. A.A dömdes för insiderbrott medans T.L friades från anklagelserna.

### **8.3 NJA 2013 s.7 – Mobiclear**

Detta mål handlar det om att en person, S.B, har aktier i bolaget Mobiclear. Åklagaren påstod att S.B hade fått insiderinformation från E.H angående en affär mellan de två parterna Mobiclear och Forex. Affären byggde på att Mobiclear skulle tillhandahålla ett system mot kortbedrägerier till Forex. E.H hade förvärvat informationen när denne tidigare var involverad i Mobiclear som affärsutvecklare/innovatör (Domstol nämner – Idéspruta) och haft direkt kontakt med ledningen. S.B och E.H hade sedan tidigare haft affärsrelationer genom en gemensam verksamhet i stockholmsregionen.

Den 22 december 2005 anmäler HQ-bank till FI att S.B tio dagar tidigare (den 12 december) lämnat en köporder i Mobiclear. Efter detta, mellan 12-18 december, stiger Mobiclear aktien från 3 cent till 9 cent stycket. Vid köptillfället hade ingen information varit offentlig eller

allmänt känd kring affären. Offentliggörandet skedde vid en presskonferens den 15 december 2005.

HovR slutsats är att informationen S.B hade fått ta del av skulle anses som insiderinformation. Detta då informationen var avsedd att väsentligt påverka kursen på Mobiclear aktien. Hovrätten fann det dock inte styrkt att SB fått informationen från E.H och därför kunde det inte uteslutas att S.B fått informationen på annat sätt än från E.H.

Målet togs upp i Högsta domstolen. HD noterade beträffande insiderbrottet att det är likgiltigt vem som lämnat informationen så länge det är frågan om insiderinformation. Vidare nämner man att uppgiftslämnarens identitet kan vara av vikt för att bedöma informationens karaktär av insiderinformation.

På grund av åtalets utformning – att det var E.H som lämnat den påstådda insiderinformationen – kom den huvudsakliga fråga som prövades av HD inte att bli ansvar för insiderbrott utan den processrättsliga frågan om åtalets utformning och överskottspåstående i gärningsbeskrivningen (att E.H lämnat den påstådda insiderinformationen) samt den misstänktes möjlighet att förbereda sitt försvar utifrån gärningspåståendet. HD började därför med att pröva om E.H lämnat information till S.B. HD fann att åklagaren inte styrkt detta och att detta på grund av åtalets utformning varit så väsentligt för den misstänktes möjlighet att förbereda sitt försvar att åtalet redan här skulle ogillas. HD stannade därför redan här och prövade inte de övriga rekvisiten för insiderbrott.

Domen ger dock en indikation om att lagstiftaren inte ställt något krav på att viss person ska ha lämnat insiderinformation. Det viktiga är att det varit insiderinformation som kommit till den misstänktes kännedom. Vem som sedan lämnat informationen kan vara av betydelse för att bedöma informationens värde och om detta kan tänkas påverka frågan om informationen ska anses som insiderinformation.

#### **8.4 B 7956-07 – Biacore målet**

Målet tar upp frågan kring specifikationskrav vid en köprekommendation. Med detta menas då informationen uppfyller kriteriet för att vara insiderinformation eller ej vid en rekommendation av handel med värdepapper. G E Healthcare fattar under 2006 beslut om att lägga ett anbud på bolaget Biacore International AB. Budet var 330 kr per aktie i Biacore. Den bank som var anlita för att agera som rådgivare var Carnegie investment bank. På

Carnegie var L.M utsedd till att vara projektansvarig för det beslutade förvärvet av Biacore. L.M var med på flera möten såsom styrelsemöten där information diskuterades som tex att G E Healthcare skulle lägga ett bud på Biacore. Detta var information som varken var känd av allmänheten eller offentliggjord på något sätt. Ett anbud på ett bolag anses som regel som en händelse som väsentligt påverkar aktiekursen.

L.M kontaktar en vän, I.C, och förmedlar till denne informationen L.M har förvärvat genom sin roll som rådgivare. I.C agerar då genom att sälja sina aktier i andra bolag och köper 12 000 aktier i Biacore den 12 juni. När informationen om G E Healthcares uppköp offentliggörs säljer I.C sin nyinköpta aktier i Biacore och köper tillbaka de ursprungliga aktieposterna han hade i andra bolag. Detta skapade misstankar hos I.Cs fondkommissionär som rapporterar detta till stockholmsbörsen.

Huvudfrågan i målet är om ett uppköp är allmänt känt då det funnits rykten på marknaden kring uppköpet under en längre tid. Utöver detta hade ett stort antal personer, ca 200 stycken, varit involverade i processen och därmed kände till informationen. Tingsrättens uppfattning var att rykten inte är jämställt med offentlig information som innehåller ett konkret uppköpsanbud därav kan informationen inte anses allmänt känd innan offentliggörandet. Utöver det ansåg tingsrätten att de 200 personerna involverade i processen alla ansågs som insiders och inte hade någon rätt att förmedla vidare information.

HovRs bedömning var att informationen kring uppköpet var av den karaktären att den ansågs som väsentligt påverkande på värdepapprets pris. Det kunde dock inte ensidigt visas att köpet av Biacore aktierna grundades på insiderinformation eller att sådan lämnats ut av L.M. Andra händelseförlopp kunde inte uteslutas. Både L.M och I.C friades från insiderbrott.

### **8.5 B 7638-09 – Studsvik målet**

H.J och J.B var styrelseledamöter i Studsvik AB som var noterat på stockholmsbörsen. Båda deltog den 21 augusti 2006 i ett styrelsemöte. Under detta fick de båda information om att bolaget mottagit en muntlig accept kring att behandla fyra stycken ånggeneratorer från ett tysk kärnkraftverk., Affären hade ett värde på 43 miljoner sek. Den 22 augusti köper H.J och J.B aktier i Studsvik, J.B köper 100000 aktier och H.J 1000 aktier. När börsen stänger den 23 augusti låg kursen på 190 kronor 50 öre och under kvällen den 23 augusti ingås ett bidande



avtal mellan Studsvik och det tyska kärnkraftverket. Informationen kring avtalet offentliggjordes den 24 augusti och då går Studsviks aktiekurs upp till 196 kronor.

H.J och J.B blir åtalade för insiderbrott. Dock vid olika domstolar och i skilda rättegångar. J.B menade i sitt fall att han ej hade tagit del av den rapport där den muntliga accepten av affären var en del. VDn för Studsvik vittnade om att denna inte trott att affären skulle gå igenom på ca 1 - 2 månader samt att det fanns en stor osäkerhet kring om affären skulle gå igenom, då det fanns många andra intressanta aktörer som lagt anbud. Tingsrätten ansåg att information som en muntlig accept utgör insiderinformation. Informationen var sådan att den hade påverkat priset, men dock inte i den utsträckningen att priset väsentligt påverkats. Tingsrätten och HovR ogillade åtalet mot J.B

Vid åtalet mot H.J blev det ett annat focus och detta var orderns betydelse för Studsvik och hur säkert det var att detta muntliga avtal skulle bli en affär. HovR kom fram till att avtalet kring ånggeneratorerna var ett strategiskt avtal med stor betydelse för Studsviks marknadsposition. HovR gjorde bedömningen att informationen var av den karaktären att den var väsentligt ägnad att påverka kursen. Med detta till grund samt den kompetensen H.J förvärvat genom många år som styrelseledamot i Studsvik dömde HovR honom för insiderbrott.

## **8.6 B 6037-08 – TagMaster målet**

I detta fall handlar det om J.W som styrelseordförande i bolaget TagMaster som hade tillgång till insiderinformation. Bolaget TagMaster var noterat på OMX börsen. Informationen som nämns är en viktig order i form av installation av RFID-system på 100 stycken tåg i Kina. Händelsen inträffade 2006. Bolaget hade då en omsättning på 56 miljoner kronor och ordern var på 45 000 €, ingen stor order men en strategiskt viktig order som kunde leda till fler och större affärer.

J.W som hade en insiderställning och insiderinformation köpte 734 000st aktier i bolaget den 17 november 2006. J.W påstår att förvärvet av 700 000 aktier var en kortsiktig hjälp till ett annat bolag att köpa aktierna och att de resterande 34 000 aktierna hade förvärvats för annans räkning. Någon dag efter inser J.W att han har blivit registrerad som köpare av aktierna. Kort efter detta den 21 november 2006 ger TagMaster ut ett pressmeddelande som kungör den kinesiska affären. Detta gav effekt på aktierna som steg från 4 kronor till 4kronor 50 öre,

Tingsrätten gör bedömningen att J.W genom sin insyn i bolaget hade ett handelsförbud som grundade sig på den insiderinformation han tagit del av. J.W hade genom sitt förvärv av 34 000 aktier för annans räkning och de 700 000 som finansieringsköp brutit handelsförbudet. Tingsrätten dömde J.W för vårdslöst insiderförfarande.

HovR fastslog att J.W hade kunskap om ordern och att ordern hade avsikt att vara väsentligt kurspåverkande. Där av utgjorde denna insiderinformation och HovR delade tingsrättens bedömning och dömde J.W för vårdslöst insiderförfarande till villkorlig dom och böter.

### **8.7 B 4911-09 – Ticket målet**

Den 16 april 2008 har N.B som uppgift att filma en årsstämma för det noterade bolaget Ticket Travel Group AB (TG-AB). Genoms N.Bs arbete som projektledare vid Fronto Internet broadcast får han inför inspelningen en Powerpointpresentation skickad till sig. Denna innehåller insiderinformation i form av en vinstvarning för TG-AB för första kvartalet 2008.

TG-AB offentliggjorde denna information och vinstvarningen under årsstämman som inleddes 18:00 den 16 april 2008 och genom ett pressmeddelande. N.B som hade aktier i TG-AB sålde 70 % av dessa. Försäljningen skedde cirka en timme efter att N.B fått powerpointpresentationen och innan pressmeddelandet skickades ut.

HovR fann att en vinstvarning får anses som insiderinformation efter som den inte var offentlig innan årsstämman samt att den hade för avsikt att väsentligt påverka priset på aktiekursen. N.B dömdes därför för insiderbrott.

## **9 Analys**

### **9.1 Introduktion**

Lagstiftningen kring insiderbrottslighet har sedan ARL kom på 1970-talet utvecklats. Idag är det ett komplext regelverk och påverkar många människor. Gradvis har regelverket byggts ut och skapat fler regler och skyldigheter. Speciellt för personer med särskild insyn och som agerar på den finansiella marknaden. Den stora yttre påverkan på det svenska regelverket kom i och med EU och påbörjandet av harmoniseringen av insiderlagstiftningen genom EU:s insiderdirektiv 1989.

Svensk reglering har även undergått förändring avseende vilka värdepapper som regleras av lagstiftning. Från ett fåtal värdepapper till ett täckande regelverk som omfattar alla slags värdepapper som handlas på börser eller så kallade marknadsplatser. Detta innebär att det har skapats en lagreglerad grundstomme för att förebygga och kunna reagera mot olagligt agerande på marknaderna. I nuläget verkar det som att insiderlagstiftningen och skärpningen i denna inte, haft så stor påverkan på marknaden som kunde ha förväntats. Det är ett fåtal personer som dömts för insiderbrott trots att det är ett allt större antal personer som är aktiva och agerar på den finansiella marknaden.

Hur kan detta komma sig? Beror det på att det är en marknad som ständigt ligger i framkant i förhållande till lagstiftningen och praxis och att de som agerar är välutbildade och har god kunskap kring vad de gör, och härigenom kan misstänkas skapa ett stort mörkertal beträffande omfattningen av insiderhandeln. Kan det vara så att vi har ett regelverk som är väl utvecklat och tillsynsmyndigheter som är bra på att upprätthålla lagen. Eller kan det vara så illa att tillsynsmyndigheter och brottsbeivrande myndigheter inte förmår att kontrollera och utreda eventuell brottslighet på finansmarknaderna. En indikation på att så skulle kunna vara fallet är de få åtal som väckts. Åtal av detta slag överklagas regelmässigt till hovrätten och antalet hovrättsdomar i sådana mål är få.

### **9.2 Tolka rekvisiten**

Efter varje uppdatering av lag och regelverket har det kommit klagomål på vaga formuleringar och rekvisit som är svåra att tillämpa i praktiken. Detta har skapat osäkerhet för aktörer som har insynsposter i bolag och ändå vill agera på marknaden. Det rekvisit som oftast blir utsatt för kritik är ”väsentlig kurspåverkan” men även till viss del att informationen inte ska vara publik.

Utifrån rättsfall som NJA 2008 s.292 – Tivox fallet – och NJA 2013 s.7 – Mobiclear fallet – så kan vi jämföra den praktiska tillämpningen av rekvisiten. Tivox fallet är ett fall som för många känns som ett självklart insiderbrott. Ändå skriver nämndemännen i hovrättens sig skiljaktiga avseende hur det kan ha tänkts kunna gå till. Detta visar att det föreligger osäkerhet då det kan vara svårt att förstå och analysera hela händelseförloppet. Fallet har en ytterligare punkt som är av intresse, det resonemang som förs om vad som ska anses som väsentlig kurspåverkan. Att en konkurs kommer att inträffa kan alltså konstateras vara en sådan omständighet som gör att information om att konkurs är nära förestående är information som till sin karaktär är väsentligt kurspåverkande information.

Genom Mobiclear fallet framgår att en ökning av aktievärdet för bolaget på över 100 % - från 3 cent till 9 cent per aktie - anses vara av den omfattningen att den är väsentligt kurspåverkande. Detta oavsett att den nominella värdeökningen per aktie endast varit 6 cent. Vad som konstateras är att det inte är den nominella värdeökningen utan den relativa värdeökningen och den effekt som sådan som den kursdrivande informationen haft som är avgörande för om informationen är väsentligt kurspåverkande eller inte.

Om detta jämförs med den tidigare nämnda tumregeln på 10 %, som tidigare förarbeten angivit som en generell riktlinje om vad som är en kurspåverkande situation, så kan vi få en bättre bild av vad väsentligt kurspåverkande information är. Detta är dock ingen uttömmande eller bra grund för hur man ska tolka värdet av olika information. Härutöver saknar lagen och doktrin en klar definition som anger exakt vad som krävs för att en information ska anses som väsentligt kurspåverkande. Kan denna avsaknad av klara tolkningsregler i sig skapa en källa till rättsosäkerhet? Särskilt när det finns få prejudicerande domar. En ytterligare källa till rättsosäkerhet är att man behöva förlita sig på att domstolen förstår varje enskilt måls unika och specifika marknad och som många gånger kräver specialkunskaper. Särskilt när förutsättningarna skiljer sig åt mellan olika marknader för att utvärdera en kursförändring och de instrumenten som finns på marknaderna agerar olika och har olika volatilitet.<sup>94</sup>

De vaga rekvisiten kan genom sina formuleringar utgöra en grund för att skapa en mer rättsosäker marknad. Å andra sidan kan vagheten vara till fördel då lagen ska tillämpas på olika marknader med olika förutsättningar och marknadsvanor. Ett tankeexperiment kan vara

---

<sup>94</sup> Volatilitet är ett ekonomiskt uttryck för hur ofta och stora svängningar värdepappret gör på marknaden över en given tid.

hur frågor om bitcoin marknaden ska handläggas. Ytterligare ett förhållande som talar för att inte specificera och göra rekvisiten snäva är teknik- och samhällsutvecklingen. Att inte ha allt för snävt tolkningsutrymme för rekvisiten ges domstolarna möjlighet att snabbt kunna anpassa sig och följa utvecklingen och förändringar. Detta kan vara av värde med tanke på att förändring av lag och lagstiftning är processer som många gånger kan ta lång tid och vara svår att få genomförda. Inte minst beroende på förändrade politiska förhållanden. De vaga rekvisiten skapas trots oklarheten en viss förutsägbarhet om hur tillämpningen av lagen kan komma att bli och succesivt kommer en ny praxis att skapas.

### **9.3 Signalvärdet**

Signalvärdet är en av de starkaste ekonomiska effekterna som lagen om anmälningsplikt får på samhället. Denna effekt ger indikationer till marknaden om att det går bra eller dålig eller åtminstone vad som kan antas utifrån en persons agerande. Detta kan skapa både positiva och negativa effekter på marknaden men det ger dock ett värde som är närmre det verkliga priset på marknaden därav en sundare och välinformerad och rätt prissatt marknad.

Signaleffekten är ett fenomen som uppstår då individer med insyn anmäler sina förvärv eller avyttringar av aktier eller värdepapper i det bolag som de har insyn i. Då skapas dock hålrum i lagen gällande personer med mycket information men utan krav att anmäla sina förvärv av värdepapper grundat på sin information.

Dagens IT samhälle med stora datamängder och artificiell intelligens medför att fler och fler bolag har mycket information och data kring t.ex. konsumenter och deras vanor som explicit inte påverkar deras eget bolag, men kan tänkas ha en effekt på andra bolag och deras kundrelationer. Bör då inte dessa personer med kunskap om andra bolagskunder ha en anmälningsplikt kring sina värdepappersköp. Detta för att kunna skapa en välinformerad och bra prissatt marknad. Detta är inget som har kommit upp i förarbeten, rättspraxis eller inom doktrinen i dags läget. Jag som författare tror det kommer bli en viktig punkt framöver för att fortsatt få väl fungerande marknader inom värdepappershandeln detta då information är ”pengar”. Ju mer information kring marknaden desto bättre beslut går att fatta för att maximera vinsten eller minimera risk för förlust.

## **9.4 Det moderna informationssamhället**

### **9.4.1 Introduktion**

Insiderlagstiftningen har varit en del av den framväxande finansmarknaden i Sverige sedan 1970 talet. Detta har gjort att vi aldrig riktigt haft en marknad helt utan reglering även om regleringen utökats i takt med hur stor finansmarknadens inflytande och påverkan har varit på våra liv.

Detta i kombinerat med att ett allt mer information finns tillgänglig i samhället har skapat ett konstant behov av utveckling av lagstiftningen till den graden att den har blivit väldigt komplex och vagt formulerad som den är skriven idag.

### **9.4.2 Anmälningssplikten eller insiderlagstiftning i det moderna samhället**

Utifrån den funktion som idag insiderlagstiftningen har så kan det ses ett tydligt hål i lagstiftningen. Detta gäller personer med stora informationsmängder om andra bolag eller marknader som dessa fått genom sitt ämbete på t.ex. teknikbolag. Dessa individer idag innefattas enbart av insiderlagstiftning och anmälningssplikten mot det egna publika bolaget där de är verksamma.

Detta hål är något som möjligen hade kunnat förenklas genom en utökning av anmälningssplikten, detta då om anmälningssplikten fick ta en större roll i regleringen kunnat ge en mer rättvisande aktiekurs samtidigt som att det gav en bredare informations kanal ut till marknaden kring information som annars hade varit oåtkomlig. Detta tillsammans med en avreglering av befintlig insiderlagstiftning där det läggs mer tyngt i anmälningssplikten och större sanktionsmöjligheter för denna. Detta hade kunnat vara en möjlighet för att undvika problematik kring denna fråga.

Ett annat alternativ för att minska insiderverksamheten är en rejäl uppstramning av insiderlagstiftningen och vilka som innefattas som insynspersoner och vad som anses vara insiderinformation. En tänkbar lösning är att alla som ska handla i egna bolagets aktier och som är involverade i och har en insiderposition måste handla genom olika optionsprogram inom bolaget eller de bolag de har information kring. Dessa program är ofta tydligt reglerade och släpps vid vissa precisa datum som annonseras långt i förväg. Försäljning ska ske på motsvarande sätt. Detta hade dock troligen minskat den belönings effekt som finns i att äga en

del av bolaget eller organisation personen arbetar inom. Detta i sin tur kan leda till en negativ trend och skapa problematik med mindre ansvarstagande och engagemang i större bolag.

Båda tillvägagångssätten är idag orealistiska i praktiken att genomföra direkt, även om det teoretiskt sätt är möjligt, detta då grundbulten för vår värdepappersmarknad handlar om förtroende för marknader och dess effektivitet. Detta gör att inte bara den stora aktiemäklaren påverkas vid en avreglering utan även den lilla pensionären eller studenten som sparar några kronor i månaden. Marknaden kan därför troligen inte släppas lös direkt utan detta måste ske gradvis och över långtid.

## 10 Slutsats

Doktrin och rättspraxis utifrån gällande lagstiftningen visar att det finns en klar och tydlig bild av vilken tanke som ligger bakom lagen mot insiderhandel dvs. att upprätthålla en stabil och trovärdig finansmarknad. Genom jämförelse mellan doktrin och praxis finns det olika sätt att analysera frågan. Enligt doktrin är de fyra rekvisiten – vilka tidigare nämnts i 4.3.1 – självklara, men när de prövas i ett verkligt sammanhang så blir det ofta en svår bedömningsfråga.

Grunden i lagen är att skapa en rättsregel som ger legitimitet till marknaden och skapar förutsättningar för en stabil och effektiv marknad. Lagen är till för att skapa ett investerarskydd och en jämlikhet mellan aktörerna. Det som skapar problematiken med lagstiftningen är de vaga formuleringarna som lagen bygger på. Dessa formuleringar av rekvisit är till för att bredda omfånget av lagen och innefatta så många potentiella ageranden som möjligt. Detta kan bli kontraproduktivt då det blir så mycket svårare för de som utövar kontroll och reglering av marknaden att agera. Av det lilla antal personer som åtalats för insiderbrott är det få som fått en fällande dom. Anledningen är att det råder en stor oklarhet kring tolkning av rekvisiten. Rättsområdet är mycket specifikt och kräver specialist kompetens. Detta ställer särskilda krav på de som ska bedöma rättsfrågan. Dessa dvs. domare och nämndemän måste vara väl insatta i regleringen och hur finansmarknaden fungerar inom olika områden för att ha en möjlighet att ta ställning till om ett brottsligt förfarande överhuvudtaget förekommit.

Baserat på rättspraxis finns en genomgående osäkerhet i dömandet, då det, som tidigare nämnts är ytterst få domar som avkunnats och ännu färre domar från HD. Detta gör att det inte finns någon direkt vägledande rättspraxis att luta sig mot i dessa situationer. Detta i sin tur leder till att många personer misstänkta för insiderbrott antingen blir friade eller får milda påföljder i förhållande till sitt agerande. Detta i sin tur leder till att de som agerar på värdepappersmarknaden kan antas i större utsträckning tummar på reglerna. Aktörerna blir mer benägna att använda sig av information som kan tänkas klassas som insiderinformation. Detta eftersom de vet att det är svårt att bli upptäckt, och även om så skulle bli fallet där efter att bli fälld för sitt agerande.



Det blir än mer komplext om även legalitetsprincipen ska beaktas, vilket innebär att det finns krav på att en bestämmelse är entydig och att de skäl som ligger till grund för rättstillämpningen är kända och lättförståeliga och att det genom detta föreligger förutsebarhet beträffande hur reglerna ska tillämpas i olika situationer. Ur uppsatsens synvinkel är detta inte fallet. Tvärt om är regelverket svårtolkat även för de jurister som har lång erfarenhet inom ämnet.

Vilken är lösningen på detta problem, särskilt i ett samhälle med stort informationsflöde och teknologi under ständig snabb utveckling.

Den lösning jag ser för att undvika en allt för extensiv och svårtolkad insiderlagstiftning är att marknaden till stora delar avregleras i fråga om insiderhandel och möjligheten att använda insiderinformation ges större utrymme. Detta i kombination med en utökad anmälningsskyldighet för ett större antal insynspersoner tillsammans med utvidgning av sanktionsmöjligheterna innefattande kriminalisering skulle ge en effektiv och mer rättvisande värdepapperskurs. Den utökade anmälningsskyldigheten bör i sådana fall vara utformad på det sättet att den täcker en så stor grupp aktörer som möjligt och inte bara personer inom egna publika bolaget utan även en person som t.ex. arbetar med stora datamängder och tolkningar av dessa som t.ex. Google. Dessa har tillgång till stora mängder data och borde ha anmälningsskyldighet då de har tillgång till information om andra bolag, marknader och händelser som uppfyller vissa av de nuvarande rekvisiten för insiderinformation. Detta kan antas skapa en mer effektiv och rättvis marknad då aktiepriset avspeglar den faktiska informationen och bedömningarna samt att signalvärdet får en större betydelse för hur man analyserar värdepapperna och dess framtida potentiella avkastning.

Den totala bilden av problemet kring insiderhandel är att det är en vag lagstiftning som blir ännu vagare i praktiken och att lagstiftningen i förhållande till en ständigt nytänkande teknologi har svårt att uppnå sitt syfte. Insiderregleringen och dess lagstiftning är i dagens läge ett svårt ämne och kommer bara att bli svårare och mer komplext ju längre tiden går.

Med detta sagt anser jag att lagstiftaren och de som tillämpar lagen kommer att behöva genomföra vidareutveckling av lagstiftningen för att anpassa till dagens och framtidens samhälle. Insiderlagstiftningen i Sverige håller på att uppdateras genom den nya EU-

lagstiftningen. Trots detta anser jag att det krävs en utökning av anmälningsplikten för att täcka nya informationskanaler, informationsflöde och nya insynspositioner.

## Käll & litteraturförteckning

### Offentligt tryck

- Prop 1995/96:215 s.58
- Prop 1990/91:42 s.21
- Prop 2004/05:142
- Prop 2016/17:22
- SOU 1984:2 111-115
- SOU 1989:72
- SOU 2013:38

### EU-rättsliga källor

- Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk, (MAD)
- Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning (2011)
- ESMA, *Market abuse and accepted market practices*, <https://www.esma.europa.eu/regulation/trading/market-abuse>
- Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/57/EU av den 16 april 2014 om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk (MAR)
- Kommissionens förslag till MiFID II

### Litteratur

- Samuelsson, Per, Afrell, Lars, Cavallin, Samuel, Sjöblom, Nils, Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet, En kommentar, 1:a uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, (Cit: Samuelsson *et al*)
- Af Sandberg, Catarina & Sevenius, Robert (red.), Börsrätt, 3:e uppl., Studentlitteratur, Lund, 2008. ( Cit: Börsrätt )
- Af Sandberg, Catarina, Marknadsmissbruk – insiderbrott och kursmanipulation, 1:a uppl., Lustus Förlag, Uppsala, 2002. (Cit: Af Sandberg (2002))
- Fredric Korling & Mauro Zamboni (2015)

## Övriga källor

- Ekobrottsmyndigheten, årsredovisning 2016
- Finansinspektionen - Tillsynen över den svenska värdepappersmarknaden 2017
- Finansinspektionen <http://www.fi.se/sv/publicerat/statistik/marknadsmisbruk/> hämtad (2017/09/21)
- Riksbanken – Den svenska finansiella marknaden, 2016
- Riksbanken – Den svenska finansiella marknaden, 2016
- Regeringskansliet - <http://www.regeringen.se/sa-styrs-sverige/medlemskapet-i-eu/sveriges-vag-till-eu-medlemskap/> (2017/10/11)
- SCB – Aktieägarstatistik, juni 2017
- Schedin, Hans, Marknadsmisbruk, Ny juridik 4:07 – 2007

## Rättsfallsförtäckning

- NJA 2008 s.292
- NJA 2013 s.7
- B 7956-07 – Svea Hovrätt (2008-01-04)
- B 7638-09 – Svea Hovrätt (2010-04-27)
- B 6037-08 – Svea Hovrätt (2009-03-30)
- B 4911-09 – Svea Hovrätt (2010-11-17)