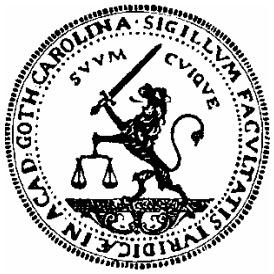


JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Carl Johan Friis

Otillbörlig marknadspåverkan – *är förvaltningsrättslig reglering av otillbörliga förfaranden på den svenska aktiemarknaden vägen till en verksam regeltillämpning?*

Examensarbete
30 högskolepoäng

Lennart Johansson

Förmögenhetsrätt

Höstterminen 2008

Innehåll

SUMMARY 1

SAMMANFATTNING 3

FÖRORD 5

FÖRKORTNINGAR 6

1 INLEDNING 7

1.1 Syfte och frågeställningar 7

1.2 Metod och material 8

1.3 Avgränsningar 8

1.4 Disposition 9

2 BAKGRUND TILL LAGSTIFTNINGEN 10

2.1 Vikten av lagstiftning 10

2.1.1 Adverse selection 11
2.1.2 Förtroende för marknaden 11

2.2 Historik 12

2.2.1 Penser Fonder 12
2.2.2 Fermentautredningen 12
2.2.3 Värdepappersmarknadskommittén 13
2.2.4 Nobelutredningen 14
2.2.5 Insiderstrafflagen 15
2.2.6 Marknadsmissbruksdirektivet 15

3 OTILLBÖRLIG MARKNADSPÅVERKAN 16

3.1 8 § MmL 16

3.1.1 Direkt och indirekt påverkan 16
3.1.2 Förhållandet till bedrägeri och svindleri 17

3.2 Förutsättningar för straffansvar 18

3.2.1 Objektiva rekvisit 18
3.2.1.1 Handel på värdepappersmarknaden och andra förfaranden 18
3.2.1.2 Finansiellt instrument 19
3.2.1.3 Ägnat att 19
3.2.1.4 Otillbörligt 20
3.2.1.5 MmD signaler på att otillbörlig marknadspåverkan föreligger 20
3.2.2 Subjektiva rekvisit 22
3.2.2.1 Uppsåt 22

3.2.2.2 Oaktsamhet 23

3.3 Undantag för straffbarhet 23

3.3.1 Godtagbar marknadspraxis 23
3.3.2 Självreglering och godtagbar marknadspraxis 23
3.3.3 Undantag enligt 9 § MmL 25
3.3.3.1 Handel med egna aktier i återköpsprogram 25
3.3.3.2 Stabilisering av finansiella instrument 26

3.4 Rapporteringsskyldighet och meddelandeförbud 26

3.5 Tillsynen på marknaden 28

3.5.1 Finansinspektionen 28
3.5.2 Ekobrottsmyndigheten 29

3.6 Praxis 29

3.6.1 Alfaskop 30
3.6.1.1 Bakgrund 30
3.6.1.2 Åtalet 30
3.6.1.3 Domstolarnas bedömning 30
3.6.2 Sintercast 31
3.6.2.1 Bakgrund 31
3.6.2.2 Åtalet 32
3.6.2.3 Domstolarnas bedömning 32
3.6.3 Billerud 33
3.6.3.1 Bakgrund 33
3.6.3.2 Åtalet 33
3.6.3.3 Domstolarnas bedömning 33

3.7 Problematiken med tillämpningen av rättsregeln 34

4 VML 37

4.1 Bakgrund 37

4.2 Nya regler på värdepappersmarknaden 38

4.3 Kundkategorisering och lämplighetsbedömning 38

4.4 Bästa utförande av kundorder och dokumentation 39

4.5 Handelsplattformar 40

4.6 Transaktionsrapportering 41

4.6.1 TRS i praktiken 42
4.6.2 Effekterna av TRS 43
4.6.2.1 Finansinspektionens synvinkel 43
4.6.2.2 Nasdaq OMX´s synvinkel 44
4.6.2.3 Svenska Fondhandlareföreningen 45

4.7 Tillsyn och övervakning enligt VML 45

4.7.1 Marknadsövervakningens oberoende 46
4.7.2 Reglering av marknadsmissbruk genom VML 48

5 ANALYS 50

5.1 Straffrättslig eller förvaltningsrättslig reglering 50

5.2 Avslutande diskussion 53

5.3 Förslag på åtgärder 56

KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING 60

RÄTTSFALLSFÖRTECKNING 63

Summary

Fraudulent market influence and the regulation of this crime is facing a critical point. Never before in the history of the crime has there been so many reports registered with the Swedish National Economic Crimes Bureau (Ekobrottsmyndigheten). How does the handling of the crime progress today and are there possibly alternatives to the criminal law on this area? The legislation surrounding this crime can at first seem clear and obvious but during my work with this thesis I have discovered problems between legislation and the financial markets. The legislation furthermore relies on the co-operation between the market and the legislator to be able to effectively control the market in a satisfying way. This thesis aims to clarify how criminal and administrative legislation affects this financial law problem and which legislation which is most efficient. The regulations regarding financial markets were up until the 1980´s almost non-existent in Sweden. The background to and build up of the Swedish legislation regarding the crime itself is important to be able to understand the changes that has occurred on the Swedish financial market over the last few years, especially through the implementation of the European Union laws on this area. Fraudulent market influence is regulated through § 8 of "Market Abuse Law" (Marknadsmissbrukslagen) and sets out to punish he who through fraudulent methods influences the value or the quotation of a financial instrument. What this means is that someone for instance through legal stock trading illegally influences the price of the stock to be able to somehow collect the benefits of the transaction. As we will see in this thesis, the perpetrator doesn't even have to have intent to commit the crime to be responsible for illegal conduct. It is sufficient that the perpetrator realized that the outcome might be the illegal fraudulent market influence even if the influence doesn't lead to a specific result. Very few people have been sentenced for fraudulent market influence in accordance with 8 § of the Market Abuse Law. The absence of relevant case law is partially based on the problems surrounding the specification of what is to be regarded as fraudulent in the meaning of the law and how hard it is to prove such a behavior. The values that act as a base for the legislation are not easily defined. The financial market has a large effect on the stipulation of what is to be regarded as fraudulent. Through the European Union Directive, MiFID, that was implemented into Swedish legislation with the new Law of Financial Markets (VML) in 2007, the legislation and coordination of the financial market in Sweden has boomed. The Law of Financial Markets means a number of changes for all participants on the market and is developed with a consumer perspective. The Law of Financial markets has also meant that an entirely new system of transaction reports will be sent to the Swedish Financial Supervisory Authority (Finansinspektionen) every time a transaction is carried out on a marketplace. The new Law of Financial Markets is, in the view of this thesis, on its way to directly and indirectly regulate the fraudulent market influence through administrative law instead of criminal law. Especially is this the case regarding the responsibility to

report and the surveillance within the market participants. This thesis ends up in an analysis regarding the effects of the two laws and a discussion of the pros and cons of criminal versus administrative regulation of fraudulent market influence. I conclude that an administrative regulation would be better, seeing that the criminal regulation already failed in a way since there were so few perpetrators convicted with today's system.

Sammanfattning

Otillbörlig marknadspåverkan och regleringen av detta brott står inför ett avgörande skede. Aldrig förr har så många brott anmälts till Ekobrottsmyndigheten som i år. Men hur ser hanteringen av detta brott ut och finns det möjligtvis alternativ till den straffrättsliga lagstiftningen? Lagstiftningen kring detta brott kan till en början uppfattas som klar och tydlig men när jag studerat det närmare utkristalliserar sig en problematik mellan lagstiftning och finansmarknad. Lagstiftningen som dessutom till stor del bygger på att marknadens aktörer och lagstiftaren har ett fungerande samarbete är inte så förutsägbar och effektiv som man kunnat önska. Denna uppsats kommer att försöka klargöra hur straffrätt och förvaltningsrätt påverkar detta förmögenhetsrättsliga problem och vilken reglering som är mest effektiv. Tillsynen av finansmarknaden var fram till det sena 80-talet i Sverige mycket begränsad. Bakgrunden till och framväxten av brottsstadgandet är viktiga för att kunna förstå de förändringar som skett på området de senaste åren, inte minst genom implementering av gemenskapsrättsliga direktiv. Själva brottet otillbörlig marknadspåverkan regleras i MmL 8 § och syftar till att straffa den som på ett otillbörligt sätt påverkar kursen eller värdet på ett finansiellt instrument. Det handlar alltså om att någon person genom möjligtvis tillbörliga metoder, såsom köp av aktier, på ett otillbörligt sätt påverkar exempelvis handeln med aktien eller priset på aktien för att därigenom på något vis skapa sig en fördel. Som vi kommer att se i detta arbete behöver personen i fråga inte ens ha lyckats med sin aktion eller ens genomfört den med uppsåt, utan det räcker med att någon av misstag på ett otillbörligt sätt genomför en aktion som kunde ha påverkat priset på exempelvis en aktie och som inser att handlingen kunde fått den följden, för att straffbarhet skall infinna sig. I Sverige har dock ytterst få personer dömts för ansvar enligt 8 § MmL och frånvaron av relevant praxis grundar sig delvis i problematiken i att fastställa det otillbörliga och bevisa förfarandet. Hur domstolarna skall fastställa förfarandet, det vill säga vilka normer som ligger bakom det otillbörliga, och hur detta definieras är inte heller helt enkelt. Marknaden har en stor påverkan själv genom sin egen utveckling på vad som får anses vara otillbörligt ur en förmögenhetsrättslig synvinkel. Genom ett nytt EG-direktiv, MiFID, som implementerades i svensk lagstiftning 2007 genom VML, så har lagstiftningen på finansmarknadsområdet utökats och samordnats avsevärt. VML innebär en rad förändringar för samtliga aktörer på marknaden och är framtagen med de enskilda konsumenterna i fokus. Genom VML har vi också på den svenska marknaden fått ett nytt system där varje transaktion som genomförs på en reglerad marknad rapporteras direkt till (FI). FI har enligt den nya lagen ansvaret för tillsyn och övervakning av de finansiella marknaderna och dess aktörer. Den nya regleringen innebär enligt denna uppsats att en del av ansvaret för regleringen av marknadsmissbruket inte sker förmögenhetsrättsligt och dess följder redan direkt och indirekt har blivit förvaltningsrättsligt reglerade. Framförallt när det gäller ansvaret för rapportering och övervakning hos de enskilda

aktörerna. Uppsatsen avslutas med en analys av följderna av de regelverk som vi valt att använda för att reglera detta förmögenhetsrättsliga problem samt en diskussion rörande fördelarna med straffrättslig reglering eller förvaltningsrättslig reglering av otillbörlig marknadspåverkan. Den förvaltningsrättsliga regleringen anser jag slutligen vara både enklare och effektivare, framförallt mot bakgrund av att den straffrättsliga regleringen i allmänhet ansetts som relativt tandlös på grund av att mycket få förövare anmälts och straffats.

Förord

Arbetet med denna uppsats har inneburit att jag under stundom har varit en plåga för min omgivning. Tack Catarina Af Sandeberg för att du fick mig att fatta tycke för ämnet och för att du är så härlig. Tack Lennart Johansson för insiktsfull och noggrann handledning och hedervärd tillgänglighet trots våra avståndsproblem. Tack Cissi Creutz för att du orkar med mig, alltid. Sist men inte minst vill jag tacka hela min familj som jag precis som vanligt alltid kan lita på att få stöd ifrån när det har varit tungt kanske framförallt Anna Larsén för din korrekturläsning.

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
ARL	Lag (1971:827) om registrering av aktieinnehav
BrB	Brottsbalk (1962:700)
EBM	Ekobrottsmyndigheten
EEG	Europeiska Ekonomiska Gemenskapen
FI	Finansinspektionen
ISL	Insiderstrafflagen (2000:1086)
LAF	Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument
LBC	Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
MiFID	Europaparlamentets och Rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument
MmD	Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan.
MmL	Lag (2005:377) om marknadsmissbruk
MTF	Multilateral Trading Facility
NJA	Nytt juridiskt arkiv
RB	Rättegångsbalk
RF	Regeringsformen
SOU	Statens offentliga utredningar
VML	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden

1 Inledning

1.1 Syfte och frågeställningar

Syftet med denna uppsats är att titta på det förmögenhetsrättsliga problemet otillbörlig marknadspåverkan (kursmanipulation) och försöka klargöra huruvida den straffrättsliga regleringen som vi har i Sverige i dag kanske med fördel skulle kunna regleras på något annat sätt i stället. Uppsatsen inleder därför med problematiken kring otillbörlig marknadspåverkan på den svenska finansmarknaden och hur den har förändrats genom de nya regler som börjat gälla i Sverige. Uppsatsen kommer först att behandla 8 § MmL med tillhörande praxis för att reda ut vad som kännetecknar otillåtna metoder som är att anse såsom kursdrivande och varför lagstiftningen kring detta är viktig i dagens samhälle. Den 1 november 2007 började VML[1] att gälla i Sverige vilket innebar att ett nytt system för rapportering av handel med finansiella instrument implementerades. De nya reglerna är en följd av EG-direktivet MiFID (Directive on Markets in Financial Instruments). Direktivet har inneburit att VML, som antogs 2007, har ersatt mycket av den tidigare reglering som vi haft på det förmögenhetsrättsliga området. VML har i sin tur fört med sig en mängd nya regler och tillsynen att dessa regler efterlevs skall ske av FI. Vi har antagit en förvaltningsrättslig reglering av finansmarknaden och de förmögenhetsrättsliga problem som uppstår där men otillbörlig marknadspåverkan regleras fortfarande straffrättsligt. Hur ser den regleringen ut och kan man tänka sig att även marknadsmissbruket med framgång kan komma att regleras förvaltningsrättsligt i framtiden?

De frågeställningar som jag avser att diskutera i denna uppsats är;

- **Hur regleras otillbörlig marknadspåverkan i dagsläget enligt MmL och hur kan VML komma att förändra detta?**
  Denna frågeställning besvaras med en kortare genomgång av de nu gällande reglernas uppkomst för att därefter reda ut hur rättsläget ser ut i dag. Jag kommer att utgå från MmL med en genomgång av den straffrättsliga regleringen för att därefter se vilka följder VML med sin förvaltningsrättsliga reglering kan få för marknadsmissbruket på den svenska finansmarknaden.

- **Har VML förändrat något av det som gäller idag angående regleringen av otillbörlig marknadspåverkan?**
  Denna fråga kommer jag att besvara genom att studera de regler i VML som får inverkan på marknadsmissbruket och vilka följderna av denna relativt nya lagstiftning kan tänkas bli.

[1] Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden, bland annat medför den en ny anmälningsskyldighet till FI för handel med finansiella instrument se vidare under avsnitt 4 nedan.

- **Är en förvaltningsrättslig reglering av otillbörlig marknadspåverkan det naturliga alternativet för en effektiv framtida reglering?**

  Denna frågeställning kommer jag att besvara genom att gå igenom den straffrättsliga regleringen och titta på problematiken rörande den lagstiftningen för att därefter belysa delar av den förvaltningsrättsliga reglering som finns på finansmarknaden i dag och om denna skulle kunna kompletteras med en förvaltningsrättslig sanktion mot otillbörlig marknadspåverkan som kan tänkas bli effektiv.

1.2 Metod och material

För att besvara de ovan uppställda frågeställningarna är denna uppsats skriven med utgångspunkt i den rättsdogmatiska metodläran. I enlighet med denna metod kommer jag att studera lagtext, förarbeten, praxis och doktrin på det angivna rättsområdet, i nämnd ordning. För redogörelse av den nya lagen om värdepappersmarknaden och vilka följder denna kan tänkas få för brottet otillbörlig marknadspåverkan har jag valt att studera EG-direktivet som föranledde införandet samt intervjuat representanter från FI och Nasdaq OMX (tidigare Stockholms Fondbörs). Eftersom VML är en så pass ny lagstiftning finns det relativt lite doktrin som behandlar lagen och dess följder och mycket av min framställning har även fått grunda sig i diverse artiklar och uttalanden från inblandade aktörer.

1.3 Avgränsningar

Mitt mål med denna uppsats är att försöka se hur den nya VML förändrar otillbörlig marknadspåverkan i Sverige och om en förvaltningsrättslig reglering av ett förmögenhetsrättsligt problem som otillbörlig marknadspåverkan kan vara ett aktuellt alternativ i framtiden. På detta område får en mängd lagar, regler och branschbruk verkan och trots att jag valt att studera just otillbörlig marknadspåverkan utifrån 8 § MmL, så kommer arbetet även att till viss del nämna angränsande lagstiftning på området. Otillbörlig marknadspåverkan har, vilket senare kommer att preciseras, en närhet till straffrättsliga regler. Förhållandet mellan otillbörlig marknadspåverkan och den närliggande straffrättsliga lagstiftningen samt anledningen till varför domstolarna ibland valt den straffrättsliga regleringen, i stället för reglerna i MmL när de dömt i vissa fall där båda dessa regelsystem får verkan, är i sig ett intressant uppsatsämne som dock inte kommer behandlas närmare i denna uppsats. En annan form av marknadsmissbruk, insiderhandel, ingår också i MmL. De lagar och regler som omger insiderhandel är nära angränsande till otillbörlig marknadspåverkan, men utrymmet är i denna uppsats alldeles för begränsat för att göra några ordentliga redovisningar och analyser av dessa. Den redogörelse av otillbörlig marknadspåverkan samt de nya regleringar som

kommit att gälla för finansmarknaden i och med VML som tagits med i denna uppsats, är utvalda för sin relevans för uppsatsen och har inga ambitioner att vara uttömmande. För den vetgirige läsaren hänvisar jag härmed till den omfattande doktrin och praxis som i övrigt finns på området, även denna avgränsning är genomförd utav utrymmesskäl.

1.4 Disposition

Uppsatsen kommer att vara indelad i tre huvuddelar. I kapitel 2 kommer jag att gå igenom bakgrunden till lagstiftningen gällande otillbörlig marknadspåverkan. Framväxten av den straffrättsliga reglering som vi har i Sverige i dag är relevant för att förstå vad dagens reglering och rättstradition bygger på. Därefter kommer jag i kapitel 3 att beskriva gällande rätt genom en studie av lagstiftningen som den ser ut i dag samt praxis för att belysa problematiken kring otillbörlig marknadspåverkan samt hur domstolarna resonerat i de få fall som finns. I kapitel 4 kommer jag kort att gå igenom bakgrunden till VML samt försöka analysera följden av denna lagstiftning för otillbörlig marknadspåverkan. I kapitel 5 så kommer jag att slutligen kort beröra argument för och emot den straffrättsliga reglering vi valt i Sverige av förfaranden som otillbörlig marknadspåverkan men även redovisa mina tankar och slutsatser av hur lagstiftningen skulle kunna förbättras.

2 Bakgrund till lagstiftningen

Stockholms fondbörs tog ett rejält kliv framåt under 80- och 90-talen. Det innebar inte enbart en ökad samling yuppies, med gigantiska mobiltelefoner som hängde på Café Opera i Stockholm, utan framförallt att Stockholms Fondbörs (dåvarande namn på Nasdaq OMX) blev en skådeplats för avancerade affärer med både internationella och nationella storspelare. Omsättningen på Stockholms Fondbörs gick från blygsamma 6,5 miljarder kronor 1980 till 655 miljarder 1995[2]. Med en ny typ av utbredd och vinstgivande handel med alltmer spekulerande intressenter i form av såväl fondkommissionärer som småsparare på Stockholms Fondbörs fanns stora pengar att göra för den som på 80-, och 90-talen inte hade problem med att töja på reglerna. Före diskussionerna om ”uppblåsta kurser”[3] i Penseraffären eller ”kursdrivning”[4] i Fermentautredningen[5] var dessa metoder i princip oreglerade men gav upphov till stora diskussioner på den svenska marknaden. Det var uppenbart att förmögenhetsrätten inte gav aktörerna på den svenska finansmarknaden ett tillräckligt bra skydd och att något måste göras.[6] Nedan följer en genomgång av vikten av lagstiftning på området samt den historia som ledde fram till brottet otillbörlig marknadspåverkan enligt dess nya lydelse i 8 § MmL.

2.1 Vikten av lagstiftning

I bakgrunden till de regler som arbetats fram i Sverige angående otillbörlig marknadspåverkan finns starka politiska skäl. Den finansiella marknaden är för ett utvecklat industriland som Sverige, mycket viktig inte bara för aktörerna på marknaden utan för varje enskild medborgare som på ett eller annat sätt kommer i kontakt med den. De överskott som bildas hos både privata hushåll och företag i Sverige placeras i allt större utsträckning på aktiemarknaden i hopp om att generera en avkastning hos placeraren. Tillskottet av kapital till marknaden styrs i grund och botten av förhållandet mellan avkastningskravet hos placeraren och den kostnad ett företag är villig att stå ut med för att få kapitaltillskottet.[7] Priserna på exempelvis en aktie får i detta hänseende anses som en ”informationsbärare” vilket gör att det för att marknaden ska fungera väl, är av största vikt att prisbildningsfunktionen får fungera utan inslag av manipulation.[8] Om priset på något vis inte speglar aktiens verkliga värde föreligger ett informationsproblem mellan parterna. Den rättsliga reglering som

[2] Eklund, Klas, Gör bankekonomer någon nytta? s 2.
[3] Nobel Industrier, Gamlestaden, Erik Penser och bankerna, Stockholms fondbörs 1992, s 252.
[4] Fermenta, fakta och erfarenheter. En rapport till Stockholms fondbörs, 1988, s 157 ff.
[5] Se avsnitt 2.2.2.
[6] SOU 1989:72 Värdepappersmarknaden i framtiden, s 198 ff.
[7] Afrell, m.fl., Lagen om marknadsmissbruk en kommentar, s 153.
[8] Ibid.

förekommer på området kan alltså beskrivas som en mycket viktig reglering av informationen som på ett eller annat sätt kan komma att påverka aktien.

2.1.1 Adverse selection

För att exemplifiera hur informationsproblematiken kan ha en negativ inverkan på en marknad kan man använda sig av Nobelpristagaren Akerlofs citronteori.[9] Akerlof väljer här att beskriva informationsproblematiken utifrån den begagnade bilmarknaden. Köparen har generellt sett på denna marknad inte lika bra information om bilen som säljaren och är på grund av sin ovisshet inte villig att betala något annat än vad han uppfattar som ett lågt pris för en begagnad bil. Detta leder enligt Akerlof till två saker, dels innebär det att säljare av bra bilar inte ställer ut sina objekt på marknaden eftersom de inte kan få det pris som de borde för sin bil. Säljare av dåliga bilar ställer i stället ut sin bil till försäljning eftersom det pris som en köpare är villig att betala överstiger värdet av säljarens dåliga bil. Endast dåliga bilar bjuds då ut och följden blir således att köparen får ett objekt som införlivar hans misstanke om att alla begagnade bilar är undermåliga - *lemons*. Denna situation kallar rättsekonomerna för *adverse selection*, och säljaren av bra bilar kan försöka informera marknaden om att hans bil verkligen är bra men köparen har svårt att avgöra sanningshalten i säljarens uttalande, följden av denna informationsasymmetri blir att den omsättning som vore gynnsam på marknaden inte blir verklighet. Vid jämförelse med kapitalmarknaden är inte heller denna perfekt och reglering av informationen som erbjuds ut rörande exempelvis värdepapper får stor vikt för att en välfungerande marknad ska kunna skapas, som genererar högsta möjliga avkastning för båda parter.[10]

2.1.2 Förtroende för marknaden

För att se till att upparbetade överskott kapitaliseras på ett effektivt sätt genom investeringar är det av största vikt att allmänheten har förtroende för marknaden. De lagar och regler som införts för att reglera en marknad, antingen i lagtext eller som branschbruk eller exempelvis marknadsplatsens interna regler, grundar sig ofta i att man försöker hålla uppe förtroendet för marknaden. Ett högt förtroende är av största vikt för att undvika den ineffektivitet som kan infinna sig om förtroendet går ner, investeringstakten avtar, omsättningen går ner och marknaden blir ineffektiv. Allmänhetens förtroende för marknaden kan givetvis vara svårt att mäta direkt i siffror, men kopplingen mellan förtroenderesonemang och regleringens funktion som normbildande, på exempelvis aktiemarknaden, får i regel anses som relativt klar.[11]

[9] Akerlof, G A, The Market for Lemons , Quality Uncertainty and the Market Mechanism, 84 Quarterly J. of Economics (1970), s 488.
[10] Af Sandeberg, Marknadsmissbruk, s 29, Dalman, Christian mfl, Rättsekonomi, s 142.
[11] Afrell, m.fl., Lagen om marknadsmissbruk en kommentar, s 150.

2.2 Historik

I detta avsnitt har jag valt att kort beskriva de händelser på den svenska kapitalmarknaden som fick till följd att lagstiftning på området rörande otillbörlig marknadspåverkan påbörjades och utvecklades.

2.2.1 Penser Fonder

Trycket på börsen att agera på grund av en rad uppmärksammade artiklar i affärspressen under hösten 1984 som talade om ”uppblåsta kurser” i ett antal bolag med samma ägare, bidrog till att dåvarande chefen för Stockholms Fondbörs (numer Nasdaq OMX), Bengt Rydén, inledde en undersökning om handeln med aktier i företagen Asken, Bofors, Carnegie och Saba under våren 1985.[12] Utredningen visade på ett system som användes av Erik Penser, som gick ut på att Penser med hjälp av två olika fondkommissionsfirmor samt olika närstående till honom höll kurserna i de angivna bolagen på en artificiell nivå. Nästan alla aktier som fanns tillgängliga köptes av de två firmorna eller andra i kretsen kring Penser men så fort dessa köp innebar att kursen började stiga, som sig bör på en fungerande marknad, fanns det inte längre några köpare. Kurserna hölls på så vis flytande på en nivå som inte bara invaggade de ovetande småspararna i en falsk säkerhet utan dessutom gav den övriga marknaden en bild av bolagen som inte överensstämde med verkligheten. Eftersom Stockholms Fondbörs vid denna tid varken hade några möjliga sanktioner att rikta mot Penser, annat än etiska förhållningsregler, eller några lagliga anspråk på det numera otillbörliga förfarandet höll Rydén ett informellt möte med Penser och framförde kritiken. Penser ska emellertid ha angivit att det inte fanns något otillbörligt i förfarandet och hänvisade till att Asken, Bofors, Carnegie och Saba visade goda framtidsutsikter och kurserna i företagen endast speglade dessa förhoppningar. Såväl Stockholms Fondbörs som allmänheten hade vaknat, om än sent. När Fermentafallet var ett faktum två år senare ställdes, det som vi kommer se i avsnitt 2.2.2 nedan, för första gången krav på en reglering genom lagstiftning av dylika förfaranden.

2.2.2 Fermentautredningen

I Fermentautredningen 1987 konstaterades att Reefat El-Sayed (dåvarande huvudägare, koncernchef, styrelseledamot och VD) genom mycket tveksamma redovisnings-, och finansieringsmetoder misstänktes för oredlighet mot borgenärer, svindleri och olika bokföringsbrott. El-Sayed drev dessutom med många olika metoder konsekvent drev upp kursen på Fermenta-aktien.[13] El-Sayed var enligt den utredning som följde mycket beroende av ett konstant högt värde på aktierna. För att uppnå detta försökte

[12] Nobel Industrier, Gamlestaden, Erik Penser och bankerna, Stockholms fondbörs 1992, s 252.
[13] Fermenta , fakta och erfarenheter. En rapport till Stockholms fondbörs, 1988, s 11-116, 157 ff.

han locka investerare till bolaget, få bolaget att växa utan en växande kassa, ofta genom att ge Fermenta-aktier som betalningsmedel vid uppköp.[14] Till slut blev El-Sayed beroende av belåning av sitt aktieinnehav för att försöka få loss medel för att manövrera sig ur den förestående krisen som bolaget hamnat i. Det höga värdet som El-Sayed blev beroende av försökte han uppnå på olika kursmanipulerande vis. Dels hölls kursen uppe genom att El-Sayed använde sig av bulvaner som köpte Fermenta-aktier till ett för högt pris samtidigt som aktierna aktivt hölls borta från marknaden med olika återköpsavtal, men han försökte även påverka marknaden genom spridning av falska bokslut och selektiv information till media och placerare. För det svenska samhället har ingen affär kring ett välkänt börsnoterat bolag fått så mycket uppståndelse sedan Kreugerkraschen och det anses jämväl som det första riktiga fallet av otillbörlig kurspåverkan i modern tid. El-Sayed åtalades och dömdes på tio punkter till 6 års fängelse av Svea Hovrätt[15] för överträdelser av såväl BrB: s regler, som insiderförbudet i 8 § VML (i detta fall enligt 1985 års lydelse). Det var dock Stockholms Fondbörs utredning 1988 som, efter sin genomgång funnit att det inte fanns några restriktioner mot det medvetna vilseledande av marknaden som förekommit, kom med förslaget att en ny lagregel borde införas för att i framtiden sätta stopp för liknande kursdrivande åtgärder som El-Sayed systematiskt genomfört.[16]

2.2.3 Värdepappersmarknadskommittén

Värdepappersmarknadskommittén plockade upp bollen angående kriminalisering och i SOU 1989:72- *Värdepappersmarknaden i framtiden* utarbetade den ett förslag på en lösning som gick ut på att brottet kursdrivning skulle föras in i BrB: s bestämmelse om svindleri. Förslaget var ämnat att träffa varje situation där kursen på en aktie drevs upp eller ner till en artificiell nivå som inte hade gällt om den naturliga marknadsutvecklingen hade fått bestämma den. Bestämmelsen kom att ingå i proposition 1990/91:42 om insiderhandel, men kom aldrig att bli verklighet. Det som bromsade utvecklingen i detta fall var definitionen av kursdrivande åtgärder. Problemet med denna definition uppmärksammades av remissinstanserna. Styrelsen för Stockholms Fondbörs påtalade att vissa kursstabiliserade åtgärder som var tillåtna skulle komma att bli olagliga.[17] Även Riksbanken hyste tvivel till regelns utformning och belyste att många av deras penningpolitiska åtgärder som ju just ämnar påverka handeln med de finansiella instrumenten på den svenska marknaden till förmån för exempelvis den svenska kronan skulle bli olagliga i och med ett införande av den nya regeln. Kritiken gjorde att chefen för finansdepartementet[18]

[14] Fermenta , fakta och erfarenheter. En rapport till Stockholms fondbörs, 1988, s 11-116, 157 ff.
[15] RH 1990:102, (1990-03-01).
[16] Ibid. s 163.
[17] Prop. 1990/91:42 bilaga 3, s 175.
[18] Allan Larsson

valde att lägga ner lagförslaget, i stället för att fila på en lämplig formulering.[19]

2.2.4 Nobelutredningen

Kravet på lagstiftning på området gällande insiderhandel i Sverige kvarstod alltjämnt och föranledde 1993 års insiderutredning. Under arbetets gång lämnades en rapport in till finansdepartementet från Stockholms Fondbörs som populärt kom att kallas för Nobelutredningen.[20] Utredningen hade startats 1992 och syftade till att reda ut de mycket uppmärksammade affärerna kring börsintroduktionen av det Penserägda företaget Gamlestaden i slutet av 80-talet. Penser hade i Gamlestaden genomfört omfattande stödköp av bolagets egen aktie för att undvika att de nya investerarna drabbades av en förlust. Utredningen fastställde att förfarandet i sig inte var klandervärt, men betonade att liknande förfaranden med andra syften borde kunna leda till straffrättsligt ansvar.[21] Det förelåg alltså enligt utredningen en diskrepans mellan kursvårdande och kursdrivande åtgärder och gränsen uppfattades i många fall som mycket svår att dra. Utredningen kom fram till att det vore lämpligt om FI agerade som kontrollerande statligt organ varför regeln förslagsvis skulle föras in i speciallagstiftningen under exempelvis LHF i stället för i BrB.[22] Insiderutredningen tog till sig Nobelutredningens förslag framförallt gällande rekvisitet att en åtgärd skulle lagföras endast om syftet med åtgärden hade varit klart otillbörligt. Insiderutredningen ledde sedermera till proposition 1995/96:215 som följde utredningens slutsatser angående otillbörlig kurspåverkan, åtgärden skulle vara riktad mot marknaden för att vara olaglig.[23] Återigen fick man dock problem med remissinstanserna. Riksbanken ville exempelvis kunna ha kvar sin rätt att genomföra penningpolitiska åtgärder. Beviskravet för otillbörlig kurspåverkan var emellertid högre nu än det varit i proposition 1990/91:42 och invändningarna hos remissinstanserna bromsade inte lagstiftningen.

Förslaget genomfördes och 1997 infördes förbudet mot otillbörlig kurspåverkan i 7 kap 1 § LHF.[24] Otillbörlig kurspåverkan innefattade alla avtal som var dolda eller utan egentlig verkan, som genomförts för att påverka priset på ett finansiellt instrument, även åtgärder som syftade till att påverka marknaden var att anse som förbjudna enligt bestämmelsen. Stadgandet infördes trots att man var medveten om att det skulle kunna komma att medföra tillämpningssvårigheter. Det straffbara området var inte entydigt definierat, men återkommande propåer om införandet av en straffsanktion hade till slut fått genomslag.[25] Den nya bestämmelsen var dock fortfarande att anse som subsidiär till olika rubriceringar i BrB,

[19] Prop. 1990/91:42, s 73-74.
[20] Nobel Industrier, Gamlestaden, Erik Penser och bankerna, Stockholms fondbörs 1992, s 29.
[21] Förfarandet är tillåtet idag men måste flaggas för, se avsnitt 3.3.2.1 nedan.
[22] Nobel Industrier, Gamlestaden, Erik Penser och bankerna, Stockholms fondbörs 1992, s 88 ff.
[23] Prop. 1995/96:215 s 72-77.
[24] SFS 1996:1019.
[25] Prop. 1995/96:215 s 72, Samuelsson, Normbildning om otillbörlig kurspåverkan, SvJT 2002 s 876.

exempelvis svindleri, och den skulle endast fungera som ett komplement utifall dessa regler inte skulle vara tillräckliga eller täcka den uppkomna situationen.

2.2.5 Insiderstrafflagen

Insiderlagen trädde i kraft 1990 och blev redan efter ett par år utsatt för granskning.[26] Inför arbetet med den nya insiderstrafflagen konstaterades att insiderlagen aldrig nått upp till det preventiva syfte som uppställts i förarbetena.[27] Det hade dessutom inte varit helt klart vilka sanktioner som skulle gälla vid överträdelse av lagen, eftersom lagen påtalade både straff och administrativa påföljder. Den nya insiderstrafflagen delades således upp i två delar för att undvika missförstånd. Den ena delen, innehållande anmälningsskyldighet för personer med insynsställning och exempelvis förbudet mot korttidshandel, infördes i en ny lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet om innehav av finansiella instrument. Medan den andra delen kom att innehålla de straffrättsligt sanktionerade insiderförbuden, till denna lag fördes förbudet om otillbörlig kurspåverkan över från 7 kap LHF till 9 § ISL.

2.2.6 Marknadsmissbruksdirektivet

Implementeringen av marknadsmissbruksdirektivet[28] i Sverige innebar att insiderstrafflagen upphävdes i juli 2005 och i stället infördes Lagen (2005:377) om marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument. Med otillbörlig marknadspåverkan i MmD menas enligt artikel 5, att en aktör på marknaden exempelvis genom transaktioner, handelsorder eller informationsspridning ger signaler till värdepappersmarknaden som är vilseledande gällande tillgång, pris eller efterfrågan på finansiella instrument. Brottet otillbörlig marknadspåverkan i 8 § MmL är inte riktigt samma brott som otillbörlig marknadspåverkan i 9 § ISL och den nuvarande definitionen av otillbörlig marknadspåverkan i Sverige och dess lydelse och funktion är en direkt produkt av MmD och kommer att gås igenom nedan i kapitel 3.

[26] Prop. 1995/96:215.
[27] Prop. 1999/2000:109 s 40.
[28] Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan.

3 Otillbörlig marknadspåverkan

Otillbörlig marknadspåverkan enligt MmD är ett helt nytt brott i den svenska rättsordningen. Trots att brottet har många likheter med det gamla brottet otillbörlig kurspåverkan i 9 § ISL är det frågan om ett nytt brott med andra rekvisit och en mer långtgående effekt. Generellt så ger EG-rätten uttryck för en alltmer spridd konformitet i hanteringen av dessa problem inom gemenskapen, inte minst på grund av att handeln i dag i många fall även sträcker sig över de nationella gränserna. Lagstiftningen kan då fungera som normbildande för, om inte hela, så åtminstone den större och viktigaste delen av den europeiska marknaden.

3.1 8 § MmL

Brottet otillbörlig marknadspåverkan i 8 § MmL är utformat efter definitionen i artikel 1.2 i MmD och täcker in mer än den tidigare definitionen i 9 § ISL.

I 8 § MmL stadgas;

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

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

8 § MmL skiljer mellan direkt och två former av indirekt marknadspåverkan. Denna skillnad definieras genom rekvisiten; ”påverka marknadspriset” och ”påverkan på andra villkor för handel” eller ”på annat sätt vilseleda”.

3.1.1 Direkt och indirekt påverkan

Direkt påverkan syftar till en påvisbar påverkan på marknadspriset. Marknadspriset definieras som noterad köpkurs, noterad säljkurs och senast

betald kurs.[29] Noterad köpkurs är det högsta pris som en köpare angett att han är beredd att betala för exempelvis en aktie, och noterad säljkurs är det lägsta pris som en säljare är beredd att släppa sina aktier för. Som komplement till detta finns även den senaste betalade kursen som kan skilja sig från de båda ovanstående. Den som genom olika förfaranden påverkar någon av dessa kurser, påverkar därigenom marknadspriset på det finansiella instrumentet (i detta exempel aktien) och kan göra sig skyldig till otillbörlig marknadspåverkan. Detta rekvisit gäller även om någon affär aldrig kommit till stånd, och även om det handlar om en enskild transaktion, vilket är en förändring mot tidigare lagstiftning.[30]

Indirekt marknadspåverkan syftar till en handling som inte direkt påverkar priset på ett finansiellt instrument utan i stället riktar sig mot att på olika vis påverka utbudet eller efterfrågan. Denna påverkan kan ske på många sätt men gemensamt för den indirekta marknadspåverkan är att det handlar om en aktör som utan direkt kommersiellt syfte har ett betydande inflytande över omständigheter som kan påverka ett finansiellt instrument. Marknader med begränsat råvaruutbud, där ett beteende från en aktörs sida kan störa marknadens funktionssätt, är speciellt känsliga för indirekt marknadspåverkan.[31]

3.1.2 Förhållandet till bedrägeri och svindleri

Likheterna med lagstiftningen rörande bedrägeri (9 kap 1 § BrB) och svindleri (9 kap 9 § BrB) är i vissa fall slående och kan ge upphov till situationer där både otillbörlig marknadspåverkan och exempelvis svindleri blir aktuella. Just svindleri förutsätter aktivt spridande av vilseledande uppgifter som syftar till att förändra priset på en vara. Bedrägeri å andra sidan förutsätter vilseledande med falska uppgifter men ställer till skillnad från svindleri krav på att en förmögenhetsöverföring skett, vilket är ett rekvisit som inte finns i 8 § MmL. Både bedrägeri och svindleri har strängare straffskala, 6 års fängelse, än otillbörlig marknadspåverkan, 4 års fängelse för grovt brott. Det finns inget som hindrar domstolen att döma för bedrägeri när förmögenhetsöverföring är bevisad och i de fall där domstolen varit i valsituation mellan dessa olika påföljder, exempelvis i Billerud-fallet som gås igenom under avsnitt 3.7.3 nedan, har domstolen tyvärr inte berört frågan om brottskonkurrens.[32]

I jämförelse med svindleri så är brottstadgandet om indirekt marknadspåverkan i 8 § MmL mycket snarlikt, skillnaden ligger främst i att man måste ha ett direkt uppsåt för att begå svindleri men kan dömas för otillbörlig marknadspåverkan för oaktsamhet. Otillbörlig marknadspåverkan är förvisso subsidiärt till svindleri men de båda brotten kan således misstänkas användas av domstolarna i framtiden som komplement till

[29] Afrell, m.fl., Lagen om marknadsmissbruk, En kommentar, s 294.
[30] Prop. 1995/96:215, s 94.
[31] Afrell, m.fl., Lagen om marknadsmissbruk, En kommentar, s 295.
[32] En diskussion kring problematiken förs i Cavallin JT 2002-03, s 251.

varandra där förmildrande eller försvårande omständigheter föreligger. Någon egentlig brottskonkurrens är det alltså egentligen inte frågan om.[33]

3.2 Förutsättningar för straffansvar

3.2.1 Objektiva rekvisit

Alla brott enligt BrB förutsätter att de objektiva rekvisit som ställs upp i lagregeln täcks av subjektiva rekvisit i handlingen hos gärningsmannen för att denne ska kunna bli föremål för straffansvar. Enligt den så kallade täckningsprincipen skall alla objektiva rekvisit för det aktuella brottet vara täckta av subjektiva rekvisit hos gärningsmannen, motsatsvis ska även påvisade subjektiva rekvisit vara täckta av objektiva rekvisit. I 8 § MmL (enligt ovan) är det klart stadgat att de subjektiva rekvisiten för straffbarhet innefattar såväl uppsåt som oaktsamhet och nedan följer en genomgång av de objektiva rekvisit som krävs för straffbarhet: att det rör sig om en handling som sker vid handel på värdepappersmarknaden eller andra liknande förfaranden, att handeln omfattar handel med finansiella instrument och att handlingen varit ägnad att otillbörligen påverka marknadspriset eller vilseleda köpare eller säljare.

3.2.1.1 Handel på värdepappersmarknaden och andra förfaranden

Värdepappersmarknaden är en övergripande benämning på primär- och sekundärmarknaden för sådana finansiella instrument som aktier, delägarrätter räntebärande obligationer etc. MmL har på detta område utvidgats i enlighet med MmD och innefattar numer all handel med finansiella instrument som är godkända på en reglerad marknad i minst en medlemsstat i EU eller sådana instrument vars värde är beroende av ett sådant instrument.[34] Kravet på dubbel straffbarhet enligt 2 kap. 2 § 2 st. BrB gäller således inte längre för brott av detta slag som begåtts inom gemenskapsområdet, men dock för övriga länder vilket innebär att handlingen där måste vara kriminaliserad för att kunna leda till straffbarhet i Sverige. Andra förfaranden än direkt handel på värdepappersmarknaden kan utgöra straffbara brott om de är ägnade att påverka marknadspriset eller andra villkor på ett otillbörligt sätt. Detta innebär i princip att vilket förfarande som helst som påverkar handeln av ett finansiellt instrument kan medföra att rekvisitet om handel på värdepappersmarknaden är uppfyllt såtillvida att de andra rekvisiten för brottets fullbordan är uppfyllda.[35]

Värdepappersmarknaden definieras i 1 § MmL och innefattar handel på börs, organiserad marknadsplats eller genom mellanhand. Den närmaste definitionen av börs finner vi i LBC där det med börs menas en verksamhet som syftar till att bedriva regelbunden handel med finansiella

[33] Afrell, m.fl., Lagen om marknadsmissbruk, En kommentar, s 275-6.
[34] Afrell, m.fl., Lagen om marknadsmissbruk, En kommentar, s 201 ff.
[35] Ibid. s 276.

instrument mellan till verksamheten anslutna medlemmar. En organiserad marknadsplats är inte definierad enligt lagen och innefattar således alla typer av transaktioner som sker genom ett förfarande där köpare och säljare möts på en permanent eller tillfällig plattform för handel med finansiella instrument. Enligt 1 kap. 4 § 1 st. 3 p. i LBC likställs begreppet organiserad marknadsplats med börs med skillnaden att en organiserad marknadsplats inte ställer några krav på medlemskap för aktören. Begreppet börs ryms alltså inom det mer omfångsrika begreppet organiserad marknadsplats och blir således enklare att tolka.[36] Handel genom mellanhand omfattar all handel som sker genom mellanled vilket syftar på någon som enligt 1 kap. 3 § 1-5 Lagen om värdepappersrörelse (LVR) yrkesmässigt bedriver sådan verksamhet. Denna regel syftar på situationer där ett värdepappersinstitut genomför affärer på uppdrag av en köpare eller säljare där institutet fungerar som mellanhand men aktörerna förblir okända för varandra. Det sista rekvisitet angående var handeln sker i 8 § 2 st. MmL, *annars förfar på ett sätt*, får ses som ett samlingsbegrepp på alla förfaranden som sker utanför värdepappersmarknaden men påverkar handeln på ett finansiellt instrument genom exempelvis indirekt marknadspåverkan enligt avsnitt 3.1.1 ovan.

3.2.1.2 Finansiellt instrument

Innebörden av begreppet finansiellt instrument är instrument utgivna för allmän omsättning. Denna definition är en gemensam benämning på alla instrument som kan bli föremål för handel på värdepappersmarknaden. I MmL 1 § 3 p. definieras finansiella instrument som fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse. Exempel på detta är aktier, obligationer fordrings- och delägarrätter som är utgivna för allmän handel. Lagstiftaren vill i MmL säkerställa att samtliga befintliga och tänkbara framtida finansiella instrument ska falla under definitionen genom stadgandet att instrumenten skall vara avsedda för handel på värdepappersmarknaden.[37]

3.2.1.3 Ägnat att

För att brott ska föreligga krävs inte att handlingen har medfört någon effekt på marknaden. Stadgandet förutsätter i stället att handlingen har varit ägnad att just vilseleda marknaden. Handlingen i sig kan vara helt normal och godtagbar men ägnad just åt att påverka marknaden eller vilseleda aktörerna på marknaden.[38] För att man ska kunna påvisa vilseledande måste dock priset, under en längre eller kortare period, på ett finansiellt instrument som sattes till följd av den vilseledande åtgärden framstå som felaktigt och inte längre kunna fungera som en godtagbar värdemätare på instrumentet. Men även om handlingen inte har denna effekt på priset kan den likväl varit ägnad att ha effekten. Rekvisitet *ägnat att* bör alltså utifrån ett marknadsperspektiv ses som en fara för att den handlingen som

[36] Prop. 1991/92:113, s 66 ff, 165 och 472.
[37] Prop. 2004/05:142 s 82, Prop. 1990/91:142, s 86 ff.
[38] Afrell, m.fl., Lagen om marknadsmissbruk, En kommentar, s 280.

genomfördes skulle kunna påverka priset.[39] Generellt enligt straffrättsliga principer så är en handling inte avsedd att åstadkomma en viss effekt förrän det föreligger åtminstone en abstrakt fara för att effekten kan komma att bli verklighet.[40]

3.2.1.4 Otillbörligt

Åtgärden ska vidare, för att anses såsom straffbar enligt 8 § MmL, vara otillbörlig. Detta rekvisit skapar här en skiljelinje mellan tillåtna respektive otillåtna marknadspåverkande åtgärder. De flesta åtgärder på marknaden är tillbörliga och även vissa åtgärder som enligt äldre lagreglers definition (se avsnitt 2.2.4 ovan) ansetts som otillbörliga såsom exempelvis Riksbankens penningpolitiska marknadspåverkan. Det som kännetecknar en otillbörlig åtgärd är alltså att *syftet* med åtgärden har varit otillbörlig, exempelvis i Pinkerton-fallet (enligt avsnitt 3.7.2 nedan) ansågs det att MG vidtagit åtgärder i syfte att skapa vinning för sig själv och skada för annan på ett *otillbörligt sätt*. Innebörden av detta centrala rekvisit måste, som vi kommer att se under avsnitt 3.8 nedan, ses i ljuset av en mängd olika faktorer som vid varje given tidpunkt kommer att påverka huruvida handlingen som genomförts är att anse som otillbörlig. Alla de faktorer som får inverkan på rekvisitet *otillbörligt* i lagens mening är ständigt under förändring och domstolarna står därför alltid inför en svår uppgift när de skall avgöra huruvida rekvisitet är uppfyllt i det enstaka fallet.

3.2.1.5 MmD signaler på att otillbörlig marknadspåverkan föreligger

I MmD artikel 1, p2 a och b så har gemenskapsrätten genom *signaler* bidragit med tolkningshjälp av rekvisitet otillbörlig marknadspåverkan. Dessa signaler är enligt artikel 4 och 5 MmD på intet sätt uttömmande men ska beaktas när domstol eller myndigheter granskar huruvida vissa handlingar som genomförts utgör otillbörlig marknadspåverkan.[41] Ett stadgande i ett genomförandedirektiv kan inte enskilt utgöra en grund för straffbarhet vilket skulle strida mot legalitetsprincipen utan signalerna i MmD är förmodligen skapade som handledning till de olika övervakningsorganen som exempelvis FI och EBM (se avsnitt 3.5). Signalerna kan vara en indikation på många olika typer av otillbörlig marknadspåverkan. I analysdelen av denna uppsats kommer just följden av nya VML för otillbörlig marknadspåverkan att diskuteras. En genomgång av artikel 4 och 5, samt vilka dessa signaler kan tänkas vara, anser jag därför vara relevant för förståelsen av uppsatsens senare diskussioner. I den

[39] Ibid. s 281.
[40] Se NJA II 1942 s. 423 och Straffrättskommitténs förklaring av innebörden av formuleringen ”ägnad åt” i svindleristadgandet (9 kap 9 § BrB) med att någon på grund av en viss angiven handling kan förväntas företaga en förlustbringande disposition.
[41] Prop. 2005/05:142, s 167.

nedanstående redovisningen har bortsetts från signaler som inte kopplas direkt till otillbörlig marknadspåverkan utan i stället tar sikte på exempelvis insiderförfaranden.

Artikel 4 MmD tar upp signaler om otillbörlig marknadspåverkan gällande prissättning och vilseledande information till marknaden;

(a) Givna handelsorder eller utförda transaktioner utgör en betydande del av den dagliga omsättningen i det relevanta finansiella instrument på den reglerade marknaden, särskilt när dessa aktiviteter leder till en väsentlig förändring av priset.
(b) De handelsorder eller de transaktioner som utförts av personer med en betydande köp- och säljposition i ett finansiellt instrument som leder till väsentliga förändringar av priset på det finansiella instrumentet eller relaterade derivatinstrument eller underliggande tillgångar som tagits upp till handel på en reglerad marknad.
(c) Utförda transaktioner som inte leder till någon förändring av det verkliga ägandet av ett finansiellt instrument som tagits upp till handel på en reglerad marknad.
(d) Givna handelsorder eller utförda transaktioner som inbegriper omkastningar av positioner under en kort period och utgör en betydande andel av den dagliga omsättningen av det relevanta finansiella instrumentet på den berörda reglerade marknaden och skulle kunna sättas i samband med väsentliga förändringar av priset på ett finansiellt instrument som tagits upp till handel på en reglerad marknad.
(e) Givna handelsorder eller utförda transaktioner som är koncentrerade till ett kort tidsintervall under handelsdagen och leder till en prisförändring som därefter vänder.
(f) Givna handelsorder som förändrar uppgifterna om bästa köp- och säljkurs för ett instrument som tagits upp till handel på en reglerad marknad, eller mer allmänt uppgifterna om den orderbok som är tillgänglig för marknadsaktörerna, och tas tillbaka innan avslut sker.
(g) Handelsorder som ges och transaktioner som utförts vid eller i närheten av en särskild tidpunkt när referenspriser, avräkningspriser och värderingar beräknas och som leder till prisförändringar som har inverkan på dessa priser och värderingar.

Artikel 5 riktar in sig på otillbörlig marknadspåverkan som föregås av falska förespeglingar eller andra manipulativa eller vilseledande åtgärder genom;

(a) Handelsorder som ges eller transaktioner som utförts av personer som föregås eller följs av spridning av falsk eller vilseledande information av samma personer eller personer som står i nära förbindelse till dem.
(b) Handelsorder som ges eller transaktioner som utförts av personer före eller efter det att samma personer eller personer som står i nära förbindelse till dem tar fram eller sprider analyser eller

investeringsrekommendationer som är felaktiga eller partiska eller bevisligen påverkade av väsentliga intressen.

Som sagt är dessa signaler från MmD inte på något sett avsedda att fungera såsom uttömmande, men ger en indikation på vad FI använder sig av för parametrar när de övervakar marknaden och försöker påvisa brottsliga förfaranden. Mer om FI: s funktion och arbetssätt återkommer jag till senare i detta arbete (se avsnitt 3.5).

3.2.2 Subjektiva rekvisit

De subjektiva rekvisiten för otillbörlig marknadspåverkan är som det klart framgår av regeln; uppsåt och oaktsamhet. Skulle exempelvis en person genomföra en handling som påverkade marknadspriset på ett finansiellt instrument enligt de objektiva rekvisiten, men inte hade någon form av uppsåt, eller inte borde ha insett, att handlingen skulle få den följden som den fick, föreligger inte straffansvar. Detta gäller även om en följd har kunnat påvisas enligt gängse straffrättsliga principer. I avsnitt 3.2.2.1 och 3.2.2.1 nedan följer en kort genomgång av uppsåt och oaktsamhet som subjektiva rekvisit, vilka kan leda till straffbarhet för otillbörlig marknadspåverkan.

3.2.2.1 Uppsåt

Regleringen av den svenska marknaden genom 8 § MmL är utformad så att den överensstämmer med MmD vilket innebär att det är tillräckligt att; gärningspersonen *insåg* att förfarandet hade en direkt påverkan på marknaden genom att den genomförda handlingen var ägnad att otillbörligen påverka marknadspriset, eller att förfarandet hade en indirekt påverkan på marknaden genom att det vilseledde köpare eller säljare eller påverkade villkoren för handeln på marknaden.[42] Vid bedömningen av huruvida denna insikt uppstått hos en gärningsperson bör man utgå från vad en professionell aktör i allmänhet kan förväntas ha insett. Lagstiftningen är till stor del rättspolitiskt sanktionerad och förtroendet för marknaden anges ofta i diskussionen om lagstiftningens syfte som ett incitament av stor vikt varför insiktsgraden hos en professionell aktör får anses som en relevant utgångspunkt för bedömning. Med tanke på den utbredda handel som de privata handlarna står för (exempelvis e-handel), deras kunnande är i många fall betydande, kan man inte förutsätta att de skulle kunna räknas in i denna kategori. En bedömning görs givetvis i varje enskilt fall och den privata handlarens personliga förutsättningar till insikt kommer då självklart att kunna vara mycket varierande.

[42] Afrell, m.fl., Lagen om marknadsmissbruk, En kommentar, s 277.

3.2.2.2 Oaktsamhet

Till skillnad mot ISL kan numera även en gärningsman som inte insåg att den handling som han företog varit ägnad att otillbörligen påverka marknaden, men ändå *borde ha insett* detta, dömas till ansvar.[43] 8 § MmL 2 st. är ett nytt grepp som medför att det blir möjligt att även döma en oaktsam gärningsman. Detta tillägg i den nya lagstiftningen får ses i ljuset av praxis som nedan kommer att gås igenom, där försvaret för den tilltalade i många fall handlat om just brist på uppsåt. Denna linje är givetvis fortfarande gångbar men får endast en lindrigare påföljd som resultat och kan inte längre helt fria den misstänkte. Även gällande oaktsamheten för otillbörlig marknadspåverkan torde en speciell standard, utifrån oaktsamhet hos en professionell aktör, användas vid bedömningen av huruvida den misstänkte *borde ha insett* att handlingen var ägnad till att otillbörligen påverka marknaden.[44]

3.3 Undantag för straffbarhet

3.3.1 Godtagbar marknadspraxis

Ett förfarande som innebär att vilseledande signaler skickas till marknaden behöver inte nödvändigtvis vara föremål för straffbarhet enligt MmL. Detta framgår av artikel 1.2, 2 st. MmD som påtalar att sådana handlingar på en reglerad marknad som förvisso objektivt sett skulle kunna uppfattas som otillbörliga, inte alltid faller in under regleringen. Sådana handlingar kan godtas om de är genomförda i enlighet med godtagen marknadspraxis och anledningen till att handlingen genomförts var legitim. Det är dock svårt att utläsa detta undantag vid en objektiv bedömning av MmL. Undantaget är i stället kopplat till rekvisitet otillbörligt.[45] En tilltalad som invänder att den handling som genomförts är påbjuden i enlighet med godtagen marknadspraxis kommer kräva att domstolen gör en bedömning i varje enskilt fall huruvida handlingen var legitim. Till sin hjälp har domstolen här den argumentation som FI kan tänkas framföra och de handlingar som FI enligt 18 § MmL kan offentliggöra om godtagbar praxis. FI offentliggör kontinuerligt information på sin hemsida om förfaranden och tillvägagångssätt som syftar till att fungera som ledning för marknaden om vad som utgör godtagbar marknadspraxis. Faller handlingen som utförts inom ramen för denna praxis om godtagbara förfaranden, kommer FI förmodligen inte ens att skicka händelsen vidare till EBM för vidare utredning[46].

3.3.2 Självreglering och godtagbar

[43] Prop. 2004/05:142, s 167.
[44] Ibid. s 280.
[45] Prop. 2004/05:142 s 167, Afrell, m.fl., Lagen om marknadsmissbruk, En kommentar, s 289.
[46] Förhållandet mellan FI och EBM går närmare igenom nedan i avsnitt 3.7.

marknadspraxis

En annan sak som får betydelse för tolkningen av begreppet *godtagbar marknadspraxis* är vilken ställning de regler för den egna marknaden samt den självreglering som aktörer på den svenska marknaden kontinuerligt står för. 4 kap 2 § LBC anger att en börs ska ha ändamålsenliga regler för börshandeln och att handeln sker i samförstånd med LBC, andra lagar och med god sed på värdepappersmarknaden. Reglerna har inneburit att såväl Nasdaq OMX interna regler för medlemmarna när det gäller handeln, samt exempelvis svenska Fondhandlareföreningens regler angående otillbörlig marknadspåverkan, kan komma att få betydelse för bedömningen om huruvida en åtgärd följer godtagbar marknadspraxis enligt MmL. På Nasdaq OMX har man inom ramen för det så kallade Norex-samarbetet[47] utarbetat handelsregler för sina medlemmar. Dessa regler innehåller bland annat bestämmelser om förbud mot olika typer av otillbörlig påverkan av prisbildningen.[48] Börsens disciplinnämnd kan utverka olika sanktioner vid överträdelse av god sed. Detta kan ske även om överträdelsen inte bryter mot börsens fastställda regler eller mot MmL, men den ändå i ljuset av lagstiftning, regler och handelsbruk anses som klandervärd (det vill säga brott mod god sed). En medlem på Nasdaq OMX kan alltså drabbas av påföljd enligt MmL, disciplinpåföljd på grund av brott mot de interna reglerna om prisbildning och en disciplinpåföljd för brott mot god sed. För vanliga handlare på börsen gäller ju endast lagreglerna och börsmedlemmarna är således underställda betydligt mer omfattande restriktioner än marknadens övriga aktörer. Även om det uttryckligen hos lagstiftaren inte finns någon koppling till de regler som Nasdaq OMX har, måste de underförstått ta hänsyn till dessa vid sin bedömning om vad som uppfattas som godtagen marknadspraxis, inte minst eftersom de regler som arbetas fram blir tongivande för alla de större aktörerna genom sitt medlemskap på börsen.

Svenska fondhandlareföreningen har också interna regler mot otillbörlig marknadspåverkan och även dessa kan påverka bedömningen om vad som räknas som godtagbar marknadspraxis. I föreningens riktlinjer påtalas exempelvis att mottagare av affärsuppdrag som misstänker otillbörlig kurspåverkan enligt MmL ska avböja uppdraget och anmäla sin misstanke till närmaste chef eller regelansvarig person. [49]
Även Fondhandlareföreningens regler omfattar endast dem som är medlemmar i föreningen, men FI har av den anledningen gjort om ett antal av föreningens handlingsregler till föreskrifter så att de blir allmänt gällande som god sed på marknaden.[50] Fondhandlareföreningen har även som remissinstans varit med och påverkat FI:s föreskrifter som fungerar som normgivande angående god sed på marknaden.[51]

---

[47] Samarbete mellan de nordiska ländernas börser.
[48] Norex Member Rules, 4.6.2.
[49] Riktlinjer vid handläggning av affärsuppdrag avseende aktier och aktierelaterade finansiella instrument, www.fondhandlarna.se.
[50] Afrell, m.fl., Lagen om marknadsmissbruk, En kommentar, s 294.
[51] Se exempelvis Svenska fonhandlareföreningens remissvar med förslag på ändringar i flera av FI:s föreskrifter, http://www.fondhandlarna.se/remisser/2

3.3.3 Undantag enligt 9 § MmL

Det finns undantag till vad som objektivt sett kan anses som otillbörlig marknadspåverkan men som av olika anledningar inte bör falla under regeln, enligt 9 § MmL gäller;

Reglerna i 2-4, 7 och 8 §§ skall inte tillämpas på handel med egna aktier i återköpsprogram eller på stabilisering av finansiella instrument, förutsatt att handeln utförts i enlighet med förordningen (EG) nr 2273/2003 av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller undantag för återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument.

Denna nya bestämmelse är införd för att tillgodose vissa ekonomiska skäl, som kan legitimera en handling som annars skulle anses såsom otillbörlig marknadspåverkan.[52] Dessa ekonomiska skäl kan vara handel med egna aktier i återköpsprogram eller stabilisering av finansiella instrument och vad som kan aktualisera dem i enlighet med förordningen (EG 2273/2003) gås kortfattat igenom nedan.

3.3.3.1 Handel med egna aktier i återköpsprogram

Reglerna kring handel med egna aktier i återköpsprogram grundar sig i ett EG-rättsligt direktiv som kom år 1976[53] som överlämnar rätten att avgöra huruvida återköp skall vara tillåtet till respektive medlemsstat. Om medlemsstaten väljer att införa sådana regler, ställer direktivet upp vilka förutsättningar som skall gälla sådana regler. Sverige införde, genom en ändring i ABL år 2000, en möjlighet för publika aktiebolag vars aktier är noterade vid en börs eller reglerad marknad, att förvärva egna aktier. I Sverige föregicks införandet av dessa regler av diskussioner om huruvida reglerna skulle kunna öka förekomsten av marknadsmissbruk.[54] Behovet och möjligheten för ett aktiebolag att bedriva kursvård föreföll emellertid så pass starkt att reglerna infördes men samtidigt införde man även regler som begränsade korttidshandel (normalt ej tillåtet att sälja aktier av detta slag inom 3 månader av förvärvet) och att man var tvungen att *flagga* för dessa åtgärder på samma sätt som personer med insynsställning måste flagga för affärer enligt AnmL (avsnitt 3.4.2 nedan).[55] Flaggning innebär ett offentliggörande av transaktioner av detta slag och detta skall ske enligt de regler FI bestämmer. Börser och auktoriserade marknadsplatser är dessutom skyldiga att ha egna regler, för hur ett aktiebolags handel med egna aktier ska gå till, som överensstämmer med FI: s föreskrifter (FFFS 2001:4) om

[52] Prop. 2004/05, s 85 och 168
[53] Rådets direktiv 77/91/EEG av den 13 december 1976.
[54] Afrell, m.fl., Lagen om marknadsmissbruk, En kommentar, s 300.
[55] Ibid.

sådan handel.[56] Dessa föreskrifter innebär i princip att flaggning för handel med egna aktier gäller för företag och att den berörda marknadsplatsen skall offentliggöra sådana aktioner innan marknadsplatsen öppnar för handel följande dag.[57]

Ytterligare regler för handel med egna aktier för noterade aktiebolag som genom det noteringsavtal om alla aktörer på Nasdaq OMX måste skriva på har uppställts av Näringslivets Börskommitté (NBK). Dessa regler innefattar sammanfattningsvis bestämmelser som; handeln med egna aktier får ej ske inom 30 minuter från börsens stängning; aktiebolaget får endast ha en mäklare som handlar med egna aktier per dag; priset på aktierna måste ligga mellan högsta köpkurs och lägsta säljkurs (det så kallade kursintervallet) och volymen på handeln får på en dag inte överstiga 25 % av den genomsnittliga dagsvolymen under de fyra föregående veckorna för den specifika aktien.[58]

3.3.3.2 Stabilisering av finansiella instrument

Enligt den andra delen av 9 § MmL ska inte otillbörlig marknadspåverkan gälla för sådan stabilisering av finansiella instrument som sker i enlighet med bestämmelserna i genomförandedirektivet. Stabilisering eller ”kursvård” är alltså åtgärder från emittenten som anses tillåtna när marknadens prissättningsfunktioner av någon anledning inte fungerar som de ska under en begränsad tid. Vanligtvis uppstår sådan obalans mellan utbud och efterfrågan vid en större nyemission eller börsintroduktion där en stor spridning av nya aktier pressar kursen på en aktie under det normala och egentliga värdet på aktien.[59] Kursvård fungerar så att emittenten, ofta genom en mellanhand, på olika vis genom exempelvis möjlighet att utge fler aktier än vad som planerats och att köpa dessa till det ursprungliga emissionspriset, kan både dämpa och stimulera kursen på aktien. Det finns inga lagregler på området som beskriver tillåtna åtgärder men Stockholms Fondbörs utfärdade 1995, på grund av erfarenheterna från Nobelutredningen[60] och Pensers kursstabiliserande åtgärder vid introduktionen av Gamlestaden-aktier, ett antal regler angående tillåtna stabiliseringsåtgärder som sedermera har blivit normgivande för vad som anses vara tillåtna åtgärder på den svenska marknaden.[61]

3.4 Rapporteringsskyldighet och meddelandeförbud

I och med införandet av MmL 2005 så tillkom även nya regler angående skyldigheten att till behörig myndighet rapportera misstanke om otillbörlig

[56] Prop. 2004/05:142, s 82.
[57] Ibid. s 83.
[58] Afrell, m.fl., Lagen om marknadsmissbruk, En kommentar, s 301.
[59] Prop. 2004/05:142, s 83.
[60] Se avsnitt 2.2.4 ovan.
[61] Prop. 2004/05:142, s 84.

marknadspåverkan samt förbud för den som rapporterat sådan uppgift att röja detta för den mot vilken misstanken riktar sig. Rapporteringsskyldigheten finner vi i 10 § MmL och meddelandeförbudet i 11 § MmL.

I 10 § MmL anges;
Värdepappersinstitut enligt lagen (1991:981) om värdepappersrörelse, börser och auktoriserade marknadsplatser enligt lagen (1992:543) om börs och clearingverksamhet samt kreditinstitut enligt lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse skall snarast rapportera till Finansinspektionen, om det kan antas att en transaktion utgör eller har samband med insiderbrott eller otillbörlig marknadspåverkan. Inspektionen skall snarast överlämna uppgifterna till åklagare.

Aktörerna på marknaden skall alltså enligt denna regel snarast anmäla till FI om de misstänker eller antar att en utförd transaktion har samband med marknadsmissbruk. FI fungerar här som mellanled för att ständigt vara informerade om vad som försiggår på deras tillsynsområde. Även FI har skyldighet att anmäla misstanke om marknadsmissbruk till åklagare enligt 19 § MmL. Denna skyldighet att rapportera dels misstanke att själva transaktionen utgör marknadsmissbruk, samt huruvida en transaktion kan antas vara ett led i marknadsmissbruk, har införts i lagen i enlighet med artikel 6.9 i MmD. Enligt tredje genomförandedirektivet skall denna rapportering ske så snart en, enligt lagen rapporteringsskyldig aktör, fattar misstanke om marknadsmissbruk. Underlåtenhet att rapportera enligt 10 § MmL medför enligt 13 § MmL straffansvar med böter som påföljd, om underlåtenheten grundar sig i uppsåt eller grov oaktsamhet av bestämmelsen.

I 11 § MmL anges;
Ett företag som har rapporterat enligt 10 § får inte röja för kunden eller någon utomstående att rapportering skett. Detsamma gäller ledamöterna i företagets styrelse och företagets anställda.

Regeln förbjuder företaget som rapporterat en misstanke om marknadsmissbruk till FI att röja detta för varken företagets styrelseledamöter, anställda eller någon annan (även utomstående) att sådan rapportering skett. Syftet med detta förbud enligt förarbetena är att den som misstanken riktar sig emot inte ska kunna sopa igen spåren efter sig och därigenom försvåra lagföringen av brottet.[62] Denna regel grundar sig på artikel 11.1 i tredje genomförandedirektivet men ansvaret för underlåtenhet att följa regeln skiljer sig från rapporteringsskyldigheten på det vis att den som underlåtit att följa regeln blir personligt ansvarig för detta.

[62] Ibid. s 169.

3.5 Tillsynen på marknaden

Den svenska marknaden och alla dess olika aktörer och marknadsplatser övervakas av bland andra myndigheter, såsom FI och EBM, men även av marknadsplatsernas förhållningsregler (Nasdaq OMX har en intern övervakning av handeln) och intresseorganisationer, såsom exempelvis NBK och Svenska fondhandlareföreningen. Vissa av dessa institutioner har tillkommit själva och en del, som t.ex. Nasdaq OMXs interna övervakning, är följden av förordningar och regler som grundar sig i EG-rätten.

3.5.1 Finansinspektionen

Enligt 16 § MmL är FI ansvarig myndighet för övervakning att lagen följs. Denna paragraf har tillkommit i enlighet med artikel 11 första stycket MmD. Enligt direktivet skall en enda behörig myndighet stå för tillsynen av MmL för att undvika osäkerhet mellan de ekonomiska aktörerna.[63] På grund av FI: s övergripande mål, som innebär att FI: s verksamhet är att *bidra till det finansiella systemets stabilitet och effektivitet samt verka för ett gott konsumentskydd*,[64] så var det naturligt att det i Sverige blev FI som blev den ansvariga myndigheten enligt MmD. FI har vidare även så kallad frågerätt. Denna frågerätt fanns tidigare i LVM och ISL och flyttades i samband med tillkomsten av ISL till LHF tillsammans med lagstiftningen rörande otillbörlig kurspåverkan.[65] I 6 kap 1 § LHF framgår att för övervakning samt tillsyn av efterlevnaden av bland andra AnmL och MmL får FI ålägga *(1) ett företag eller någon annan att tillhandahålla uppgifter, handlingar eller annat, (2) den som förväntas kunna lämna upplysningar i saken inställa sig till förhör på tid och plats som inspektionen bestämmer*. Denna frågerätt är enligt lydelsen fullständig och kan rikta sig mot vad som helst som FI skulle vilja utreda. I och med VML så har dessa rättigheter befästs och förstärkts och numera kan FI även exempelvis ha med egna revisorer vid företagens revision, sammankalla styrelsen i svenska börsnoterade företag och besluta om långtgående sanktioner, till och med handelsstopp, genom förordnande av upphörande av verksamhet på en reglerad marknad.[66] Enligt 19 § MmL ska FI anmäla till åklagare om det finns anledning att misstänka att brott begåtts enligt MmL. En sådan anmälan skall alltid ske till EBM. Det nya EG-direktivet som ligger till grund för VML (se avsnitt 4 nedan) ställer även det höga krav på ett snabbt och fungerande informationsutbyte mellan instanserna som skall sköta tillsynen på marknaden.[67]

[63] Prop. 2004/05:142, s 48
[64] Förordningen (2007:841) om instruktion för Finansinspektionen samt www.fi.se
[65] Se avsnitt 2.2.4 och 2.2.5 för grundligare genomgång.
[66] VML, 22-23 kap.
[67] SOU 2006:50, s 29 och 321 ff.

3.5.2 Ekobrottsmyndigheten

Ekobrottsmyndigheten (EBM) är en åklagarmyndighet som bildades 1998 för att bekämpa ekonomisk brottslighet, dels ute på fältet men även som en strategisk resurs i bekämpningen mot den ekonomiska brottsligheten. EBM kan i vissa fall av svår ekonomisk brottslighet på grund av sin samlade kompetens på området, ta över utredningar från andra åklagarmyndigheter. Det är svårt att överblicka hur många brott mot otillbörlig marknadspåverkan som begås varje år. Under 2007 och 2008 anmälde FI till EBM 57 respektive 101 fall som FI fått rapporterat från marknaden. Genom FI:s marknadsövervakning (bland annat genom TRS se avsnitt 4.1.2 nedan) skickade FI endast sammanlagt 5 fall för samma period vidare till EBM.[68] Av de 60 fall som sammanlagt skickades vidare till EBM under 2007 ledde endast 8 stycken till åtal. Detta kan ge en fingervisning om hur svåra dessa fall kan vara att lösa, en åklagare får som bekant inte väcka åtal om han inte anser sig ha möjlighet till en fällande dom och de avancerade förfaranden som ofta ligger till grund för den ekonomiska brottsligheten gör EBM: s utredningsarbete extra svårt.[69]

Utredningen av ett brott mot lagen är uppdelad i tre faser. Den första fasen innebär att ett ärende initieras av FI, den andra fasen att FI utreder ärendet, och den tredje fasen är EBM:s hantering som leder till beslut om antingen åtal eller åtalsunderlåtelse. På senare år har en förskjutning av undersökningsarbetet flyttats över till EBM. Nästan alla anmälningar om misstänkt marknadsmissbruk skickas nu i ett tidigare skede över från FI till EBM, detta för att öka takten på utredningarna och för att undvika att båda myndigheterna lägger tid och kraft på att utreda samma sak två gånger.[70] I och med införandet av det nya transaktionsrapporteringssystemet (enligt avsnitt 4 nedan) så har FI dragit ner drastiskt på sin marknadsövervakande personal till förmån för utredare hos EBM.[71] Med de nya resurserna kommer också ett nytt arbetssätt och vi har nog inte ännu sett formen för samarbetet mellan dessa båda myndigheters fulla kapacitet för framtiden.

3.6 Praxis

I denna del av uppsatsen kommer jag att ge en kortare redovisning av några viktiga mål på området rörande otillbörlig marknadspåverkan. Syftet med detta är att visa hur reglerna fungerar i verkligheten; vilka fall som lagförts, hur diskussionen kring rekvisit och omständigheter sett ut och hur hårda straffen blivit. Dessa fall kommer dessutom att vara stöd till analysen i avsnitt 5 för att exemplifiera vilken nytta den nya lagstiftningen kan förväntas få.

---

[68] www.fi.se, www.ekobrottsmyndigheten.se

[69] www.fi.se, www.ekobrottsmyndigheten.se, Fler insidermål men få döms, artikel i di.se, 2007-11-19.

[70] Veckan s Affärer 18/7, Försvarar Finansinspektionen.

[71] Veckan s Affärer 18/7, Försvarar Finansinspektionen.

3.6.1 Alfaskop[72]

3.6.1.1 Bakgrund

Den 24 februari 1997 noterades Alfaskop AB på Stockholms fondbörs O-lista. På hösten 1996 förvärvade Alfaskop AB samtliga aktier i Tegnéren AB för 27,1 miljoner kronor. 21,5 miljoner kronor av köpeskillingen hade erlagts genom en kvittning mot utgivande av nya aktier i Alfaskop till introduktionskursen 70 kronor vilket resulterade i 307 143 Alfaskop-aktier för Tegnéren. I ett tilläggsavtal förband sig dock Tegnéren att vid en eventuell kursuppgång återbetala 40 % av mellanskillnaden mellan introduktionskursen (70 kronor) och noterad säljkurs klockan 12.00 den 24 mars 2007. RP var styrelseledamot i Tegnéren och ägde 60 % av företagets aktier och DH ägde en mindre del av aktiebeståndet. RP hade skött försäljningen av Tegnéren och mottagandet av Alfaskop-aktierna, dessa hade RP tillsammans med andra aktier som RP inhandlat med den likviden av försäljningen överlämnat till depåförvaltning vid Svenska Handelsbanken i Luxemburg. Den 24 mars 2007 strax före klockan 12.00 lämnade RP genom banken i Luxemburg in ett försäljningsuppdrag på totalt 139 000 aktier i Alfaskop, varav ett försäljningsuppdrag avsåg 130 000 aktier där endast 3000 visades öppet i aktieboken och resten genom dold order. Någon minut innan 12.00 återkallade RP uppdraget omfattande 134 000 aktier.

3.6.1.2 Åtalet

Åklagaren påstod att RP genom dessa affärer hade gjort sig skyldig till otillbörlig kurspåverkan.[73] Det otillbörliga syftet var enligt åtalet att RP i första hand haft för avsikt att pressa ner kursen för att minska beloppet på sitt återbetalningsåtagande och i andra hand haft som avsikt att låsa kursen i Alfaskop-aktien för att förhindra en kursuppgång. Åklagaren menade att brottet var att betrakta som grovt då RP haft för avsikt att skapa stor vinning för Tegnéren och motsvarande skada för Alfaskop och på så sätt undslippa det avtalade betalningsåtagandet.

3.6.1.3 Domstolarnas bedömning

Tingsrätten anförde att för att RP: s åtgärder ska vara straffbara som otillbörlig kurspåverkan krävdes;

1. att avsikten med åtgärderna var att påverka kursen,
2. att åtgärderna vidtagits i syfte att påverka priset, och
3. att åtgärderna varit ägnade att vilseleda köpare och säljare av finansiella instrument.

Det motiv som RP ansågs ha för att påverka kursen ned mot 70 kronor ansågs vara det ingångna avtalet om återköp. Tingsrätten fastställde att RP: s åtgärder hade pressat ner kursen från 82 till 79 kronor men denna

[72] Stockholms tingsrätts dom B 4573-99, (2000-09-07) samt Svea Hovrätt B 6675-00 (2001-10-31).
[73] Enligt lydelsen i 7 kap 1 § LHF.

förändring ansågs inte i sig som tillräcklig för att bevisa att avsikten med handeln hade varit att just pressa ner kursen. Tingsrätten anförde vidare att den största delen, på 127 000 aktier som återkallades precis efter kl. 12.00, fick effekten att den kursen som ordern hade pressat ner priset till, 79 kronor, blev lägsta säljkurs. Tingsrätten anförde dessutom att RP själv medgivit att åtgärden inte endast varit i syfte att sälja aktier eftersom RP anfört att det skett för att gardera sig mot eventuella otillbörliga, kursmanipulerande köp från motsidan. Inget av det som anfördes i målet kunde motbevisa detta påstående, men tingsrätten konstaterade att oavsett syftet så hade det inneburit en påverkan på priset vilket RP måste ha insett. Tingsrätten påtalade här att frågan huruvida påverkan skett otillbörligen avgörs av huruvida åtgärden kan anses som kursmanipulationer -alltså ett led i en plan att skapa vinning för sig själv och förlust för någon annan. Tingsrätten fann att de garderande motiv som RP anfört inte kunde anses otillbörliga i lagens mening. Tingsrätten menade att RP: s åtgärd inte var ägnad att vilseleda marknaden utan endast att låsa kursen, att effekten var så pass marginell att den inte skilde sig från normala fluktuationer så att säljpriset inte blev vilseledande i förhållande till det rätta säljpriset och att börsens kursövervakare inte ens reagerat på RP: s säljordrar.

Hovrätten ansåg att avtalet mellan parterna skapat motstridiga intressen mellan dem i fråga om vilken kurs som var mest fördelaktig kl. 12.00 den 24 mars 1997. Motiven för dem att påverka kursen efter detta klockslag upphörde naturligt kl. 12.00 även om en kurspåverkan efter detta klockslag i lagens mening skulle kunna utgöra otillbörlig kurspåverkan trots att de speciella vinstintressena genom avtalet inte längre förelåg. Hovrätten konstaterade också att avtalet rimligen borde ha skapat motstridiga intressen hos RP som givetvis ville ha en gedigen ersättning för sina aktier men samtidigt inte ville återbetala ett för stort belopp.
Hovrätten anförde att utredningen inte kunde visa att RP haft någon annan avsikt än att sälja aktier i och med de försäljningar som skett före den stora ordern på 130 000 men att denna säljorder får anses som märklig i ljuset av att den återkallades två minuter senare. Det faktum att 127 000 aktier var dolda ledde enligt hovrätten inte till att aktien pressades ner så mycket som den skulle ha gjort om hela ordern varit öppen. Däremot förhindrade den en kursuppgång genom att begränsa efterfrågan på aktien, detta hade ju dessutom RP medgivit som syfte med ordern. Åtgärden ansågs ha varit ägnad att vilseleda marknaden och förfarandet var enligt hovrätten otillbörligt men dock ej grovt som åklagaren yrkat. RP dömdes till otillbörlig kurspåverkan enligt 7 kap 1 § LHF till 90 dagsböter.

3.6.2 Sintercast[74]

3.6.2.1 Bakgrund

Det största säkerhetsbolaget på Nasdaq OMX, Securitas, lade i februari 1999 ett bud på det amerikanska företaget Pinkerton. Omständigheterna kring köpet ledde till Sveriges mest omfattande insiderutredning. I samband

[74] En del av det så kallade Pinkerton-fallet. Stockholms tingsrätts dom B 1432-99, (2001-01-25) samt Svea Hovrätt B1461-01 (2002-06-20).

utredningen om den insiderhandel som föregått köpet genomfördes även en utredning av Matteus fondkommission angående de transaktioner i affären som genomförts av dem. Åklagaren hade övervakat en fondkommissionär, MG, angående den uppdagade insiderhandeln i Pinkerton och vid genomgång av inspelningar av MG: s telefonsamtal väcktes misstankar om otillbörlig kurspåverkan i en annan aktie nämligen, Sintercast A.

3.6.2.2 Åtalet

Åklagaren påstod att MG hade lagt köp- och säljorder i Sintercast A utan kunduppdrag till kurser som varit högre än tidigare avslut vilket var att anse att MG brutit mot förbudet om otillbörlig kurspåverkan i 7 kap 1 § LHF.

3.6.2.3 Domstolarnas bedömning

Tingsrätten inledde med att konstatera att MG vid 21 tillfällen under februari 1999 lagt in köp- och säljordrar i Sintercast A och utredningen syftade vidare till att utreda huruvida dessa affärer var att anse såsom skenaffärer. För varje säljorder MG lagt ut på Sintercast A så hade MG lagt ut en köporder som motsvarade kursen på säljordern. För varje lagd köporder betalade MG strax över den senast lagda och gjorde detta konsekvent vid de 21 tillfällen det var frågan om. MG hävdade att det endast var ett sammanträffande att hans 21 säljordrar matchats med 21 ständigt något stigande köpordrar och att han lagt dessa ordrar med olika kurser i Sintercast A för att han spekulerade i den aktien och att hans inlagda köp och säljordrar berodde på hans kunders önskemål. Denna invändning uppfattade tingsrätten som tveksam. Åklagaren använde som bevisning ett par telefonsamtal[75] där MG beskrivit sitt syfte och tillvägagångssätt med kursdrivningen på ett sådant sätt att det för tingsrätten stod klart att de affärerna i fråga var att betrakta som skenaffärer för att höja värdet på sina kunders depåer. Tingsrätten konstaterade att för att straffbarhet skulle komma att aktualiseras för MG, så måste dessa skenaffärer ha skett med avsikt att påverka priset på marknaden, för att befästa det otillbörliga syftet. Tingsrätten anförde att man för att kunna konstatera att kursmanipulation skett i otillbörligt syfte, måste förfarandet vara sådant att det ingår i ett led i en plan för att bereda vinning för någon, och skada för någon annan, eller att kursmanipulationen i sig ur en allmän synvinkel anses som oacceptabel. Tingsrätten konstaterade att MG hade dels ett indirekt syfte med sina skenaffärer på grund av att han gjort affärer i Sintercast A åt sina släktingar och vänner och att MG genomfört skenaffärerna för att dra in så mycket courtage som möjligt, för att framstå som en duktig säljare inför sin chef. MG hade enligt tingsrätten helt klart ett intresse av att Sintercast A-aktien gick bra och inte minst telefonsamtalen med kollegan bekräftade detta.

[75] Vid den här tiden bandades samtliga mäklares samtal vid Matteus på grund av att man vid den här tiden, i mycket större utsträckning än idag, som kund ringde in sina olika ordrar till en mäklare, detta för att Matteus i efterhand skulle kunna svära sig fria mot eventuella krav från misslyckade affärer där kunden hävdade att han givit andra instruktioner än de som mäklaren genomfört. De upptagningar som det här är frågan om överlämnades sedermera till åklagarmyndigheten av Matteus.

Tingsrätten fann att MG: s handlingar var klart otillbörliga och dessutom oacceptabla ur en allmän synvinkel och MG dömdes i tingsrätten för otillbörlig kurspåverkan.[76]

Hovrätten fastställde tingsrättens dom, men vad påföljden specifikt blev för den otillbörliga kurspåverkan som MG gjort sig skyldig till, är svår att utläsa av domskälen eftersom MG samtidigt dömdes för grovt insiderbrott på grund av andra förfaranden än de jag redogjort för i framställningen ovan. Sammantaget dömdes MG till 8 månaders fängelse och hovrätten anförde vid beslutet om påföljd särskilt som förmildrande omständigheter; MG: s ordnade levnadsförhållande, att han tidigare var ostraffad, att hans agerande präglats av ungdomligt oförstånd samt att MG förlorat sitt jobb och förmodligen skulle få det svårt att arbeta inom samma sektor igen.

3.6.3 Billerud[77]

3.6.3.1 Bakgrund

J genomförde som kund hos internetmäklaren Avanza den 19: e och 20: e februari nio affärer hemifrån, rörande bolaget Billerud. J köpte warranter[78] med aktien för Billerud som underliggande tillgång av Föreningssparbanken och lade därefter ut köporder på Billerud-aktier. Efter att köpordern utställts sålde J warranterna omedelbart och återkallade sedan sin köporder på Billerud-aktierna. Detta förfarande upprepade J vid nio tillfällen under två dagar och varje affär tog bara någon minut att genomföra, slutligen hade J sammanlagt dragit in en vinst på 28 000 kr före skatt.

3.6.3.2 Åtalet

J åtalades för att avsiktligen ha påverkat warrantkursen på ett otillbörligt sätt genom sina handlingar. J: s köporder hade enligt åtalet påverkat den underliggande aktiens referenspris vilket medfört att kursen på warranten automatiskt påverkats. Enligt åklagaren hade J genomfört dessa transaktioner för att vilseleda köpare och säljare av warranterna och Billerud-aktien för att få ut ett högre pris för sina warranter än vad J kunnat få om han inte genomfört transaktionerna.

3.6.3.3 Domstolarnas bedömning

Tingsrätten ansåg att det var fastställt att J kände till att warrantkursen baserades på aktiekursen och att J hade insett att det räckte med en mindre köporder i Billerud-aktier för att få warrantkursen att stiga lite grand. Trots att J: s transaktioner och tillvägagångssätt var nya för domstolen fastställde tingsrätten att det varit J: s intention att påverka priset på Billerud-aktien för att öka värdet på sina warranter och därefter sälja dessa med en större vinst.

[76] 7 kap 1 § 1 st LHF.
[77] Malmö tingsrätts dom B 201-04, (2004-04-01) samt Hovrätten över Blekinge och Skåne B 1110-04 (2005-04-22).
[78] En slags köpoption.

Tingsrätten fann att J otillbörligen hade påverkat priset vid allmän omsättning av finansiella instrument och att J måste ha insett detta. Trots att kurserna på instrumenten endast påverkats några minuter ansåg tingsrätten att förfarandet var ägnat att vilseleda säljare och köpare av warranterna och Billerud-aktien.

Hovrätten konstaterade att J: s avsikt hade varit att påverka warrantkursen. Hovrätten tillade dock att en kurspåverkande åtgärd inte är straffbar i sig förrän åtgärden är otillbörlig och är ägnad till att vilseleda marknaden. J: s köporder framstod inte som seriösa enligt hovrätten, eftersom de drogs tillbaka så fort de påverkat priset och J sålt warranterna. De affärer som faktiskt gått igenom bedömde hovrätten att J inte hunnit återkalla. Hovrätten anförde att J: s kurspåverkande transaktioner med aktier och warranter var otillbörliga och att J måste ha insett detta. Angående vilseledningsrekvisitet så anförde hovrätten att J: s transaktioner hade medfört felaktiga köp- och säljkurser på både aktier och warranter och att detta ansågs tillräckligt för att styrka rekvisitet. J dömdes till 100 dagsböter och denna milda påföljd motiverades av att gärningens medförda skada inte var särskilt omfattande och att förfarandet framstod som oplanerat.

3.7 Problematiken med tillämpningen av rättsregeln

Som vi sett ovan är det en hel del faktorer som får betydelse när man skall avgöra huruvida en handling är att klassa som otillbörlig marknadspåverkan. En central del i lagregeln är den inverkan som marknaden själv genom aktörer får för tillämpningen, som exempelvis de olika handelsplatsernas och organisationernas egna regler om god sed får. I inledningen till detta arbete talade jag om motiven bakom lagstiftning och att det är mycket viktigt med ett förtroende för den finansiella marknaden i ett modernt samhällssystem där så många direkt eller indirekt påverkas av att marknaden fungerar väl.

Ett behov av klara regler på de finansiella marknaderna, för att skapa förutsägbarhet och stabilitet och därigenom förtroende, är således avgörande inte bara för marknadens välbefinnande. Detta gäller även för de straffrättsliga sanktioner som vi valt att belägga den med, som inte rättar sig efter tillbörlig marknadspraxis. Oklarheter innebär att marknader och tillsynsorgan belastas med osäkerhet som de svenska organen måste lösa efterhand med olika former av kontrollrutiner. Det finns en risk för att förtroendet för marknaden undermineras om den generella uppfattningen rörande exempelvis otillbörlig marknadspåverkan är att det är svårt att säga vad som egentligen utgör det otillbörliga, och att när man väl bildat sig en uppfattning om detta så är det ännu svårare att tillämpa lagregeln. På ett sätt omintetgörs ett av de förhållandena man skapat regeln för att säkerställa, nämligen att handeln går rätt till och att förtroendet för marknaden därmed hålls uppe, genom att den rättsliga regleringen anses oklar och svårtillämpbar.

Normbildningen om otillbörlig marknadspåverkan sker primärt inte genom domstolarnas hantering. Även domstolarna vilar sig på andra organs uttolkning av begreppet otillbörligt, vilket vi sett ovan. Ur legalitetssynpunkt får man därför fråga sig hur domstolarna egentligen skall kunna fungera som ett effektivt organ för att stävja otillbörliga beteenden på marknaden, när en avgörande förutsättning för straffansvar för de förfaranden som man skall bedöma grundar sig på den inställning och det handelsbruk som råder på marknaden. Ett förfarande som anses vara godtagbar marknadspraxis undantar ju från straffansvar och gränsen mellan förfaranden som är att anse som godtagbara och inte godtagbara är ständigt under förflyttning och därigenom mycket svår att dra.

När brottet otillbörlig kurspåverkan infördes i 7 kap 1§ LHF och sedermera 9 § ISL enligt avsnitt 2.2.4 ovan var det straffbara området inte entydigt definierat. Detta anses normalt oacceptabelt med hänvisning till den straffrättsliga legalitetsprincipen.[79] Domstolarna har, som vi sett i den skrala praxis som förekommer på detta område, dock delvis lyckats lösa detta problem. I Alfaskopfallet (i avsnitt 3.7.1 ovan) friade ju tingsrätten RP på grund av att avsikten med hans förfarande inte kunde ses som otillbörligt trots att RP insett att den affär han genomfört skulle låsa kursen. Hovrätten däremot fällde RP på grund av att låsningen av kursen åtminstone varit ett delmotiv för RP:s åtgärder och att denna åtgärd syftade till att vilseleda marknaden på ett otillbörligt sätt. Oklarheterna rörande ett entydigt definierat straffbart område har sedan dess minskat avsevärt genom införandet av MmL och signalerna i artikel 4 MmD som kan ge ledning om att ett förfarande kan vara att anse såsom otillbörligt. Dessutom föreligger ju straffansvar för brott mot MmL 8 § nu för tiden även för oaktsamhet. Det vill säga att det räckt att RP borde insett att handlingen skulle kunna få den effekten för att han skulle gjort sig skyldig till brott med dagens reglering. Den verkliga effekten av RP:s handlingar när man ser till värdet på aktien var förhållandevis liten, kursen skiftade endast från 82 till 79 kronor, men den specifika meningen med handlingen att just låsa kursen ansågs som otillbörlig. Detta är helt i linje med förhållandet till 8 § MmL att en handling som till det yttre kan framstå som ordinär, men företas med avsikt att påverka kursen är att anse såsom otillbörlig. Brottet är som jag tidigare anfört således inget effektdelikt, dvs. det krävs inte att priset de facto påverkats för att straffbarhet skall inträda, utan handlingen skall vara ägnad att vilseleda marknaden (se avsnitt 3.2.1.3 ovan).

Undantagen från straffbarhet är (se avsnitt 3.3.1 och 3.3.2 ovan) handling som är förenlig med godtagbar marknadspraxis. Godtagbar marknadspraxis i sin tur bygger på börsernas och andra marknadsplatsers uppfattning av god sed. Aktörernas uppfattning om begreppet god sed, som det uttrycks i deras egna regler, kan inte anses täcka den fulla innebörden av uttrycket god sed. Definitionen av god sed är utlämnad åt marknaden själv att fastställa, under överinseende av FI. God sed är således ett uttryck för vad marknaden själv värdesätter. Marknadens egen uppfattning av innebörden kan inte specificeras på något annat vis. Lagstiftaren ställer således krav på börser och marknadsplatser att vara självreglerande och

[79] Samuelsson, Normbildning om otillbörlig kurspåverkan, SvJT 2002 s 876.

självsanerande. Inte minst sker detta i dagsläget genom införandet av VML enligt avsnitt 4 nedan. Det är dock omöjligt för börser och marknadsplatser att kunna förutse samtliga förfaranden och situationer. Om det då dyker upp ett förfarande, en handling som inte är möjlig att bedöma fullt ut med den innebörden som god sed har vid det tillfället, öppnas en möjlighet för de övervakande organen att statuera exempel med prejudikatliknande verkan. Eftersom ett förfarande vid det tillfället inte kan bedömas utifrån vad som anses vara god sed, och därigenom godtagbar marknadspraxis, kommer en skönsmässig bedömning av handlingen med stöd av begreppet god sed att avgöra om den är godtagbar eller inte i lagens mening. Detta kan tänkas få en rad negativa effekter på den finansiella marknaden förutom den icke önskvärda situationen att ett kontrollorgan likt FI mer eller mindre kan anses få en direkt lagstiftande funktion. Incitamentet för börser och marknadsplatser att vidareutveckla sitt regelsystem utöver vad som krävs genom lag kan komma att minska. Samarbete mellan kontrollorganen, marknadsplatsen och dess medlemmar att tillsammans verka för att lämpliga regler tas fram kan tappa något av sin innebörd. När innebörden av uttrycket inte längre grundar sig full ut på marknadens uppfattning av god sed kommer det att finnas skillnader mellan olika aktörers uppfattning av innebörden och omfattningen av de kompletterande normer som tillkommit och då utgör en del av god sed. En del aktörer kan då tänkas genomföra transaktioner som andra kommer att avstå ifrån, vilket kan påverka konkurrensförhållandena och skapa effektivitetsförluster.

Straffbudet i MmL 8 § bygger på innehållet i uttrycket god sed som inte får anses som lätt definierbart enligt sammanställningen ovan. Tillämpningen av materiella regler får ge vika för domstolarnas, FI:s och marknadens möjligheter att efterhand besluta om vad som är god sed och vi kan endast förlita oss till deras goda omdöme vid bedömningen. Begreppet god sed är således inte definierbart med normala rättsliga analysmetoder utan funktionen hos begreppet otillbörligt (god sed) blir som Samuelsson skriver att ” lokalisera lagen och därmed rättstillämpningen i en social verklighet där rådande moralföreställningar inom finansmarknadssektorn förväntas styra tillämpningen”[80]. Det Samuelsson ser som en ofrånkomlig konsekvens, nämligen att det sker en förskjutning från en konventionell tolkning till en skönsmässig bedömning och att vi i dagsläget inte tillräckligt noggrant har analyserat de involverade institutionernas beslutsformer för att normbildningen skall vara effektiv och rättssäker, tycker jag utgör själva grunden i de problem som finns rörande lagstiftningen på detta område. Lagarna är svårdefinierbara, otydliga och således svåra att tillämpa. Införandet av VML 2007 (enligt avsnitt 4 nedan) kan tänkas råda viss bot på dessa problem. Frågan är bara vilken följden av denna relativt nya lagstiftning kan tänkas bli?

[80]Samuelsson, Normbildning om otillbörlig kurspåverkan, SvJT 2002 s 893.

4 VML

I detta avsnitt kommer jag kort att gå igenom bakgrunden till det EG-direktiv som 2005 ledde fram till en ny VML. Genomgången av VML och analysen av följden av dessa regler tar således sikte på att reda ut vilka följder detta kan få för regleringen av otillbörlig marknadspåverkan enligt MmL. Sammanställningen är på intet sätt uttömmande och för den vetgirige läsaren finns det en mängd material att analysera.[81]

4.1 Bakgrund

I april 2004 antog Europaparlamentet och Rådet ett direktiv om marknader för finansiella instrument- MiFID.[82] MiFID ersatte det gamla investeringstjänstdirektivet (ISD)[83] från 1993 och anledningen till detta var att det gamla direktivet på investeringstjänsteområdet ansågs ineffektivt, framförallt med tanke på den alltmer utbredda förekomsten av gränsöverskridande investeringar inom EU.[84] ISD ansågs även sakna klara regler för hur konkurrens mellan och konsolidering av börser skulle gå till. Den europeiska marknaden hade dessutom förändrats på det viset att alternativen till investeringar ökat dramatiskt genom nya produkter och tjänster och ISD reglerade inte längre fullt ut den uppkomna situationen. Allt färre hushåll har sina pengar säkrade på ett vanligt bankkonto, utan i olika kapitalförsäkringar, värdepappers- och pensionsfonder och liknande nya konstellationer. De nya formerna för kapitalförvaltning på de finansiella marknaderna har dessutom på senare år kommit att spela en mycket större roll. Tillgodoseendet av företagens kapitalbehov, aktiemarknader, riskkapitalbolag och företagsobligationer är bara en del av den uppsjö av alternativ som den moderna företagaren har att välja mellan.[85] Inte minst kan vi i dagsläget med den kris vi befinner oss, i se exempel på de långtgående effekterna av en havererande finansmarknad. De finansiella marknaderna och skyddet av dessa, har på senare år blivit alltmer uppmärksammat inom EU. ISD var inte längre möjligt att hantera alla potentiella problem. MiFID räknas för övrigt som ”den mest omfattande reform som skett på värdepappersmarknadsområdet i Europa”[86] och innebär en mängd nya regler för medlemsstaterna. Genom MiFID åläggs alla medlemsstater att införliva gemensamma regler avseende värdepappersföretag och reglerade marknader. För Sverige innebär detta en mängd nya regler på den svenska marknaden för handeln på börser och

[81] Se exempelvis Afrell, m.fl., Lagen om marknadsmissbruk, En kommentar, SOU 2006:50 och Wendleby, Ny lag om värdepappersmarknaden, Ny Juridik 2:08.
[82] Europaparlamentets och Rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument.
[83] Rådets direktiv 93/22/EEG
[84] SOU 2006:50, s 61.
[85] Ibid.
[86] Mats Odell, *Öppenhet kräver mer än direktiv*.

andra auktoriserade marknadsplatser. Sverige valde att införliva MiFID genom Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden som trädde i kraft den 1 november 2007.

4.2 Nya regler på värdepappersmarknaden

MiFID för med sig ett stort antal regler, en del nya, en del redan befintliga på svenska marknaden i ett och samma direktiv. Direktivet har långtgående och invecklade regler rörande konkurrens mellan olika finansiella marknader, skydd för konsumenterna och införandet och tillståndet för MTF: er.[87] VML är ett mycket omfattande nytt tillskott till regleringen på den svenska marknaden. Lagen innefattar definitioner av marknader och handelsplatser, vilka regler som ska råda på dessa, vilka tillsyner och sanktioner som är nödvändiga samt kraven på denna handläggning.

Lagen är indelad i fem olika avdelningar. Den första avdelningen utgörs av lagens första kapitel och innehåller allmänna bestämmelser och definitioner. Andra avdelningen, kapitel 2-11, innehåller bestämmelser om värdepappersrörelse. Tredje avdelningen, kapitel 12-18, behandlar börsverksamhet och övriga krav på utgivare och fjärde avdelningen, kapitel 19-21, clearingverksamhet. Femte avdelningen, kapitel 22-26, innehåller gemensamma bestämmelser angående avbrytande av handel, tillsyn och vilka ingripanden samt sanktioner FI kan genomföra.

4.3 Kundkategorisering och lämplighetsbedömning

De vanliga kunderna har stått i fokus för arbetet med det nya regelverket. Man vill genom den likalydande lagstiftningen skapa konformitet för de regler som styr aktörerna på värdepappersmarknaderna inom EU och EES för att se till att kunderna får den information och det skydd som är önskvärt. En del av detta har varit ett krav på kategorisering av aktörer på marknaden enligt lagens mening till olika kretsar såsom icke-professionella, professionella och jämbördiga.[88] Syftet med denna kategorisering är att se till att respektive kund får det skydd och den information som anses nödvändiga utifrån den enskilde kundens förutsättningar. Som en ickeprofessionell kund åtnjuter man högst skydd enligt VML. Som värdepappersinstitut är man exempelvis till en icke-professionell kund tvungen att lämna information om finansiella instrument och riskerna med

[87] Alternativa handelsplatser för instrument upptagna till handel på en reglerad marknad. Kan även fungera som börsnoteringsalternativ för mindre företag som inte kan uppfylla alla de krav som ställs på en reglerad marknad.
[88] VML 8 kap §§ 15-19 samt Wendleby, Ny lag om värdepappersmarknaden, Ny Juridik 2:08 s 36.

detta, men även kostnader och avgifter som belöper på handel med instrumentet.[89]

När det gäller rådgivning rörande investering eller portföljförvaltning så måste ett värdepappersinstitut bedöma huruvida tjänsten är lämplig för kunden. Värdepappersinstitut definieras enligt VML 1 kap 5 § pt 27 som värdepappersbolag (exempelvis olika fondkommissionärer), svenska kreditinstitut som har fått tillstånd enligt denna lag att driva värdepappersrörelse (exempelvis de svenska bankerna) och utländska företag som bedriver värdepappersrörelse från filial i Sverige. Ansvaret för att ge råd och bedöma en kunds lämplighet för en tjänst, gäller således samtliga aktörer på marknaden. Vid en bedömning av lämpligheten av en tjänst så skall kundens kunskap och erfarenheter bedömas av värdepappersinstitutet. Som exempel på innebörden av dessa nya regler så kan vi se att bankerna nu har varit tvungna att se över sin rådgivning till sina kunder. Handelsbanken har uttolkat lagen så att en kund som handlat inom de fem senaste åren före lagens ikraftträdande, automatiskt klassificeras som passande för att få handla med finansiella instrument. Övriga kunder får till bankman eller via internet besvara ett antal frågor om erfarenheter och kunskaper och gör därefter en passandebedömning huruvida instrumentet passar just den kunden.[90]

4.4 Bästa utförande av kundorder och dokumentation

Ett värdepappersinstitut skall enligt 8 kap 28 § VML när det utför en kunds order ”vidta alla rimliga åtgärder för att uppnå bästa möjliga resultat för kunden” med avseende på pris, snabbhet, sannolikhet för utförande och avveckling och andra ”för kunden väsentliga förhållanden”. Institutet skall dessutom om kunden givit specifika instruktioner ”utföra ordern i enlighet med dessa”. Innan en order utförs skall kunden dessutom ha godkänt de riktlinjer om utförande av kundorder som institutet har. Denna reglering kompletteras även av Finansinspektionens föreskrifter om värdepappersrörelse beslutade den 6 juli 2007 (FFFS 2007:16) kap 18-19. Enligt FFFS 2007:16 kap 18 § 3 anges som exempel att ”Ett värdepappersföretag uppfyller sin skyldighet enligt 8 kap. 28 § lagen om värdepappersmarknaden genom att vidta alla rimliga åtgärder för att uppnå bästa möjliga resultat för en kund i den utsträckning som företaget utför en order eller en särskild aspekt av en order enligt specifika instruktioner från kunden.” Det enskilda värdepappersinstitutet skall alltså ha regler som överensstämmer med dessa riktlinjer. Regleringen sker även genom marknadsplatsernas egna förhållningsregler vilka värdepappersinstituten är bundna av genom avtal. VML ställer dessutom krav på att en kunds order, av värdepappersinstitutet, skall utföras snabbt, effektivt och rättvist utan att missgynna kunden i förhållande till andra kunder eller på grund av institutets handel för egen räkning. Jämförbara kundorder skall dessutom

[89] VML 8 kap §§ 21-27.
[90] www.handelsbanken .se

utföras i den ordning som de togs emot om inte det finns skäl för att utföra dem i en annan ordning.[91]
Ett värdepappersinstitut skall dokumentera de tjänster som utförs och de handlingar som skickas till kunderna.[92] Värdepappersinstituten skall bevara de uppgifter som krävs enligt VML, FI:s föreskrifter och MiFID i fem år. Det kan exempelvis vara frågan om avräkningsnotor, avtal, dokumentation om rådgivning, e-postmeddelanden, marknadsföring som skickats till kund mm. Utöver detta skall värdepappersinstitutet så länge kundrelationen kvarstår bevara uppgifter om värdepappersinstitutets och kundens rättigheter och skyldigheter gällande avtal och tjänster som institutet tillhandahåller kunden.[93] Alla dessa uppgifter skall bevaras på ett sätt som gör att informationen är tillgänglig för FI. Uppgifterna skall även i övrigt bevaras på ett sådant sätt att

1. FI utan svårighet kan komma åt uppgifterna och rekonstruera viktiga steg i hanteringen av samtliga transaktioner,
2. det är möjligt att utan svårighet fastställa korrigeringar och ändringar,
3. det inte är möjligt att manipulera eller förändra uppgifterna på annat sätt.[94]

Telefonsamtal till mäklare hos ett värdepappersinstitut skall spelas in, även om detta samtal kommer till en telefon som inte direkt går till ett mäklarbord men till en lokal med tillgång till handelssystemet på en reglerad marknad eller en handelsplattform.[95]

Kundorder som tas emot via mobiltelefon eller vid ett sammanträffande med en kund skall dokumenteras. Dokumentationen skall innehålla all nödvändig information om specifik kund och handling samt vem som mottagit informationen för kundens räkning.[96]

4.5 Handelsplattformar

En handelsplattform eller en MTF (Multilateral Trading Facility) enligt MiFID, är ett multilateralt handelssystem inom EES. En MTF kan drivas av antingen ett värdepappersinstitut eller en börs genom tillstånd från FI. Tanken med en MTF är att köpare och säljare skall mötas genom att sammanföras av systemet. För att en handelsplats skall anses vara multilateral så måste de som deltar i handeln direkt själva kunna lägga in order i systemet.[97] En MTF är en marknadsplats som enligt VML 11 kap 1 § skall bedrivas ”hederligt, rättvist och professionellt och på ett sätt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls” men som

[91] VML 8 kap 33 §.
[92] VML 8 kap 12 §, FFFS 2007:16 kap 21.
[93] Wendleby, Ny lag om värdepappersmarknaden, Ny Juridik 2:08 s 40.
[94] Ibid.
[95] Ibid.
[96] Ibid.
[97] Prop. 2006/07:115 s 312.

i övrigt inte alls har lika långtgående regler enligt VML som det finns på en reglerad marknad som exempelvis Nasdaq OMX. Angående handeln med värdepapper så skall information rörande dessa utgå före samt efter handel och FI kan genom VML 11 kap 12 § meddela föreskrifter om denna information. Det är stor skillnad mellan kraven på en MTF och kraven på en reglerad marknad rörande bästa orderutförande och övervakning. Ett av motiven till att MTF:er inte har samma långtgående skyldigheter som reglerade marknadsplatser, är att försöka öka konkurrensen mellan olika marknadsplatser genom att göra det enklare och billigare att etablera sig. Detta är dessutom enligt MiFID ett av grundsyftena med hela direktivet.[98] I Sverige har värdepappersinstitutet Aktietorget AB rätt att driva MTF:en Aktietorget och utöver denna har Nasdaq OMX sin MTF, First North och Nordic Growth Market sin MTF, Nordic MTF.

4.6 Transaktionsrapportering

En av de mest omvälvande förändringarna som kan komma att påverka förfaranden som otillbörlig marknadspåverkan får sannolikt reglerna rörande transaktionsrapportering, enligt 10 kap 3 § VML (som grundar sig på artikel 25 i MiFID), anses vara. Inte minst FI själva anser som vi kan se i avsnitt 4.6.2.1 nedan, att detta är avgörande för bekämpningen av otillbörlig marknadspåverkan. Lagtexten i 10 kap 3 § VML lyder;

Ett värdepappersinstitut är ansvarigt för att uppgifter om de transaktioner som institutet har utfört, så snart som möjligt och senast vid slutet av följande arbetsdag, rapporteras till Finansinspektionen om transaktionerna avser finansiella instrument som är upptagna till handel på en reglerad marknad.

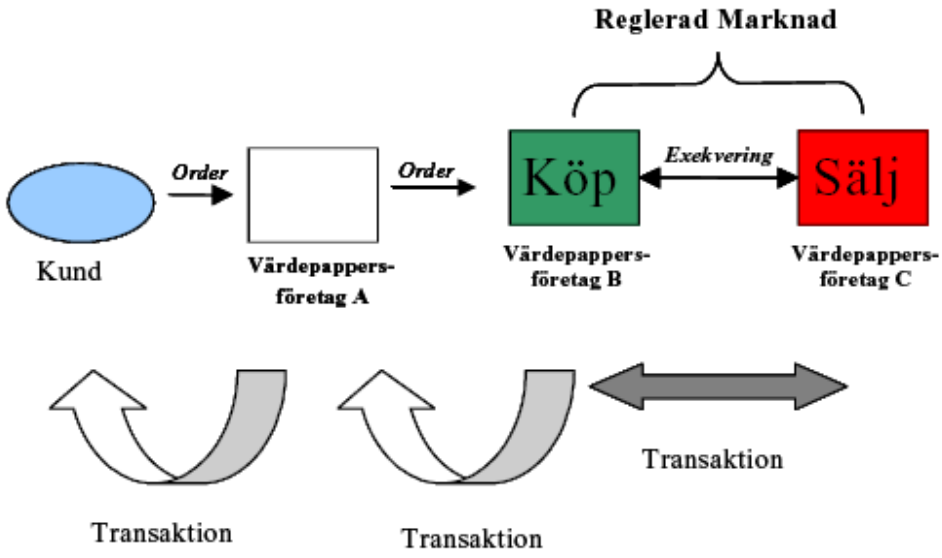
Rapporten skall innehålla den information som anges i tabell I i bilaga I till genomförandeförordningen och uppgifter som identifierar den kund för vars räkning transaktionen har utförts.

Informationen som skall rapporteras är enligt MiFID artikel 25.4, bland annat uppgifter om namn och nummer på de instrument som köpts eller sålts, kvantitet, dag och tidpunkt för transaktionen. Syftet med transaktionsrapportering är enligt FI att den behöriga myndigheten i varje medlemsland inom EES ska kunna övervaka att värdepappersinstituten agerar hederligt, rättvist och professionellt samt på så sätt att värdepappersmarknadernas integritet främjas.[99] Genomförda transaktioner ska rapporteras till FI av värdepappersinstitutet och de ska även ange för vems räkning de utför affären. Om värdepappersinstitutet utför affären på eget uppdrag (för egen eller för kunds räkning), det vill säga som *principal*, rapporteras affären utifrån institutets perspektiv. Utför värdepappersinstitutet affären på uppdrag av en kund och för dennes

[98] Se ingressen 5 till MiFID.
[99] EES är ett samlingsnamn på medlemsstaterna i EU samt Island, Liechtenstein och Norge. *PM om transaktionsrapportering*, s 3, www.fi.se.

räkning, det vill säga som *agent*, rapporteras affären utifrån kundens perspektiv. Affärer av utländska institut på den svenska värdepappersmarknaden skall rapporteras till FI. Rapporter till FI görs genom användandet av ett så kallat transaktionsrapporteringssystem-TRS.

4.6.1 TRS i praktiken



[100]

I detta exempel antas att värdepappersinstitut A vill köpa 1000 aktier. Han lägger order vid värdepappersinstitutet B. Hur ska den genomförda transaktionen rapporteras till FI? Uppställningen nedan är en genomgång av olika scenarion som kan förekomma och vem som ska redovisa i olika tänkbara fall. Genomgången är ett sammandrag från FI: s promemoria om transaktionsrapportering.

1. Om B är fondkommissionsfirma, det vill säga handlar för annans räkning i eget namn, och genomför affären i två olika avslut på den reglerade marknaden, skall följande rapporteras genom TRS;
    - B rapporterar två affärer. De båda avsluten på den reglerade marknaden rapporteras var för sig som köp med A som kund.
    - A utför affären för kundens räkning i eget namn (kommission) och rapporterar två affärer med B som motpart, utanför den reglerade marknaden, och med ”kund” (i bilden ovan) som kund.

2. Om A i sin handel med B redan angett att det är just ”kund” som är kund så sker handeln genom att A vidareförmedlar ordern och ansvarig för rapporteringen till FI blir i stället B. A ska inte genomföra någon rapportering i detta fall.

[100] Bilden från FI ”PM om transaktionsrapportering”, www.fi.se.

3. Om A tar in aktierna i eget lager för att därefter sälja dem vidare till ”kund” ska följande rapporteringar ske,
    - B rapporterar de båda transaktionerna de genomfört på marknaden till FI med A som kund.
    - A kommer att rapportera två transaktioner. Den ena som anger att A köpt 1000 aktier av B utanför den reglerade marknaden i ”eget lager för kunds räkning” och den andra att A sålt 1000 aktier med ”kund” som motpart.

4. B kan även utföra transaktionerna på den reglerade marknaden och därefter boka in aktierna på eget lager. I dessa fall ska B rapportera in båda avsluten på den reglerade marknaden var för sig som ”köp i eget lager för kunds räkning”. Därefter rapporterar B att man sålt 1000 aktier med A som motpart och A rapporterar i detta fall således ingenting.

Implementeringen av MiFID på den svenska marknaden medför således enligt sammanställningen ovan, att rapportering alltid kommer att ske vid en transaktion, vare sig den sker mellan konsument och värdepappersföretag, eller mellan olika värdepappersföretag. Skyldigheten att rapportera kan ligga på olika aktörer och de är aktörerna själva som har ansvar för att rapportering sker. När informationen väl kommit in till FI så har de långtgående möjligheter att sammanställa information från olika datakällor och koppla in nya analysverktyg som är kalibrerade och programmerade för att klara av den enorma informationsmängd som systemet måste kunna behandla. Sen är det upp till FI analytiker att hitta signaler i handeln som tyder på otillbörlig marknadspåverkan, inte minst då har de användning av de ”signalerna” som nämndes ovan i 3.2.1.5 för att se till att analysen av informationen som kommit in är till för att peka på just sådana förhållanden.

4.6.2 Effekterna av TRS

För att försöka reda ut följderna av den nya transaktionsrapporteringen till FI så har jag valt att studera förarbeten men även intervjua både företrädare för marknaden och myndigheterna. Eftersom det handlar om ett helt nytt system går åsikterna isär något angående framtiden. På FI har jag ställt frågor till Helena Haukeland som är projektledare för TRS och på Nasdaq OMX har jag ställt frågor till Joakim Strid som jobbar som intern marknadsövervakare.

4.6.2.1 Finansinspektionens synvinkel

FI har en övergripande inställning till sitt TRS som är odelat positiv. För det första anser FI att användandet av ett transaktionsrapporteringssystem ökar omfattningen av övervakningen på den svenska finansmarknaden, samt ger en mycket bättre samlad bild av handeln med svenska finansiella instrument i Europa. FI är av uppfattningen att det ännu är för tidigt att fullt ut kunna

projicera följderna av TRS för exempelvis otillbörlig marknadspåverkan, men påtalar att de redan fått hjälp av systemet för att komplettera uppgifter till pågående utredningar samt att de tillsammans med de övriga Östersjöländerna håller på att bygga upp en mycket gedigen analysfunktion. Det TRS som FI använder sig av är dessutom under ständig utveckling för att utifrån kundens perspektiv kontrollera att de får bästa möjliga villkor. Själva syftet med införandet av MiFID och FI: s tillsyn av detta är enligt FI att kunna upptäcka marknadsmissbruk men även oegentligheter mot kunder. Ett exempel som FI själva tar upp är ”churning” som innebär att en handlare köper och säljer utan inrådan av kunden och tillsynes utan syfte annat än att skapa mer inkomst genom avgifter, till exempel courtage, till sitt bolag. En variant av detta såg vi MG använda sig av i Sintercast-fallet ovan. Man anser sig därutöver kunna uppfylla fler av de långtgående krav på kontroll av marknaden som ställs på FI genom MiFID, exempelvis rörande tillsyn av bästa orderutförande, dokumentation med mera enligt avsnitt 4.3 och 4.4 ovan.

4.6.2.2 Nasdaq OMX´s synvinkel

Joakim Strid (J) var mycket angelägen att poängtera att han till skillnad från FI inte alls var odelat positiv till de nya förändringarna. Enligt J har inte regelverken skärpts och möjligheterna till upptäckt blivit bättre, utan snarare tvärtom, eftersom många av de regler som marknadsplatserna tidigare lydde under, har försvagats. Genom att MiFID inför långtgående konkurrensfrämjande regler för marknadsplatser, skapas enligt J risker för regelarbitrage och att kontrollfunktioner får stå till sidan för kommersiella intressen. Detta är en ståndpunkt som delas av Svenska Fondhandlareföreningen.[101] Enligt FI: s synvinkel ska denna förändring hos marknadsplatserna vägas upp av TRS, enligt J är det alldeles för tidigt för TRS att på ett förtjänstfullt sätt fylla denna funktion. TRS måste fungera väl och vara ett effektivt analysverktyg, för att avkallet på regler ska kunna motiveras med införandet av systemet, och det är det i J: s mening inte ännu. J poängterar att resultatet av införandet av TRS i förhållande till otillbörlig marknadspåverkan hänger på kvalitet och kapacitet på data- och analysverktyg. Den stora fördelen med införandet av systemet är enligt J den kortare handläggningstiden hos FI och EBM, men han medger att såväl insiderhandel som otillbörlig marknadspåverkan borde kunna upptäckas lättare i och med införandet av TRS i Sverige. J hävdar att man fortfarande bör utgå från en misstanke, men att när en sådan väl etablerats kan TRS kan vara ett mycket användbart system för att underlätta lagföringen av brotten. Angående upptäckt av vissa brott mot kunder så anser J, till skillnad från FI, att det fortfarande kommer vara mycket svårt med tanke på att man måste ha väldigt mycket exakt data rörande detaljer, som exempelvis exakta tidpunkter, prisbild i marknaden, orderinformation och så vidare.

Nasdaq OMX´s övervakning av sin marknadsplats har inte förändrats alls på grund av de nya reglerna. De har redan i dag en realtidsövervakning av all handel och rapporterar misstänkta fall, med låg

[101] SOU 2006:50, s 334 ff.

misstankegrad, till FI samt realiserar egna sanktioner mot missbruk på sin egen handelsplats (se avsnitt 3.3.2 ovan). De ser en möjlighet till minskad så kallad ”post-trade”- analys genom att FI nu för tiden redan har all befintlig information, men på grund av de regler som gäller marknadsplatsers ansvar för den handel som sker på plattformen, samt de interna regler som reglerar Nasdaq OMX och medlemmarnas verksamhet, kommer deras arbete med att försöka upptäcka otillbörliga förfaranden inte avta.

4.6.2.3 Svenska Fondhandlareföreningen

Svenska Fondhandlareföreningen (SFF) yttrade sig angående transaktionsrapporteringssystemet och dess förutspådda framtid i SOU 2006:50 s 334-335. SFF ställer sig tveksamt positiva till införandet av ett TRS, inte på grund av de positiva egenskaper som ett rapporteringssystem kan innebära utan snarare gentemot de slutsatser som FI dragit genom MiFID för att komma åt just marknadsmissbruk. På grund av vissa brister i transaktionsrapporteringen anser SFF först och främst inte att FI kan lösa alla de krav som ställs upp i MiFID, exempelvis om bästa orderutförande, eftersom orderinformation inte ingår i det som skall rapporteras. FI: s övervakning av marknaden och upptäckt av exempelvis, churning och intressekonflikter, är enligt SFF inte möjligt på grundval av det TRS som de valt att använda sig av. Systemet innehåller helt enkelt inte tillräckligt med information. Kundens orderläggning och storlek på det totala förvaltade kapitalet är exempel på uppgifter som inte kommer att rapporteras genom TRS men som SFF anser vara nödvändiga för att FI ska kunna lösa de uppgifter de angett med hjälp av TRS. SFF anser sammanfattningsvis att FI: s optimism angående följden av TRS vid reglering av marknadsmissbruk är obefogad. Enligt SFF skulle ännu ett stort övervakningssystem med den tilläggsinformation som nämnts ovan, vara nödvändigt för att FI ska kunna klara av de analyser som de redan nu anser att de har möjlighet att genomföra.

4.7 Tillsyn och övervakning enligt VML

I femte avdelningen av VML, närmare bestämt 23:e kapitlet, finns bestämmelser om FI:s tillsyn över värdepappersinstitut och börser. Där framgår att om ett svenskt värdepappersinstitut, börs eller clearingorganisation, åsidosatt sina skyldigheter enligt denna lag, eller andra författningar som reglerar företagets verksamhet, företagets bolagsordning, stadgar, reglemente eller interna instruktioner som har sin grund i en författning som reglerar företagets verksamhet så skall FI ingripa. FI har dessutom rätt att få de upplysningar om en marknadsaktörs verksamhet som de begär och de kan bland annat genomföra platsundersökningar enligt VML 23 kap 1-4 §§. FI skall vidare enligt VML 23 kap 1 § st. 2 om någon bryter mot första stycket i 1 § utfärda ett föreläggande att inom viss tid begränsa rörelsen i något avseende, minska riskerna, för att komma till rätta med situationen, förbjuda verkställandet av ett beslut eller meddela en anmärkning. Om överträdelsen är allvarlig skall företagets tillstånd

återkallas, eller om det är tillräckligt, varning meddelas. Vidtas en åtgärd enligt 1§ mot ett svenskt värdepappersinstitut eller en börs får FI besluta om att företaget skall betala en straffavgift enligt 8 §. Ett beslut om varning eller anmärkning får kombineras av ett beslut från FI att ett institut skall betala en straffavgift enligt 25 kap 9 § VML. Straffavgiften som då beslutas skall uppgå till minst 5000 kronor och högst 50 miljoner kronor, men får inte överstiga 10% av företagets omsättning närmast föregående räkenskapsår. FI skall dessutom ta särskild hänsyn till hur pass allvarlig överträdelsen är och hur länge den har pågått vid sitt beslut om straffavgiftens storlek enligt 25 kap 10 § VML.

När det gäller frågan om marknadsövervakning som är central för upptäckten av otillbörlig marknadspåverkan så påbjuder VML i 13 kap 7 § en skyldighet för börser att övervaka handeln och kursbildningen för att se till att handeln sker i överensstämmelse med VML, andra författningar och god sed på värdepappersmarknaden. En börs skall dessutom ge FI möjlighet till åtkomst av sitt system för övervakning av handel och kursbildning. I FI:s föreskrifter finns närmare anvisningar om att börser skall tillse att deltagarna löpande följer de krav som följer av regleringen i 14 kap 7 § VML.[102] Börsernas övervakning är således begränsad till att tillse att deltagarna löpande följer de kriterier som finns för deltagande i handeln. De utredningsåtgärder som börsen genomför mot sina deltagare är börsen skyldig att dokumentera och offentliggöra.[103]
När det gäller MTF:er så är de värdepappersinstitut eller börser som driver handelsplattformarna inte skyldiga att övervaka sina deltagare (se avsnitt 4.5 ovan). De har dock samma krav på sig när det gäller rapporteringsskyldighet som de reglerade marknadsplatserna enligt 10 § MmL (se avsnitt 3.4 ovan).

4.7.1 Marknadsövervakningens oberoende

När organisationerna själva har så pass stort ansvar för övervakningen uppstår naturligtvis en risk för att exempelvis en börs inte sköter sina åtaganden angående övervakning på ett tillbörligt vis trots att underlåtenhet kan vara förknippat med stränga sanktioner. Regleringen av marknadsövervakning fanns tidigare i LBC från 1992, men det fanns inga uttryckliga bestämmelser om hantering av intressekonflikter mellan marknadsplatsens affärsdrivande intresse och dess övervakande funktion. Regleringen framgick indirekt av LBC genom bestämmelserna om en börs disciplinnämnd och hur dessa skulle vara oberoende av verksamheten i övrigt.[104] I förarbetena till VML befarade man att ärenden kanske inte skulle komma att initieras av börsen själv, trots att den slutgiltiga prövningen på den tiden gick igenom en oberoende nämnd, eftersom en börs trots allt är beroende av handlarnas och medlemmarnas affärer.[105] Denna problematik

[102] FFFS 2007:17, 5 kap 6 §.
[103] FFFS 2007:17, 5 kap 9 §.
[104] LBC 4 kap 8-11 §§.
[105] SOU 2006:50 s 273.

har även uppmärksammats av Etik- och förtroendekommittén[106] som i SOU 2004:47 s 316 beskriver problematiken så här:

”Det ligger i sakens natur att ett börsnoterat företag har starka incitament att höja sina intäkter och sänka sina kostnader. Det kan leda till att Nasdaq OMX strävar efter att attrahera/behålla så många noterade företag som möjligt, vilket i sin tur kan verka menligt på börsens myndighetsuppgifter. Det kan t.ex. uppstå en situation då börsen behöver sänka kostnaderna även för de förtroendeskapande inslagen i verksamheten. Dessa kostnader kan ju åtminstone i ett kortsiktigt perspektiv te sig affärsmässigt mindre motiverade.”

Genom VML 13 kap 2 § har man löst detta problem med stadgandet att marknadsövervakningens oberoende funktion är att övervaka deltagarnas regelefterlevnad. Denna regel har införts på grund av att lagstiftaren i Sverige har valt att den potentiella intressekonflikten skall lösas genom lagstiftning snarare än låta marknadskrafterna själva ta hand om saken.[107] Det är sedan upp till FI som tillsynsorgan att tillse att marknadsplatserna efterlever sina åtaganden enligt VML. Det har i Sverige förekommit en debatt huruvida de enskilda marknadsplatserna verkligen är kapabla att sköta övervakningen på ett fullgott sätt och framförallt om de i framtiden kommer att avsätta tillräckliga finansiella resurser för att lösa uppgiften,[108] men FI har sagt sig vara på offensiven när det gäller marknadsövervakningen och anser sig vara redo att ta över denna uppgift från börsen.[109] FI:s roll har, som vi kunnat se som följd av den omfattande lagstiftningsprocess som skett på den svenska finansmarknaden, i och med MiFID och VML förstärkts ordentligt. Lagstiftningsprocessen i Sverige har också tagit fart, förmodligen påskyndad av de många skandalerna under 1990-talet (se avsnitt 2.2.2-2.2.6 ovan) samt givetvis EU-medlemskapet. Förutom MiFID har en rad andra direktiv från EU kommit att påverka den svenska finansmarknaden de senaste åren (exempelvis öppenhetsdirektivet, prospektdirektivet och take over-direktivet) och tendensen på hela den europeiska finansmarknaden har varit att vi gradvis går mot en alltmer detaljerad reglering, vilket naturligt kan komma att minska marknadsaktörernas självregleringsroll.[110]

[106] En kommitté bestående av statliga representanter samt av näringslivets egna aktörer inom Näringslivets börskommitté, Aktiemarknadsnämnden, Nasdaq OMX, Redovisningsrådet mfl. Som har till uppgift att analysera behovet av åtgärder som säkerställer förtroendet för det svenska näringslivet.
[107] Prop. 2006/07:155 s380 f och SOU 2006:50 s 274.
[108] Dagens Industri 2007-11-21, *Han har ögonen på börsen.*
[109] Dagens Industri 2007-11-20, *FI:s krisstämpel är borttvättad.*
[110] JT nr 3, 2006/07, *Självreglering på värdepappersmarknaden.*

4.7.2 Reglering av marknadsmissbruk genom VML

Enligt MiFID artikel 43.1 skall en reglerad marknad ha en marknadsövervakningsfunktion. Att således helt flytta över ansvaret för tillsynen av marknadsmissbruk på en myndighet torde således kunna vara begränsat av gemenskapsreglerna. Däremot står dock de ökade befogenheter som lagts på den myndighet som enligt Artikel 50 MiFID skall ansvara för övervakningen. FI kan numera begära att handeln med ett finansiellt instrument tillfälligt stoppas eller tas bort från handeln på en marknadsplats, utan att man dessförinnan givit marknadsplatsen möjlighet att meddela de berörda parterna (se avsnitt 4.7 ovan). FI har givits alla tillstånds och utredningsbefogenheter som behövs för att de ska klara att uppfylla kraven på övervakning enligt MiFID, men regeringen har inte givit FI bemyndigande att ta över marknadsbevakningen från börsen. FI:s motsvarigheter runtom i EU har givits ett större ansvar för övervakningen och tillsynen och som exempel är Sverige det enda land som implementerat MiFID utan att ge tillsynsmyndigheten en möjlighet att direkt reglera marknadsmissbruk genom en särskild avgift.[111] FI har dock bemyndigats att utfärda föreskrifter om handel och kursbildning, handelsregler mm, enligt VML 13 kap 7 §. I Sverige har vi alltså ett system där FI som tillsynsorgan ansvarar för bland annat att övervakningen går rätt till och om så inte sker, meddela förbud och avgifter enligt avsnitt 4.7 ovan. Skyldigheter för marknadsplatserna att följa god sed på finansmarknaden samt i sin kundkontakt informera och följa reglerna om bästa orderutförande, är belagda med potentiellt sett stränga begränsningar och avgifter, men marknadsmissbruket faller här utanför FI:s uttryckliga ansvarsområde när det gäller reglering. Tillsyn och en långtgående marknadsövervakning när det gäller marknadsmissbruk sker redan genom TRS. Men vid upptäckten av brott måste FI lämna över utredningen till EBM. Strikt taget anser jag att FI redan i dagsläget, om det inte vore för den straffrättsliga lagstiftningen i MmL, har befogenhet att ingripa mot marknadsmissbruk genom införandet av VML. FI kan nu i dagsläget meddela varning och anmärkning i förening med avgift mellan 5000 kronor och 50 miljoner kronor för brott mot god sed på en reglerad marknadsplats. Om vi exempelvis tänker oss ett värdepappersinstitut som på ett eller annat sätt varit inblandat i marknadsmissbruk, genom att handeln skett genom deras försorg, och på ett sådant vis att de borde upptäckt och anmält förfarandet. FI upptäcker förfarandet och anmäler det till EBM. Om EBM av någon anledning inte kan väcka åtal på grund av exempelvis problem med att säkra bevisning, eller att om åtal ändå väckts, förövarna går fria i en domstol, finns det i dagsläget inget som hindrar FI att klandra förfarandet som brott mot god sed på finansmarknaden och ge en varning och belägga värdepappersinstitutet med en avgift. Snarare är fallet så, om man läser VML 23 kap 1 §, att FI har skyldighet att ingripa. Detta skulle dock inte ske i Sverige med den straffrättsliga modell som lagstiftaren valt för reglering av marknadsmissbruk.

[111] Telefonintervju med Helena Haukeland på FI.

När den finansiella marknaden i övrigt alltmer går emot en förvaltningsrättslig reglering som blir alltmer omfattande kan man således ställa sig frågan om vi ändå inte är på väg mot en reglering där ett straffrättsligt påbud till viss del redan finns, men i framtiden kanske borde regleras genom en avgift. Inte minst blir detta intressant när man ser på den praxis som finns och de svårigheter som det innebär att få någon fälld för otillbörlig marknadspåverkan i dagsläget. När den övriga tillsynen och regleringen av finansmarknaden genom VML redan sköts av FI med en avgift som följd, känns det som ett naturlig steg i utvecklingen att även otillbörlig marknadspåverkan skall regleras förvaltningsrättsligt. Det finns självklart argument för att låta den rättstradition vi har i Sverige på detta område fortsätta, men argument för det motsatta finns som vi också kan se, i avsnitt 5 nedan.

5 Analys

5.1 Straffrättslig eller förvaltningsrättslig reglering

I detta avsnitt kommer jag att gå igenom för- och nackdelar med straffrättslig reglering kontra förvaltningsrättslig reglering av otillbörlig marknadspåverkan. Otillbörlig marknadspåverkan påverkar som vi sett i denna uppsats de ekonomiska rättigheterna och skyldigheterna för aktörerna på den svenska marknaden och som sådant är förfarandet i grund och botten ett förmögenhetsrättsligt problem. Det var också där som detta examensarbete tog sin början. Det har dock visat sig att när så många olika aktörers ekonomiska intressen skall beaktas och skyddas att traditionella förmögenhetsrättsliga förfaranden inte räcker till för att stävja de ofta komplicerade förfaranden som förekommer. Som vi sett kompletterades den förmögenhetsrättsliga regleringen på 90-talet av en straffrättslig reglering. I avsnitt 2 och 3 ovan har jag gått igenom bakgrunden till, framväxten av och problematiken kring den straffrättsliga regleringen av detta förmögenhetsrättsliga problem. Man kan jämföra denna kombination av regler med andra förmögenhetsrättsliga problem som vi varit tvungna att reglera straffrättsligt för att få ett fungerande rättsligt skydd. Om jag exempelvis stjäl en cykel är detta en grund för ett förmögenhetsrättsligt skadestånd från den bestulne. Det har dock visat sig att denna reglering inte fullt ut klarar av att reglera parternas mellanhavanden på ett effektivt sätt. Som en följd av detta har vi har brottet stöld reglerats straffrättsligt. På ett liknande sätt kan man se utvecklingen av otillbörlig marknadspåverkan. Om jag tar en del av någons aktieportfölj är detta givetvis en grund för ett förmögenhetsrättsligt skadestånd men för den bestulne att i praktiken få ersättning för detta är inte effektivt, således finns reglerna om otillbörlig marknadspåverkan. Vi är nu på väg mot en alltmer ingående förvaltningsrättslig reglering av otillbörlig marknadspåverkan, förmodligen för att brottet som vi sett i detta arbete inte är speciellt lätt att bli straffrättsligt dömd för.

I avsnitt 4 ovan har jag försökt belysa den många förvaltningsrättsliga följder som VML och transaktionsrapportering fått för förmögenhetsrätten när det gäller otillbörlig marknadspåverkan. Straffrättslig reglering av förmögenhetsrättsliga problem och ekonomisk brottslighet är dock ett ämne som jag inte har möjlighet att belysa fullt ut i detta arbete och avsnittet handlar snarast om att ge exempel som kan väcka tanken att reglera otillbörlig marknadspåverkan genom en förvaltningsrättslig avgift, i stället för genom en regelrätt straffrättslig sanktion. Professor Per Ole Träskman har uttryckt sig som följer, angående den ekonomiska brottsligheten:

”Det är möjligt att sådana moderna brott som flertalet av de ekonomiska brotten utgör inte alls lämpar sig för kontroll inom det straffrättsliga

systemet. Den moderna brottsligheten borde egentligen inte finnas som brottslighet, utan kontrollen av denna typ av gärningar borde helt enkelt skötas med hjälp av andra metoder."[112]

Tankar kring straffrätten och dess möjlighet att på ett effektivt sätt reglera den ekonomiska brottsligheten är inte nya. Frågan är vad man vill uppnå med den rättsliga regleringen. Förhållandet mellan regler, sanktion och upptäcktsrisk är grundläggande för diskussionen rörande vilken typ av reglering som kan tänkas vara mest effektiv. I dessa diskussioner får man även ta i beaktande vad man egentligen vill uppnå med regleringen. Skall den vara preventiv eller reparativ? En reglering av otillbörlig marknadspåverkan som är snabb enkel att förutse och verklig kan enligt min mening väl räcka till för att i preventivt syfte få aktörer på marknaden att avstå från otillbörliga förfaranden. I dagsläget är det nog snarare så att reglerna är som vi sett ovan svåra att tyda vilket medför komplicerade processer och få domar. Sanktionerna är förvisso hårda med fängelse i straffskalan och även om upptäcktsrisken numera efter införandet av VML med exempelvis transaktionsrapportering och MmL med anmälningsskyldighet får anses tillräcklig så innebär ineffektiviteten i den straffrättsliga regleringen enligt min mening att regleringen i dagsläget inte fyller sitt syfte fullt ut. Ett uttryck för denna tankegång ger Träskman i sin skrift *Straffrätt och ekonomisk brottslighet* där följande anförande görs:

"Kravet på att skapa en stark straffrättslig kontroll av det ekonomiska missbruket i samhället (…) återspegla(r) en övertro till straffrätten och dess möjligheter. Man har påpekat att det, i den omfattning som den ekonomiska brottsligheten har, är naivt att tro att man i någon mer definitiv mening kan lösa problemen genom ökad kontroll och strängare sanktioner (…) I stället för att tillgripa en omfattande straffrättslig reglering förespråkas därför primärt åtgärder av faktisk natur (eliminering av brottstillfällen) och en civil- eller förvaltningsrättslig reglering."[113]

Förvaltningsrättslig reglering av förfaranden som anses skadliga har inom andra områden visat sig vara ett effektivt sätt att reglera förhållandena exempelvis på en marknad. Som exempel kan här nämnas konkurrensskadeavgiften enligt Konkurrenslagen 26 §. Likheterna mellan konkurrensskadeavgiften och den avgift som FI kan besluta att ta ut enligt VML 23 kap 1 §, är dessutom ganska slående. Konkurrensskadeavgiften drabbar enligt lagens mening endast ett företag, vilket liknar avgiften i VML, som drabbar ett värdepappersinstitut, en börs eller en clearingorganisation. Avgiften i konkurrenslagen är dock begränsad till mellan till 5000 kronor och 5 miljoner kronor, men kravet på att avgiften inte får överstiga 10% av företagets omsättning under föregående räkenskapsår[114] överensstämmer med regleringen i VML 23 kap 9 §. Likheterna är även stora gällande den hänsyn som skall tas av FI, enligt

[112] Träskman, *Hur gick det sedan med bekämpningen av ekonomiska brott*?, s 572, Lund 2007.
[113] Träskman, *Straffrätt och ekonomisk brottslighet*, Stockholm 1983.
[114] Konkurrenslagen 26-27 §§.

VML 25 kap 10 §, Konkurrensverket som är den myndighet som ansvarar för tillsynen skall särskilt beakta hur pass allvarlig överträdelsen är och hur länge den pågått.

Det finns andra exempel där den svenska straffrättsliga regleringen har ersatts av antingen förvaltningsrättsliga avgifter (exempelvis prospektansvar) eller att ett annat brott är enklare att bevisa och så att säga ”få fast” en förövare för. Det kanske vanligaste exemplet här är hur relativt få som döms för exempelvis grovt skattebrott, men fälls för bokföringsbrott i stället. Även om förövaren inte dömdes för allt som man misstänkte att denne hade utfört, så verkar vi som supplement till viss straffrättslig reglering nöja oss med att de ekonomiska brottslingarna ”åker fast” för något.

Mot ett införande av förvaltningsrättsliga åtgärder står förutom den modell lagstiftaren genom införandet av MmL och VML valt, även en vilja att följa den svenska rättstraditionen på området. Inte minst har detta av FI:s generaldirektör angivits som skäl att bevara den straffrättsliga regleringen.[115] Skäl mot införandet av förvaltningsrättsliga regleringar, i stället för straffrättsliga kan även tänkas vara att den straffrättsliga regleringen ger brottet en dignitet som kan fungera som ett uttryck för att förfarandet inte är accepterat på den svenska marknaden.[116] Jareborg har uttryckt följande angående den straffrättsliga regleringens vikt för ekonomisk brottslighet:

”Den rationella funktion som ett straffsystem kan ha är att genom sitt innehåll och sin tillämpning (framför allt) ge uttryck för och (i någon mån) stärka samhällsmoralen, vad gäller såväl förhållandet mellan enskilda som förhållandet mellan överhet och medborgare. Ett straffsystems moraliska halt beror i huvudsak på dess budskap och hur övertygande detta är, dvs. på dess innehåll och dess tillämpning, inte på hur användbart det är i en kamp mot brottslighet. (…) Det finns så många andra metoder (…) att tillgripa om man verkligen önskar nå resultat.”[117]

Angående tillämpningen så får vi titta på hur den historiskt sett ut angående otillbörlig marknadspåverkan. Antalet anmälningar rörande misstänkt otillbörlig marknadspåverkan har sedan 2006 och efter det att VML trädde ikraft, ökat med 300%. År 2006 anmälde FI 33 fall av misstänkt otillbörlig marknadspåverkan till EBM och år 2008 (hittills) så har FI anmält 103 fall.[118] Otillbörlig marknadspåverkan är dock som vi i detta arbete sett ett brott som inte är helt enkelt att utreda. Ekobrottsmyndigheten publicerar vart tredje år en rapport om den ekonomiska brottsligheten, och den senaste publicerades år 2007 .[119] I denna rapport betonar ekobrottsmyndigheten att endast uppgifter rörande antalet anmälda fall för brott av detta slag inte ger en rättvisande bild av hur pass vanligt förekommande brottet är, utan det

[115] Veckan s Affärer 18/07, Försvarar Finansinspektionen.
[116] Träskman, *Hur gick det sedan med bekämpningen av ekonomiska brott*?, s 572, Lund 2007.
[117] Jareborg, *Vilken sorts straffrätt vill vi ha?*, Stockholm 1995.
[118] FI:s statistik över misstänkta brott mot MmL, www.fi.se./Templates.
[119] http://www.ekobrottsmyndigheten.se/upload/rapporter/EBM-rapport%20maj%2007.pdf

måste kompletteras med andra uppgifter. Detta beror främst på att det ofta innebär ett omfattande och besvärligt arbete att utreda brott av denna typ. EBM varnar samtidigt för att mörkertalet när det gäller den ekonomiska brottsligheten som sådan, sannolikt är mycket stort.

Antalet anmälningar har alltså ökat lavinartat på ett område med mycket lite praxis. Frånvaron av praxis grundar sig enligt min mening på ett antal olika faktorer. För det första så har det historiskt sett inte anmälts speciellt många brott till EBM. Mellan åren 1998 och 2004 anmäldes jämförelsevis totalt 34 brott till EBM från FI. Av dessa 34 anmälda brott så ledde inte många fall till att dom avkunnades på ett sådant vis att bedömningarna som domstolarna gjort, har kunnat ge någon egentlig ledning. Den genomgång av praxis som jag gjort i avsnitt 3.7 ovan är inte i detta arbete begränsad till tre fall på grund av lathet från min sida, det finns helt enkelt inte så mycket mer relevant praxis på området. För det andra beror enligt min mening även avsaknaden av praxis på problemen att reda ut den här typen av brottslighet. I två av de tre fallen ovan medgav i princip de åtalade så pass mycket, åtminstone gällande viktiga delar av sina förfaranden, att handlingarna kunde ses som otillbörliga. I Sintercast-fallet fanns bandinspelningarna som gjorde att MG:s motiv kunde motiveras som otillbörliga och i Alfaskop medgav RP att det åtminstone hade varit ett delmotiv att låsa kursen i aktien. Dessa fall hänför sig i och för sig till brottet mot kursmanipulation i ISL men utredningarna har inte blivit enklare genom införandet av MmL. Problemet med att få till stånd fällande domar på området måste därför hänföra sig till problematiken kring fastställande av otillbörliga kontra tillbörliga förfaranden på finansmarknaden. Det otillbörliga grundar sig i god sed på marknaden och normbildningen rörande dessa begrepp är som vi sett i avsnitt 3.8 ovan inte nödvändigtvis så rättssäker som man kan önska för en straffrättslig reglering.

5.2 Avslutande diskussion

Regleringen innebär som vi ovan sett en harmonisering av reglerna för hela EU vilket gör att deltagarna på värdepappersmarknaden kan förvänta sig samma regler i vilket land de än bor i och på vilken marknadsplats de än väljer att agera. EU ställer genom MiFID och MmD även vissa grundläggande krav på kontrollorganen (se exempelvis avsnitt 3.5.1 ovan) och deras kompetens övervakning och handläggning, mm.

Generellt sett anser jag att de som sysslar med otillbörlig marknadspåverkan har fått sig en gedigen tankeställare i och med att deras handel omedelbart finns hos FI. Bara det borde vara avskräckande nog. Som vi sett med tidigare lagar på förmögenhetsrätten område, exempelvis Lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav, där personer med insynsställning var tvungna att registrera sitt aktieinnehav vid VPC för att offentliggöra sina affärer, vilket man antog skulle leda till hederlighet, är det inte endast tillgång till informationen som är avgörande. Ännu viktigare är hur man behandlar den information man fått tillgång till, samt hur troligt det

är att information om ett otillbörligt förfarande leder till sanktioner. Angående förhållandet mellan FI och EBM anser jag att de förändringar som skett på senare tid är ett steg i rätt riktning, men att andra metoder behövs.

Självklart ser vi en stor förändring i och med införandet av transaktionsrapportering i Sverige och det är inte bara det avskräckande syftet. Med rätt applicerade, kalibrerade och mycket kraftfulla datorer samt kunniga analytiker kommer FI i framtiden, som de själva anser, kanske i allt större utsträckning kunna upptäcka förfaranden och skicka dem vidare till EBM. Denna förändring har dock ännu inte blivit resultatet av den nya lagstiftningen, vilket FI:s statistik klart och tydligt visar. Av de 93 fall av misstänkt otillbörlig marknadspåverkan som FI skickade vidare till EBM under 2008, så härrör sig endast 2 fall från FI:s egen marknadsövervakning.[120] Viktigare i detta avseende är nog Joakim Strids, på Nasdaq OMX, och FI:s åsikter (avsnitt 4.6.2 ovan) vid de intervjuer som jag genomfört, att TRS kommer att kunna effektivisera arbetet när en misstanke väl väckts. Exempelvis kommer en marknadsövervakare på FI redan tidigt kunna se mönster i handlandet, som exempelvis genomfördes i Sintercast- och Billerudfallet enligt ovan. Däremot är det inget i den knapphändiga praxis som finns på området som talar för att fler anmälningar kommer att leda till fler fällande domar för brott mot otillbörlig marknadspåverkan, snarare tvärtom, eftersom de domar som meddelats i princip har föregåtts av medgivanden (se avsnitt 5 ovan).

En snabb och framgångsrik process är inte bara positiv ur en samhällsekonomisk synvinkel utan fungerar även avskräckande för dem som funderar på att syssla med den här typen av ekonomisk brottslighet. Däremot får inte regleringen i dagsläget anses tillfredsställande ur rättssäkerhetssynpunkt. Eftersom relativt få förövare döms är det av vikt att de som verkligen fälls får kännbara straff. Vad vi hittills kunnat se är domstolarna ofta ganska överseende med påföljderna och förmildrande omständigheter. Exempelvis kan här nämnas domstolarnas synvinkel att den som döms för brott mot otillbörlig marknadspåverkan svårligen kan fortsätta jobba inom branschen, vilket drabbar den enskilde hårt. I Sintercast-fallet under avsnitt 3.7.2 ovan tog domstolen i beaktande att MG redan drabbats hårt eftersom han förlorat sitt jobb etc, vilket ansågs minska behovet av en strängare påföljd. En avgift genom en förvaltningsrättslig reglering kommer, enligt min mening, inte att förminska offentligheten och följderna för den enskilde förövaren enkom på grund av att sanktionen inte dömts ut av en domstol. Resonemang rörande att en straffrättslig reglering skänker brottet en annan dignitet (se avsnitt 5 ovan) tappar följaktligen enligt mig lite av sin tyngd. Om vi har en straffrättslig reglering som inte är effektiv i sin bekämpning av brottet när en förvaltningsrättslig reglering skulle kunna vara effektivare, både i sin handläggning och sitt preventiva syfte, får brottet inte en högre dignitet endast på grund av att regleringen är straffrättslig. Enligt MiFID så ska varje medlemslands ansvariga myndighet, i Sveriges fall FI, ha möjligheten att själv direkt fatta beslut om sanktioner mot dem som bryter mot reglerna. I Sverige har detta dock inte fått genomslag och vi

[120] FI:s statistik över misstänkta brott mot MmL, www.fi.se./Templates.

fortsätter med den uppdelning som tidigare rått med EBM som utredare och straffrättslig reglering. Sverige är, som det i avsnitt 4.7.2 ovan angivits, det enda land som vid sin implementering av MIFID inte har givit möjlighet till sanktioner direkt av den övervakande myndigheten. FI: s generaldirektör har vid tillfälle uttryckt sig försiktigt positiv till möjligheten för FI att meddela exempelvis föreläggande av vite för överträdelser, även om hon poängterade att det är viktigt att ta hänsyn till den svenska rättstraditionen.[121]

Jag ser både för- och nackdelar med ett införande av sanktioner direkt från FI. Den främsta fördelen är att handläggningen av mål rörande otillbörlig marknadspåverkan skulle förenklas enormt och det skulle bli mycket billigare för skattebetalarna. Vidare får det ses som en fördel att regleringen och tillsynen av finansmarknaderna ligger under samma instans, vilket skulle kunna effektivisera arbetet avsevärt. Den främsta nackdelen är enligt min mening kopplad till rättssäkerheten, där en domstol genom straffrättslig reglering ofta får antas genomföra en noggrannare utredning än en myndighet, men även att domstolsförfarandet skulle kunna skänka brottsligheten en viss dignitet. Det handlar i dagsläget inte om någon struntförseelse, som exempelvis en fortkörning eller en parkeringsbot, utan om ett riktigt brott. Problemet har dock visat sig vara att den straffrättsliga regleringen av otillbörlig marknadspåverkan varit lite ”tandlös” i och med att så få fällande domar meddelats. Frågan är således om det inte skulle vara mer avskräckande med en effektiv förvaltningsrättslig reglering.

FI: s och EBM: s möjligheter att utreda och lagföra otillbörlig marknadspåverkan är i dagsläget fortfarande till stor del avhängigt tips från allmänheten och aktörerna. Eftersom framförallt aktörerna är skyldiga att anmäla tveksamma förfaranden, kommer nog frekvensen av anmälningar inte gå ner, snarare tvärtom. Samtliga rättsfall, så också de ovan refererade, som jag tittat på i och med detta examensarbete, har föregåtts av tips, men i nästan samtliga fall kommer anmälan från någon av marknadens aktörer. Att tro att TRS ska kunna ersätta denna för FI så livsviktiga grund, är nog att tro för mycket om det nya systemet, även om följderna av införandet av systemet förmodligen kommer att kunna korta ner ärendetiden och på andra sätt bistå utredningarna. Men det står helt klart för mig att den otillbörliga marknadspåverkan inte är över på grund av det TRS som infördes med VML. Om FI på riktigt tror, vilket de åtminstone delvis angivit som ett av skälen med införandet av TRS, att detta kommer att räcka för att öka antalet fällande domar rent straffrättsligt, kommer de bli mäkta besvikna i det långa loppet. Vad behövs då för att effektivisera lagstiftningen?

Om de som sysslar med marknadsmissbruk märker att alltfler förövare straffas (vilket i och för sig har varit en genomgående tendens i Sverige[122]) kanske inte genom domar, utan i stället genom förvaltnings-rättslig reglering, tror jag att benägenheten att genomföra otillbörliga förfaranden kommer att minska. Ett beslut om anmärkning och avgift från FI kopplat till de övriga följder, som att förövaren förmodligen inte kommer att kunna jobba inom finansmarknaden på samma sätt, skulle enligt min mening kunna skapa starka incitament för finansmarknadens aktörer att sköta sig.

---

[121] Ibid.

[122] Veckan s Affärer 18/07, Försvarar Finansinspektionen och www.fi.se./templates.

5.3 Förslag på åtgärder

I dagsläget finns alla förutsättningar för att förvaltningsrättsligt reglera otillbörlig marknadspåverkan. Det mesta rörande finansmarknaden och hur aktörerna skall agera har redan, som vi sett i detta arbete, genom VML reglerats förvaltningsrättsligt. Varför ska vi då ha kvar den straffrättsliga regleringen? Varför inte i stället följa MiFID fullt ut och ge FI befogenhet att meddela vite för förseelser som strider mot MmL, i stället för att behålla den straffrättsliga regleringen? En viktig faktor i detta hänseende anser jag vara marknadsövervakningen och att denna även fortsättningsvis skall skötas av marknadsplatserna genom deras åligganden enligt VML. FI kan då samtidigt använda TRS till att övervaka att marknadsplatserna sköter sina åtaganden men också naturligtvis för att själva upptäcka otillbörlig marknadspåverkan. Marknadsövervakning kan inte lösas genom endast tekniska hjälpmedel. Den övervakning som marknadsplatserna själva genomför består även av andra element. Den information som marknadsplatserna får genom sin fortlöpande kontakt med aktörerna på marknadsplatsen är i sig ett värdefullt inslag i övervakningen. Hur fördelningen av anmälningar till EBM i dagsläget ser ut hos FI, borde här kunna vara ett tecken på att TRS i sig inte räcker som marknadsövervakare eftersom anmälningarna från marknaden under 2008 hittills har stått för ca 98% av anmälningarna.

Vi går redan nu, åtminstone indirekt, mot en förvaltningsrättslig reglering av otillbörlig marknadspåverkan. Ett värdepappersinstitut, en börs och en clearingorganisation är som vi ovan sett enligt rapporteringsskyldigheten i MmL 10 §, skyldig att anmäla misstänkta förfaranden till FI. Personer med insynsställning i ett bolag är också skyldiga att anmäla sina innehav till FI enligt AnmL. Genom VML är marknadsplatserna dessutom skyldiga dels att följa reglerna om bästa orderutförande och dokumentation, samt att övervaka och samarbeta med FI bland annat genom TRS. Vilka blir följderna om dessa olika aktörer underlåter att sköta sina åtaganden, enligt den gällande lagstiftningen i dagsläget? Endast åsidosättande av rapporteringsskyldigheten är straffrättsligt sanktionerat genom böter enligt 13 § MmL, medan alla övriga förfaranden regleras förvaltningsrättsligt. Ett värdepappersinstitut, en börs eller en marknadsplats som underlåter att följa AnmL får föreläggas med ett vite av FI. Samtiga förfaranden som regleras genom VML är som vi tidigare sett reglerat, genom att FI kan göra en platsundersökning, meddela handelsstopp med omedelbar verkan på marknadsplatsen, ge marknadsplatsen en anmärkning eller varning och förena detta med en avgift mellan 5000 kronor och 50 miljoner kronor. Om vi föreställer oss att ett värdepappersinstitut underlåtit att anmäla ett förfarande som FI sedermera upptäcker, exempelvis genom TRS, som institutet borde upptäckt, kan en rad olika situationer uppstå. Om institutet brutit mot sina åtaganden om marknadsövervakning och hantering kan institutet beläggas med böter enligt 13 § MmL. Låt oss anta att man dock inte kan fastställa att institutet haft uppsåt för den uppkomna situationen, eller agerat grovt vårdslöst. Hur kan

detta då regleras? Föreligger en liknande situation är det inte otänkbart att institutet brutit mot något av de långtgående åtaganden som finns i VML angående transaktionsrapportering eller bästa orderutförande eller kanske bara att institutet inte följt god sed på marknaden. FI kan då genom sin reglering välja att kritisera förfarandet och belägga det med en avgift enligt ovan. Det ter sig åtminstone potentiellt sett så, att ett värdepappersinstitut som ej har erforderliga rutiner för marknadsövervakning och inte har rapporterat ett fall som de borde rapporterat till FI, riskerar långt mer direkta och effektiva sanktioner än den som utövade själva förseelsen. Kanske är det även därför som införandet av VML har inneburit den boom i antalet anmälningar från marknaden som vi sett de senaste åren.

Fanns inte den straffrättsliga metoden för reglering av marknadsmissbruk som lagstiftaren valt, kan jag inte se någon direkt annan anledning till varför FI i dagsläget inte skulle kunna straffa exempelvis ett värdepappersinstitut för marknadsmissbruk, enbart enligt de stadganden om god sed, bästa utförande av kundorder och information som finns i VML. Ett införande av sanktioner för marknadsmissbruk (och insiderbrott för den delen) som i enlighet med MiFID och de övriga europeiska ländernas implementering av gemenskapsrätten skulle på ett enkelt vis kunna skapa en förvaltningsrättslig reglering av marknadsmissbruket i Sverige.

Som vi sett i domstolarnas bedömning av påföljds-bestämningen när man väl funnit någon skyldig så innebär offentligheten med processen i sig oftast ett tillräckligt straff för den inblandade förövaren att domstolen ansett att förmildrande omständigheter föreligger.[123] Åsikten att den straffrättsliga regleringen på något vis skänker brottet en viss dignitet och att straffrättslig reglering får anses mer allvarligt, torde således i dagsläget enligt min mening vara förlegad. En effektiv förvaltningsrättslig reglering genom exempelvis ett vite kommer i samband med att utredningen och påföljden dessutom blir offentlig, innebära en fullgod effektiv reglering av otillbörlig marknadspåverkan, med långtgående preventiv verkan på marknaden.

I dagsläget kan FI:s beslut enligt VML överklagas till allmän förvaltningsdomstol enligt VML 26 kap 1 §. Det framstår som sannolikt att bestämmelserna i VML kommer att medföra en väsentligt ökad måltillströmning till länsrätterna och då framförallt till länsrätten i Stockholms län.[124] Kammarrätten i Stockholm har i sitt remissyttrande uttalat sig om utredningarna från FI och att de ”rör som regel komplexa regelverk och innehåller tämligen vidlyftiga utredningar” och påtalar att länsrätterna kommer att behöva erforderliga medel för att kunna ”hantera reformen”.[125] Länsrätterna kommer alltså troligtvis efter hand att bygga upp en gedigen erfarenhetsbank på detta område. Om alla förfaranden förutom marknadsmissbruk skall regleras av FI och kunna överklagas till förvaltningsdomstol, förefaller det ineffektivt att reglera marknadsmissbruket straffrättsligt. Länsrätten kan då parallellt med de

[123] Se exempelvis bedömningen av påföljden för MG i Sintercastfallet i avsnitt 3.7.2.3 ovan.
[124] Betänkandena En ny lag om värdepappersmarknaden, remissyttrande från Kammarrätten i Stockholm 2006, s 6.
[125] Ibid.

vanliga domstolarna komma att reglera förfaranden på området som angränsar till marknadsmissbruk. Potentiellt kan det dessutom finnas situationer där en domstol friar för ansvar rent straffrättsligt, men marknadsmissbruket ingått som ett led i ett förfarande som FI beslutat åtgärder i till följd av VML och som därför kan överklagas till länsrätt.

Vi är på väg mot en alltmer utbredd reglering på området och den största delen av regleringen skall i dagsläget ske genom en förvaltningsrättslig sanktion eller avgift. Invändningen att förfarandet på något vis får en dignitet och att det är viktigt att följa den svenska rättstraditionen på området blir i ljuset av utvecklingen på området redan i dagsläget ganska svag. Ur en rättssäkerhetssynpunkt får det enligt min mening inte anses så otryggt att låta länsrätterna stå för kompetensen på området. Ett förfarande får enligt min mening inte heller en lägre dignitet för att det i slutändan regleras förvaltningsrättsligt i stället för straffrättsligt, framförallt när straffrätten bevisligen haft problem att skapa incitament för att hämma marknadsmissbruket. Vi skulle dessutom samla kompetensen rörande reglering av finansmarknaden som helhet, på en plats i stället för som vi har det i dag där FI står för tillsyn och övervakning, men måste lämna ifrån sig ärendena när ett brott mot reglerna misstänks ha uppstått.

Mot bakgrund av att vi står inför en situation där anmälningarna mot denna typ av brott dessutom ökat kraftigt, så står hanteringen av otillbörlig marknadspåverkan och normerna kring vad som utgör otillbörligt, inför ett mycket viktigt skede. Om den stora ökningen av antalet anmälningar inte leder till att fler blir fällda kan man ju ifrågasätta den straffrättsliga regleringen av brottets effektivitet. Det kan dessutom skapa en lustig situation där aktörer på marknaden anmäler förfaranden som man anser otillbörliga efter sin bedömning av god sed. God sed ligger till grund för det otillbörliga i brottsstadgandet, men på grund av att regleringen är komplicerad är det svårt att fälla förövare. Detta kan urholka marknadens benägenhet att själv stå för den mycket viktiga delen av övervakningen. Varför anmäla ett förfarande som man märker att någon aldrig fälls för? Risken finns då att aktörerna underlåter att anmäla i lika hög frekvens. Förfarandet var ju uppenbarligen inte otillbörligt. Följden för detta blir dock som vi sett ovan att den förvaltningsrättsliga regleringen kan kliva in och straffa aktörerna för att de inte följer de regler som finns på marknaden. Så länge den straffrättsliga regleringen fortsätter att vara omständlig och svår att förutse kommer de rätta incitamenten för att avstå från otillbörliga förfaranden inte att finnas i tillräcklig utsträckning. Det enklaste sättet att råda bot på den situationen får enligt min mening anses vara att utöka den omfattande förvaltningsrättsliga reglering som VML inneburit för finansmarknaden, genom att låta FI direkt belägga otillbörlig marknadspåverkan med straffavgift. Beslutet bör givetvis vara möjligt att överklaga. Överklagandet skall ske till länsrätt där kompetensen om finansmarknaden och dess invecklade förfaranden i vilket fall som helst i och med införandet av VML kommer att finnas i framtiden.

Käll- och litteraturförteckning

Muntliga källor

Telefonintervju med Helena Haukeland, projektledare för TRS på FI.

Telefonintervju med Joakim Strid, intern marknadsövervakare på Nasdaq OMX.

Tryckta källor

Utredningar

SOU 1984:72 Värdepappersmarknaden i framtiden
SOU 1994:68 Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor
SOU 2000:11 Finanssektorns framtid
Ds 2004:4 Ny insiderlagstiftning
SOU 2004:47 Näringslivet och förtroendet
SOU 2004:69 Marknadsmissbruk, betänkande av Marknadsmissbruksutredningen
SOU 2006:50 Ny lag om värdepappersmarknaden

Propositioner

Prop. 1984/85:157 med förslag om värdepappersmarknaden
Prop. 1990/91:42 Om insiderhandel
Prop. 1991/92:113 Om ny börslagstiftning m.m.
Prop. 1995/96:215 Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor
Prop. 1999/2000:34 Förvärv av egna aktier
Prop. 1999/2000:109 Ny insiderlagstiftning
Prop. 2004/05:142 Marknadsmissbruk
Prop. 2006/07:115 Ny lag om värdepappersmarknaden

Myndighetspublikationer

Förordningen (2007:841) om instruktion för Finansinspektionen.

Betänkandena En ny lag om värdepappersmarknaden (SOU 2006:50 och SOU 2006:74), remissyttrande från Kammarrätten i Stockholm 2006-08-23.

Finansinspektionens föreskrifter (FFFS) 2007:16 om värdepappersrörelse.

Finansinspektionens föreskrifter (FFFS) 2007:17 om verksamhet på marknadsplatser.

PM om transaktionsrapportering, 2006-10-13 (uppdaterat 2008-03-07) www.fi.se.

Litteratur

Afrell, Lars; Klahr, Håkan och Samuelsson, Per, *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, Stockholm 1998.

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

Af Sandeberg, Catarina, *Marknadsmissbruk- insiderbrott och kursmanipulation*, Iustus Förlag, Uppsala 2002.

Eklund, Klas, *Gör bankekonomer någon nytta*? Utdrag ur Lars Jonung (red): "Ekonomerna i debatten – gör de någon nytta? Ekerlids förlag 1996.

Fermenta, fakta och erfarenheter. En rapport till Stockholms Fondbörs, Stockholm 1998.

Dalman, Christian; Reidhav, David och Glader, Marcus, *Rättsekonomi*, andra upplagan, Jure AB, 2005.

Leijonhufvud, Madeleine och Wennberg, Suzanne, *Straffansvar*, Stockholm 2001.

Nobel Industrier, Gamlestaden, Erik Penser och Bankerna- händelseförlopp, bedömningar och förslag, Rapport från Stockholms fondbörs nr 10, Stockholm 1992.

EG-rättsliga källor

Rådets andra direktiv 77/91/EEG av den 13 december 1976 om samordning av skyddsåtgärder som krävs i medlemsstaterna av de i artikel 58 andra stycket i fördraget avsedda bolagen i bolagsmännens och tredje mans intressen när det gäller att bilda ett aktiebolag samt att bevara och ändra dettas kapital, i syfte att göra skyddsåtgärderna likvärdiga.

Rådets direktiv 93/22/EEG av den 10 maj 1993 om investeringstjänster på värdepappersområdet.

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

Kommissionens direktiv 2003/124/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller definition och offentliggörande av insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan-första genomförandedirektivet.

Europaparlamentets och Rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument

Övriga källor

Cavallin, Samuel, *Om kriminalisering med hjälp av vaga rekvisit*, Juridisk Tidskrift, 2002-03 s 251.

Försvarar Finansinspektionen, Veckans Affärer 18/07, www.ekonominyheterna.se/va/magasin/2007/18/forsvara-finansinspektio/index.xml

FI:s krisstämpel är borttvätta, Dagens Industri 2007-11-20.

Han har ögonen på börsen, Dagens Industri 2007-11-21.

Jareborg, Nils, *Vilken sorts straffrätt vill vi ha?*, Om defensiv och offensiv straffrättspolitik, Stockholm 1995.

Munck, Johan, *Självregleringen på värdepappersmarknaden*, Juridisk Tidskrift, nr 3 2006/07.

Samuelsson, Per, *Normbildning rörande otillbörlig kurspåverkan*, Svensk Juristtidning 2002.

Träskman, Per Ole, *Straffrätt och ekonomisk brottslighet*, Festskrift till Hans Thornstedt, Stockholm 1983, s 695-705.

Träskman, Per Ole, *Hur gick det sedan med bekämpningen av ekonomiska brott*?, Lund 2007.

Wendleby, Björn, *Ny lag om värdepappersmarknaden*, Ny Juridik nr 2 2008.

Öppenhet kräver mer än direktiv, tal av Mats Odell på Sveriges Finansanalytikers Förening, Finforum, 7 november, 2007. http://www.regeringen.se/sb/d/7678/a/91589

Rättsfallsförteckning

Högsta domstolen

NJA II 1942 s 423.

Hovrätterna

Svea Hovrätt B1461-01 (2002-06-20), *Sintercast*.

Hovrätten över Blekinge och Skåne B 1110-04 (2005-04-22), *Billerud.*

Svea Hovrätt B 6675-00 (2001-10-31), *Alfaskop.*

RH 1990:102 (1990-03-01), *Fermenta.*

Tingsrätterna

Stockholms tingsrätts dom B 4573-99 (2000-09-07).

Stockholms tingsrätts dom B 1432-99 (2001-01-25).

Malmö tingsrätts dom B 201-04 (2004-04-01).