



JURIDISKA FAKULTETEN  
vid Lunds universitet

Victor Le Calvé

# Marknadsmanipulation eller ej, det är frågan

En undersökning av Finansinspektionens tillämpning av förbudet mot  
marknadsmanipulation

LAGF03 Rättsvetenskaplig uppsats

Kandidatuppsats på juristprogrammet  
15 högskolepoäng

Handledare: David Dryselius

Termin: VT 2021

# Innehåll

<b>SUMMARY</b>	<b>1</b>
<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>2</b>
<b>FÖRKORTNINGAR</b>	<b>3</b>
<b>1. INLEDNING</b>	<b>4</b>
1.1 Bakgrund	4
1.2 Syfte och frågeställningar	5
1.3 Metod och material	5
1.4 Avgränsningar	6
1.5 Disposition	7
<b>2. BAKGRUND</b>	<b>8</b>
2.1 Aktiemarknaden	8
2.2 Notering, Listning och olika marknader	10
2.3 Prissättning	11
2.4 Marknadsmisbruksförordningen, MAR	12
<b>3. ARTIKEL 12 MAR - ANALYS</b>	<b>14</b>
3.1 Allmänt	14
3.2 Desinformation	14
3.3 Verbal manipulation	15
3.4 Icke-verbal manipulation	17
3.4.1 Transaktioner med dolt motiv	17
3.4.2 Fiktiva transaktioner	18
3.4.2.1 Orderläggning utan avsikt att gå till avslut	18
3.4.2.2 Egenhandel	19
3.4.3 Öppning- och stängningskurser	19
3.5 Påverkan eller risk för påverkan till följd av desinformerande aktivitet	20
3.5.1 Vid verbal manipulation	20
3.5.2 Vid icke-verbal manipulation	21
3.6 Uppsåt eller oaktsamhet	21
3.7 Undantag	23
3.8 Bevakning	23

<b>4. DISKUSSION</b>	<b>25</b>
<b>4.1 Finansinspektionens tillämpning</b>	<b>25</b>
4.1.1 Sanktionsstorlek vid administrativa avgifter	26
<b>4.2 Tillämpningen av MAR i EU</b>	<b>27</b>
<b>5. SLUTSATS</b>	<b>29</b>
<b>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</b>	<b>31</b>
<b>RÄTTSFALLSFÖRTECKNING</b>	<b>33</b>

# Summary

In 2020 the financial market saw an influx of investments from Swedish households. The decision to invest is based on the information available to the market. To ensure the investors are not deceived by false information, certain activities are prohibited under the market abuse regulations (MAR). The essay aims to clarify what market manipulation is and how infringements are imposed by the Swedish authorities.

The essay concludes that the regulation against market manipulation consists of two objective, and possibly one subjective, necessary conditions. The first objective necessary condition is the dissemination of misinformation. Disinformation is spread by activities which can be divided into both verbal and non-verbal activities.

The second necessary condition is that the misinformation resulted in, or was likely to result in, the change of supply, demand or price of the considered financial instrument. This condition requires an assessment which varies based on the form of the misinformation.

For administrative sanctions the subjective necessary condition applies only for activities in which the misinformation is spread verbally. Nonetheless, this condition could be fulfilled during the first objective necessary condition.

In Sweden, most cases of market manipulation are penalized by administrative sanctions imposed by the National Competent Authority (NCA), which is Finansinspektionen. Their aim is to protect smaller investors, however, smaller investors are the ones being subject to the vast majority of the sanctions.

# Sammanfattning

Under 2020 ökade aktiesparandet bland privatpersoner i Sverige. Investeringsbeslut grundar sig i den information som finns tillgänglig på marknaden. För att säkerställa att den information som förmedlas till marknaden är korrekt och inte vilseleder marknaden finns ett förbud mot marknadsmanipulation i marknadsmissbruksförordningen. Uppsatsen syftar till att klargöra rekvisiten för marknadsmanipulation samt hur förbudet tillämpas i Sverige.

Uppsatsens utredning har kommit fram till att förbudet består av två objektiva rekvisit samt ett eventuellt subjektivt rekvisit. Det första objektiva rekvisit ställer krav på desinformation. Desinformationen sprids genom olika aktiviteter som kan delas upp i verbala samt icke-verbala.

Det andra objektiva rekvisitet ställer krav på att desinformationen ska ha påverkat eller riskerat att påverka tillgången, efterfrågan eller priset för det avsedda värdepappret. Bedömningen varierar beroende på om desinformationen sprids via verbala eller icke-verbala aktiviteter.

Det subjektiva rekvisitet gäller endast verbal manipulation och kan uppfyllas redan i det första objektiva rekvisitet, varför det anges som eventuellt.

I Sverige tillämpas förbudet huvudsakligen genom administrativa sanktioner förelagda av Finansinspektionen. Finansinspektionens uppdrag är att skydda konsumenter på finansmarknaden. Trots detta är en majoritet av förelagda sanktioner riktade mot konsumenter.

# Förkortningar

EBM	Ekobrottsmyndigheten
ESMA	European Securities and Market Authority
FI	Finansinspektionen
MAR	Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordning) och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG
MiFID II	Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU Text av betydelse för EES
MiFIR	Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 600/2014 av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012 Text av betydelse för EES
KompL	Lag (2016:1306) med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmissbruksförordning

# 1. Inledning

## 1.1 Bakgrund

Året 2020 var livsomvälvande och kommer att gå till historien som Corona-året. Pandemin påverkade människors levnadssätt globalt, konsumtionsmönster förändrades radikalt och resandet nästintill upphörde. Pandemin återspeglades naturligtvis även på finansmarknaden. Året innebar stora svängningar på finansmarknaden, dels på grund av att världen stängdes ner, dels på grund av omfattande stöd- och stimulanspaket.<sup>1</sup> I slutet av februari till mitten av mars 2020 rapporterade Stockholmsbörsen ett rekordras och tappade -34 % på 18 handelsdagar.<sup>2</sup> Från när index stod som lägst i mitten av mars fram till årsskiftet ökade index med cirka 49 %. Nya fenomen som ”sektorrotationer” samt ”pandemi- vinnare respektive förlorare” skakade marknaden.

Under denna tid var möjligheten att dra nytta av dessa svängningar och generera avkastning god, vilket lockade privatsparare och ledde till att privatpersoners aktiesparande ökade under pandemin.<sup>3</sup> Stora svängningar medför dock att investerare riskerar att förlora stora summor pengar genom dåliga affärer.<sup>4</sup> En dålig affär kan grunda sig i mycket, bland annat dålig efterforskning om aktiekursens potentiella utveckling, missbedömning av värdepapprets efterfrågan eller oförutsedda händelser. Men en affär kan bli dålig även på grund av att investeringsbeslutet grundats på desinformation. Desinformationen manipulerar investerares beslut och kan få ett irrationellt beslut att framstå rationellt. Denna desinformation är oönskad på finansmarknaden och spridning av sådan är förbjuden.

---

<sup>1</sup> ”Gigantiska stimulanspaket lugnar marknaden” <https://nexteconomy.se/gigantiska-stimulanspaket-lugnar-marknaden/>, Nexteconomy (artikel av Maria Landeborn) (besökt 2021-05-14).

<sup>2</sup> OMXS30 Historiska kurser [http://www.nasdaqomxnordic.com/index/historiska\\_kurser?languageId=3&Instrument=SE0000337842](http://www.nasdaqomxnordic.com/index/historiska_kurser?languageId=3&Instrument=SE0000337842), NASDAQ, (besökt 2021-05-14).

<sup>3</sup> ”Hushållens finansiella transaktioner” <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/finansmarknad/finansrakenskaper/sparbarometern/pong/tabell-och-diagram/hushallens-finansiella-transaktioner/>, SCB (Besökt 2021-05-14).

<sup>4</sup> ”Aktieägandet i Sverige 2020” <https://www.euroclear.com/sweden/sv/det-svenska-aktieagandet.html>, Euroclear (Besökt 2021-05-14).

När många nya privatsparare träder in på finansmarknaden finns risk att deras okunskap exploateras. Finansmarknaden är komplex och präglas av stora kunskapsklyftor mellan nya privatsparare och stora finansiella institut. För att göra marknaden tillgänglig för såväl små aktörer som stora krävs en reglering som är tillgänglig för båda och som säkerställer transparens och jämlikhet. Finansmarknaden regleras bland annat genom marknadsmissbruksförordningen<sup>5</sup> (MAR). Marknadsmissbruk är ett paraplybegrepp för olagliga beteenden på finansmarknaden.<sup>6</sup> Begreppet omfattar insiderhandel, olagligt röjande av insiderinformation samt marknadsmanipulation. Uppsatsen kommer att fokusera på det sistnämnda, marknadsmanipulation, och vilka aktiviteter som avses. I och med finansmarknadens nytilträdde privatsparare finns det anledning att redogöra för den omfattande definitionen av marknadsmanipulation, en definition som av vissa anses ohanterlig.<sup>7</sup> Detta för att uppmärksamma både vilka aktiviteter som inte är tillåtna, samt hur förbudet ska skydda finansmarknadens aktörer från att bli vilseledda och förlora pengar.

## 1.2 Syfte och frågeställningar

Uppsatsens syfte är att med utgångspunkt i art 12.1 i MAR redogöra för konkreta exempel på otillbörliga aktiviteter på finansmarknaden. För att uppnå syftet kommer följande frågeställningar besvaras,

- Vad innebär verbal marknadsmanipulation?
- Vad innebär icke-verbal marknadsmanipulation?
- Hur tillämpar Finansinspektionen artikel 12.1 vid utdömandet av administrativa sanktionsavgifter?

## 1.3 Metod och material

För att besvara frågeställningarna används en rättsdogmatisk metod tillsammans med en rättsanalytisk. Klarläggandet av skiljelinjen mellan tillåtna aktiviteter och marknadsmanipulation sker genom att undersöka lagar, förarbeten, avgöranden samt

---

<sup>5</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordning) och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG.

<sup>6</sup> MAR skäl 7.

<sup>7</sup> Eklund & Stattin s. 470.



litteratur. Det råder viss brist på litteratur i ämnet, och därför har även andra områden än de formella rättskällorna beaktats. Avgöranden från underinstanser utgör kompletterande underlag för inhämtning av information. Det finns även anledning att avgöranden från andra organ än domstol tas i beaktning, då dessa tillmäts stor betydelse av aktörer verksamma på kapitalmarknaden.<sup>8</sup> Vikt har fästs vid tillämpande myndighets avgöranden samt uttalanden. Metoden kan därför beskrivas även som rättsanalytisk.<sup>9</sup>

Nationella förarbeten belyser snarare implementering än tolkningen av enskilda rekvisit, men har varit till hjälp.<sup>10</sup> EU-rättsliga förarbeten framställer snarare den diskussion när det ursprungliga förslaget behandlats och har därför inte utnyttjats.<sup>11</sup> Detta i kombination med den begränsade kapitalmarknadsrättsliga litteraturen gör att slutsatser som dras i uppsatsen måste läsas med reflektion.<sup>12</sup>

För att förståelsen av rättsläget ska både underlättas och bli fullständig presenteras även viss ekonomisk teori i avsnitt 2.<sup>13</sup>

## 1.4 Avgränsningar

Uppsatsen har begränsats till marknadsmanipulation och behandlar alltså inte insiderinformation eller olagligt röjande av insiderinformation. En heltäckande redogörelse för marknadsmissbruk ryms inte inom varken uppsatsens tidsram eller omfång. Uppsatsen har i huvudsak fokuserat på administrativa sanktioner, men paralleller och jämförelser med straffrättsliga sanktioner förekommer.

Något som inte heller kommer att beröras närmre är högfrekvenshandel. Högfrekvenshandel är mycket tekniskt och en närmare förklaring ryms inte inom uppsatsens omfång.

---

<sup>8</sup> Söderström s. 42.

<sup>9</sup> SvJT 2004 s. 118 f.

<sup>10</sup> Söderström s. 47.

<sup>11</sup> Ibid s. 47.

<sup>12</sup> Söderström s. 50 f.

<sup>13</sup> SvJT 2004 s.130.

Höghfrekvenshandel är enkelt förklarad program som genom algoritmer handlar i värdepapper. Vad dessa program är programmerade att göra ligger i nära anknytning till uppsatsämnet och handelsrobotar har samma regelverk att förhålla sig till. Höghfrekvenshandel kan ha en manipulerande effekt, exempelvis då handelsordrar läggs och dras tillbaka snabbare än vad som är mänskligt möjligt att göra manuellt.<sup>14</sup> Att höghfrekvenshandel däremot agerar på handelsordrar snabbare än vad som är mänskligt möjligt anses inte vara manipulerande i sig.<sup>15</sup>

## 1.5 Disposition

Uppsatsen består av en inledande del där miljön som MAR reglerar beskrivs tillsammans med viss ekonomisk teori som syftar till att underlätta både regleringens bakomliggande syfte samt vad som utgör grunden för handel med värdepapper. Därefter presenteras regelverket i allmänhet och dess föregående motsvarighet. Det efterföljande avsnittet är den huvudsakliga utredningen som beskriver artikel 12 i MAR och konkretiserar aktiviteter som förbjuds. Utredningen följs av en diskussion där tillämpningen kritiseras ur ett konsumentperspektiv samt ur ett internationellt perspektiv. Uppsatsen avslutas med en presentation av de slutsatser som kunnat dras av utredningen.

---

<sup>14</sup> ”Miljonböter för olaglig robohandel i Paris” <https://www.svd.se/miljonboter-for-olaglig-robothandel-i-paris>, Svenska Dagbladet, (artikel av Frida Sundqvist) (Besökt 2021-05-15).

<sup>15</sup> ”FI försvarar robohandeln” <https://www.realtid.se/fi-forsvarar-robothandel>, Realtid, (artikel av Camilla Jonsson) besökt 2021-05-15.

## 2. Bakgrund

För att förbudet mot marknadsmanipulation ska förstås måste först finansmarknaden kontextualiseras. Marknaden skiljer sig från andra marknader främst genom att finansiella instrument inte är fysiska tillgångar, vilket försvårar värderingen. Värderingen av tillgången baseras på den information som finns tillgänglig kring instrumentet, och det är därför av vikt att denna information är korrekt. Förbudet mot marknadsmanipulation syftar till att säkerställa att den information som investeringsbeslut grundar sig på är korrekt.

Förbudet mot marknadsmanipulation gäller olika finansiella instrument, men i följande förklaring kommer aktiemarknaden användas som exempel.<sup>16</sup> En särskild redogörelse för varje enskilt instrument vore överflödigt då lagtillämpningen är likställd mellan de olika instrumenten.

### 2.1 Aktiemarknaden

Aktiemarknadens syfte varierar beroende på vilket perspektiv man beaktar, dels från aktiebolagets, dels från investerarens perspektiv. Centrala egenskaper sett från aktiebolagets perspektiv består exempelvis av att väcka intresse för bolaget och därmed kunna finansiera sin verksamhet genom att ta in nytt kapital. Från investerarens perspektiv är tillhandahållandet av information om finansiella produkter en central egenskap.<sup>17</sup> Även tillhandahållandet av mellanhänder som effektiviserar utbytet av kapital är centralt för aktiemarknaden där aktörer möts för att handla med värdepapper.<sup>18</sup> Det bakomliggande syftet med detta är att generera avkastning på investerat kapital.<sup>19</sup>

---

<sup>16</sup> Jmf art. 2 & 12.1 MAR.

<sup>17</sup> Söderström s. 19.

<sup>18</sup> Ibid s. 19.

<sup>19</sup> Söderström s. 17.

Aktiemarknaden är marknaden för delägarskap i företag. Aktier representerar andelar i ett aktiebolag och kan ses som en legitimation för en aktieägares rättigheter.<sup>20</sup> Delägarskapet medför rättigheter vilka kan delas upp i ekonomiska rättigheter samt förvaltningsrättigheter. Den aktuella rättstillämpningen gör ingen skillnad på rättigheterna, men de rättigheter som är av huvudsakligt intresse för denna avhandling är de ekonomiska.<sup>21</sup> Ekonomiska rättigheter består av rätt till avkastning samt utskiftningsandel och liknande. Ett exempel är om ett aktiebolag gör vinst, då fördelas i regel vinsten efter ägarandel. De förvaltningsrättigheter som följer av aktieäggande består i huvudsak av rösträtt, initiativrätt, samt frågerätt.

Den huvudsakliga anledningen till att handla med aktier och den som är närmast kopplad till marknadsmanipulation är rätten till avkastning. Avkastningen kan fås på två sätt, antingen genom utdelning av bolagets vinst, eller genom en värdeökning på aktiekursen. En grundförutsättning för att aktier ska ha ett värde är att de kan säljas på en marknad eller att det finns en enskild förvärvare som köper dem.<sup>22</sup>

Aktiekursen fluktuerar beroende på vad investerare anser är ett skäligt pris för aktien baserat på en framtida uppskattning av värdet av aktien, vilket baseras på tillgänglig information. För att aktievärdet ska bestämmas på ett säkert sätt måste därför den tillgängliga informationen vara lika för samtliga aktörer på marknaden, vilket regleras genom förbud mot insiderhandel. Informationen måste även vara korrekt, vilket regleras genom förbudet mot marknadsmanipulation. Förbudet mot marknadsmanipulation syftar alltså till att investerare ska kunna lita på den information som finns tillgänglig innan beslut om aktieköp fattas. Detta ska upprätthålla tillit till marknaden och medför en säker och legitim aktiehandel. Informationsgivning står för en stor del av de rättsliga åtgärder som vidtas på aktiemarknaden.<sup>23</sup>

---

<sup>20</sup> Eklund & Stattin s. 135.

<sup>21</sup> Ibid s. 135.

<sup>22</sup> Eklund & Stattin s. 141.

<sup>23</sup> Eklund & Stattin s. 440.

## 2.2 Notering, Listning och olika marknader

Ett sätt för bolag att växa är genom att bli noterade eller listade på en handelsplats. Det finns olika handelsplatser, vilka kan delas upp i tre olika former som definieras av EU-rätten genom MiFID II<sup>24,25</sup> Där framgår att det finns reglerade marknader, multilaterala handelsplattformar (MTF-plattformar) samt organiserade handelsplattformar (OTF-plattformar).<sup>26</sup> I Sverige finns två reglerade marknader, Nasdaq Stockholm, som kallas Stockholmsbörsen, samt Nordic Growth Market (NGM).<sup>27</sup> För att noteras på en reglerad marknad krävs en kostsam process och det ställs höga krav på redovisning och rapportering. Listning på en handelsplattform är enklare och inte ställer lika höga krav på bolaget som en börsnotering på en reglerad marknad, vilket passar mindre och nystartade bolag. Genom listningen kan aktiebolag få in nytt kapital genom att emittera aktier till allmänheten.<sup>28</sup>

I takt med att bolaget växer kan bolaget välja att genomföra ett listbyte och därmed byta från en handelsplattform till en reglerad marknad. Ett resultat av de krav som ställs inför notering på en reglerad marknad är att företagen tillhandahåller marknaden och investerare med information. För bolag listade på andra handelsplattformar har investerare större ansvar för att söka efter information på egen hand. Gemensamt för handelsplatserna är att de genomsyras av transparens.<sup>29</sup> Reglerna medför en skyldighet för handelsplatserna att offentligt visa vilka ordrar som ligger, vilka ordrar som gått till avslut samt handelsvolym. Baserat på denna information bestäms aktiekursen. Aktiekursen är en viktig del i investeringsbeslutet och det är därför viktigt att investerare får tillgång till denna tekniska information som ligger till grund för den aktuella aktiekursen.

---

<sup>24</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU Text av betydelse för EES.

<sup>25</sup> MiFID II artikel 4.1.21-23.

<sup>26</sup> VpmL 1 kap 4b §; MiFID II art 4.1.24.

<sup>27</sup> Söderström s. 181.

<sup>28</sup> Ibid s. 22.

<sup>29</sup> Artikel 3,6 och 20 MiFIR; jfr prop. 2016/17:162 s. 232 ff.

Eftersom informationen om bolag listade på MTF- och OTF-plattformar är mer begränsad, är handeln på dessa plattformar lättare att manipulera. Handelsvolymerna är ofta lägre och kurserna mer volatila vilket gör att varje enskild transaktion har stor kurspåverkan, legitima såväl som illegitima.<sup>30</sup> Dessa kan jämföras med bolag som ingår i OMX30 som är Stockholmsbörsens 30 mest omsatta aktier. Volymerna gör att det som privatperson är nästintill omöjligt att manipulera kursen på ett OMX30-bolag, samtidigt som de jämförelsevis låga volymerna på Nasdaq First North gör att kursen lättare påverkas. Enskilda aktieköp i aktier med låg handelsvolym kan få stor påverkan på kursen, och det är ofta denna typ av aktiekurser som blir manipulerade genom så kallade *enpetare*.<sup>31</sup>

Både reglerade marknader och MTF- och OTF-plattformar omfattas av förbudet mot marknadsmanipulation. Men i och med att aktiekurser noterade på en reglerad marknad är mer svårmanipulerade än aktiekurser listade på handelsplattformar föranleder det att förbudet tillämpas mer frekvent på de senare.

## 2.3 Prissättning

Korrekt prissättning av värdepapper grundar sig i teorin om Efficient Market Hypothesis (EMH). EMH bygger på ekonomiska teorier om att prissättningen endast reflekteras av den information som är tillgänglig till marknaden. Enligt EMH uppstår korrekt prissättning och effektivitet på marknaden när all relevant information sprids på ett icke-diskriminerande sätt. Om samtliga aktörer får tillgång till samma information samtidigt bildas alltså en korrekt kurs för värdepappret. Mot denna teori har gjorts flera invändningar, bland annat att icke-diskriminerande lämnad information inte mottas på samma sätt hos samtliga aktörer på finansmarknaden. En professionell analytiker hos en inflytelserik finansiell aktör bör i realiteten inte analysera den tillgängliga informationen på samma sätt som en privatsparare. Detta antagande grundar sig i skillnaden i kunskap och tidsrymd för analysen mellan aktörerna. EMH menar att detta inte påverkar aktiekursen, eftersom rationella aktörer profiterar på irrationellt fattade beslut och därmed korrigeras prisbilden och blir korrekt. EMH har även kritiserats utifrån empirisk kunskap om hur aktiemarknaden fungerat genom

---

<sup>30</sup> Finansinspektionens, ”Frågor och svar - vanligt förekommande frågor och svar om marknadsmissbruk” <https://www.fi.se/sv/marknad/om-marknadsmissbruk/fragor-och-svar-om-marknadsmissbruk/> Besökt 2021-05-17.

<sup>31</sup> Förklaring följer under avsnitt 3.4.1.

historien. Kritiken exemplifieras med fall då redan känd information som återpublicerats har visats kunna påverka aktiekurser.<sup>32</sup>

Kritiken har resulterat i en ny teori, Inefficient Market Hypothesis (IMH) vilken konkurrerar med EMH. IMH bygger på behavioristisk rättsekonomi och är beskriver kanske bättre hur prissättningen fungerar i praktiken snarare än i teorin. Med det sagt så är det EMH som har legat till grund för regleringen. Detta på grund av att det skapar en mer effektiv reglering, trots att den bara ger en teoretisk förklaring till problemet med prissättning.<sup>33</sup>

## 2.4 Marknadsmisbruksförordningen, MAR

Marknadsmisbruksförordningen (MAR) står för den huvudsakliga regleringen om marknadsmisbruk.<sup>34</sup> Denna har implementerats i Sverige genom lag (2016:1307) om straff för marknadsmisbruk på värdepappersmarknaden (SMV) och lag (2016:1306) med kompletterande bestämmelser till EU:s marknadsmisbruksförordning (KompL). Tidigare reglerades marknadsmisbruk genom ett marknadsmisbruksdirektiv<sup>35</sup> (MAD I) vilket implementerades genom lag (2005:377) om straff för marknadsmisbruk vid handel med finansiella instrument (MmL). På grund av att EU saknar kompetens att utföra förordningar på det straffrättsliga området kompletterades MAR av ett nytt marknadsmisbruksdirektiv (MAD II). MAD II instruerar hur regler om straff för marknadsmisbruk skall implementeras. Den straffrättsliga aspekten av marknadsmisbruk implementerades tidigare genom MmL, vilken nu ersatts av SMV.<sup>36</sup> I KompL regleras de administrativa sanktionerna för agerande i strid mot MAR.<sup>37</sup> Antagandet av MAR och MAD II har gjort förbudet mot marknadsmanipulation mer extensivt genom att tillämpningen numera omfattar dels fler finansiella instrument, dels även försök till marknadsmanipulation.<sup>38</sup>

---

<sup>32</sup> Eklund, Stattin s. 446 f.

<sup>33</sup> Ibid s.447.

<sup>34</sup> Eklund, Stattin s. 465.

<sup>35</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk).

<sup>36</sup> Eklund & Stattin s. 465.

<sup>37</sup> Prop 2016/17:22 s. 196.

<sup>38</sup> MAR skäl 41, 43 och 44.

Motiven bakom antagandet av MAR sammanfattas i förordningens inledande punkter. En grundförutsättning för att folk ska investera på finansmarknaden är tillit till marknaden.<sup>39</sup> Genom att investerare har förtroende för marknaden och vågar investera skapas tillväxt och arbetstillfällen inom unionen och den inre marknaden stärks vilket är önskvärt.<sup>40</sup> Detta uppnås bland annat genom att säkerställa att information som når marknaden är korrekt och inte vilseleder dess aktörer.

---

<sup>39</sup> MAR skäl 2.

<sup>40</sup> MAR skäl 1.



## 3. Artikel 12 MAR - Analys

### 3.1 Allmänt

Artikel 12 i MAR beskriver sådana aktiviteter som kan utgöra marknadsmanipulation. Artikeln är omfattande och det finns många typer av beteenden som kan manipulera kursen på finansiella instrument. Artikel 12 har försökt ringa in dessa beteenden, som förenklat kan delas upp i:

- Ordrar som ger vilseledande signaler (punkt 1.a.i)
- Ordrar som ”låser priset” på finansiellt instrument på en onormal nivå (punkt 1.a.ii)
- Aktiviteter som är vilseledande (punkt 1.b)
- Spridning av vilseledande information genom media (punkt 1.c)
- Lämnande av falsk eller manipulativ information (punkt 1.d).<sup>41</sup>

Punkt 1 kompletteras av en katalog i punkt 2 som exemplifierar beteenden som uppfattas som manipulativa. För att bringa ytterligare klarhet finns i bilaga 1 till marknadsmissbruksförordningen en icke-uttömmande lista på indikatorer över manipulativt beteende. Marknadsmanipulation är förbjudet enligt artikel 15 i MAR.

Utredningen har delats upp i artikelns rekvisit som kan delas upp i två objektiva rekvisit följt av ett subjektivt rekvisit. Analysen framställs enligt följande:

- Desinformerande aktivitet
- Som påverkar eller riskerar att påverka tillgången, efterfrågan eller pris
- Uppsåt i förhållande till objektiva rekvisiten.

### 3.2 Desinformation

Gemensamt för punkterna i artikel 12.1 är att de ställer krav på desinformation. Denna desinformation förekommer i olika former, men gemensamt är att den förmedlar falsk information till marknaden. Desinformation som är relativt okomplicerad att fastställa som just falsk är information i form av verbala yttranden från marknadsaktörer. Den något mer

---

<sup>41</sup> Eklund & Stattin s.470 f.

avancerad typen av information tar form i signaler som kan utläsas av aktiviteter på marknaden. Att någon till exempel köper (aktivitet) ett värdepapper signalerar (informerar) att det finns en efterfrågan. Dessa två sätt att sprida information kan enklast delas upp i verbal information och icke-verbal information.

För att effekten som uppstår ska vara vilseledande måste informationen vara inkorrekt och benämns då istället som desinformation.<sup>42</sup> Skulle informationen vara korrekt skulle effekten istället återspegla verkligheten. Även punkterna 1.a.i samt 1.c ställer krav på desinformation genom kravet att inlåningen sker på en onormal eller konstlad nivå. Att prisnivån anses vara onormal eller konstlad förutsätter nämligen att priset grundats på information som är inkorrekt eller vilseledande. Det första rekvisitet för marknadsmanipulation är således att desinformation sprids till marknaden. Spridningen av denna desinformation kan ske på olika sätt. Desinformationen kan dels spridas på ett sätt som kan beskrivas som verbalt, dels på ett sätt som kan beskrivas som icke-verbalt. Att sprida desinformation manipulerar marknaden varför dessa aktiviteter beskrivs som manipulation. Följande avsnitt kommer utreda dessa närmre.

### **3.3 Verbal manipulation**

Verbal manipulation regleras i synnerhet av artikel 12.1.c, men även av 12.1.d, där manipulationen kan genomföras både verbalt och icke-verbalt. Verbal manipulation går ut på att sprida desinformation för att styra aktiekurser. Spridningen kan ske muntligt eller skriftligt i olika medier, exempelvis bloggar, sociala medier och investerarforum.<sup>43</sup> Kursen kan manipuleras i båda riktningar, uppåt för att öka värdet på innehavet, eller nedåt för att ge avkastning på en blankning<sup>44</sup>. Desinformationen som sprids kan bestå av rent felaktig eller påhittad information, avsiktligt utelämnad information eller felaktig rapportering av

---

<sup>42</sup> MAR artikel 12 punkt 1.a.i, 1.b samt 1.c som ställer krav på vilseledande aktivitet.

<sup>43</sup> MAR skäl 48.

<sup>44</sup> En blankning innebär kortfattat att en person lånar ett instrument, sedan säljer det med förhoppning om att senare kunna köpa tillbaka samma instrument till en lägre kurs och då kunna betala tillbaka lånet. Vinsten ligger i mellanskillnaden på kurserna. Se <https://www.avanza.se/lar-dig-mer/avanza-akademien/aktier/vad-ar-blankning-hur-fungerar-det.html> hämtat 2021-05-06.

information.<sup>45</sup> Ett vanligt förfarande är så kallat *pump and dump* eller *trash and cash*. Detta går ut på att en aktör inhandlar ett värdepapper, antingen traditionellt eller genom en blankning.<sup>46</sup> Aktören sprider därefter desinformation om samma värdepapper, positiv desinformation för att höja kursen eller negativ desinformation för att sänka kursen. När desinformationen då mottas av marknaden kan den, om desinformationen är tillräckligt trovärdig, påverka kursen för värdepappret i aktörens önskade riktning. Därefter säljer, vid *pump and dump*, aktören sitt innehav till en högre kurs än vad den inhandlades för, och, vid *trash and cash* köper aktören tillbaka aktien till ett lägre pris än den lånades för, och kan då återbetala lånet. För att ovanstående ska anses vara otillbörligt måste det handla om desinformation. Att sprida korrekt information till nya investerare kan påverka kursen genom att intresset sprids och efterfrågan ökar. Det är därför viktigt att skilja på information och desinformation.

För att information som spridits via medier, genom verbal kommunikation, ska anses vara desinformation måste personen som spridit denna varit medveten om att den inte var korrekt. Att sprida information i tron om att den är korrekt är alltså inte verbal manipulation. För att komma fram till personens inställning till informationen ser man till personens agerande kring spridandet. Särskilt ett mål får anses vara vägledande, det så kallade ”bloggärendet”.<sup>47</sup> Målet handlade om två läkarstudenter som tillsammans spred information om aktiebolag genom bloggar och investerarforum.

Genom målet kan utläsas att personens inställning till informationen vid dess publikation måste ses i ljuset av övriga omständigheter. Aktiviteter som omgärdar spridningen av information är avgörande vid bedömningen om verbala yttranden är desinformation eller inte. Tingsrätten anförde att uppsåt ansågs bevisat om handlandet överensstämmer med gärningstypiskt handlande. Läkarstudenterna utgav sig för att vara analytiker och experter inom medicin. Under flera olika pseudonymer och konton bekräftades informationen och fick ytterligare spridning. Inläggen uppmanade läsare att investera i små läkemedelsbolag med låg

---

<sup>45</sup> MAR skäl 47.

<sup>46</sup> Se not 44.

<sup>47</sup> Svea HovR dom i mål B 497-17.

likviditet. Utöver att ha spridit information genomförde personerna transaktioner i avsedda värdepapper, och förfarandet stämde överens med det som ovan beskrivits som *pump and dump*. I målet uppmärksammades även att aktören inte följt sina egna rekommendationer om exempelvis riktkurs. Att aktören inte heller varit transparent med sitt egna innehav i värdepappret har ansetts vara ytterligare försvårande omständigheter.<sup>48</sup>

Utöver detta måste desinformationen även uppnå en viss grad av trovärdighet för att anses desinformerande. En helhetsbedömning av innehållet och avsändaren avgör desinformationen trovärdighet. Läkarstudenternas inlägg ansågs vara välskrivna och detaljerade vilket i kombination med den påstådda expertisen gav hög trovärdighet. Kombinationen av inläggens höga trovärdighet, stora spridning och de transaktioner som omgärdade inläggen gjorde att personerna blev fällda för marknadsmanipulation.

### **3.4 Icke-verbal manipulation**

Icke-verbal desinformation är svårare att identifiera då desinformationen inte sprids via ord som går att läsa utan via aktiviteter som sänder vissa signaler. För att dessa aktiviteter ska anses desinformerande är avsaknaden av kommersiellt motiv avgörande. Problemet som då uppstår är att allt som sker på finansmarknaden presumeras ha ett kommersiellt motiv. Ingen aktör handlar för att bli av med pengar och det kommersiella motivet måste istället bedömas utifrån intresset av det aktuella instrumentet.

Icke-verbal manipulation kretsar kring transaktioner och orderläggning, samt vilka signaler dessa kommunicerar till marknaden. Nedan följer typexempel som kan utgöra icke-verbal manipulation.

#### **3.4.1 Transaktioner med dolt motiv**

Transaktioner med dolt motiv behandlar transaktioner där det bakomliggande syftet med transaktionen inte grundar sig i en önskan att äga värdepappret. Syftet med transaktionen bygger istället på att försöka påverka kursen, ofta i hopp om att öka värdet på ett befintligt innehav. Förfarandet går vanligtvis ut på att köpa små volymer av ett värdepapper till överpris, vilket driver upp kursen och desinformerar marknaden om att det finns en

---

<sup>48</sup> Stockholms tingsrätt dom 2016-12-22 i Mål B 5189-15.

efterfrågan, vilket i sin tur kan medföra ytterligare kursförändring. Därefter säljer aktören sitt tidigare innehav till ett pris som inte överensstämmer med den kurs värdepappret stod i före den manipulativa aktiviteten. Inte sällan utförs transaktioner där courtageavgiften<sup>49</sup> överstiger värdet av köpet, vilket starkt talar för att kommersiellt syfte saknas i den specifika transaktionen.<sup>50</sup>

I tre fall där aktörer agerat enligt detta förfarande har prövningstillstånd i Högsta Domstolen meddelats. Prövningstillståndet avsåg dock sanktionsavgiften för denna typ av manipulation som gavs namnet ”Enpetare”.<sup>51</sup> Domstolen konstaterade att denna typ av handel med små volymer utgör den vanligaste formen av marknadsmanipulation och i samtliga fall dömdes personerna till administrativa sanktionsavgifter.<sup>52</sup> Numera utgör målen praxis för sanktionsavgifternas storlek, vilket behandlas närmre under uppsatsens diskussionsdel.

### **3.4.2 Fiktiva transaktioner**

Till skillnad från transaktioner med dolt motiv går fiktiva transaktioner inte ut på att faktiskt genomföra riktiga transaktioner så att värdepapper byter ägare. Fiktiva transaktioner används för att ge marknaden en illusion om efterfrågan eller omsättning. Fiktiva transaktioner kan bestå av antingen orderläggning som aldrig tänkt gå till avslut eller transaktioner som sker mellan en och samma person så att äganderätten inte förändras (egenhandel). Egenhandel kan begås för att undgå skatt, men utgör i dessa fall även marknadsmanipulation.

#### **3.4.2.1 Orderläggning utan avsikt att gå till avslut**

Orderläggning utan avsikt att gå till avslut syftar till att skapa fiktiv tillgång eller fiktiv efterfrågan. Detta sker genom att ordrar läggs, säljorder signalerar till marknaden att det finns tillgång, köporder signalerar att det finns efterfrågan. Innan lagda order hinner gå till avslut så dras den tillbaka och försvinner från orderdjupet. Det är viktigt att avsikten när ordern placerades var att den aldrig skulle gå till avslut, annars är den inte desinformerande. Detta

---

<sup>49</sup> Courtageavgift är den avgift som mellanhänder tar ut för att genomföra transaktioner.

<sup>50</sup> Stockholms tingsrätt dom 2018-10-18 i Mål B 4515-18 s. 2.

<sup>51</sup> Mål B 586-20, B 6660-19, B 2458-20 ”Enpetarna”.

<sup>52</sup> Mål B 586-20 punkt 20; FI-tillsyn 5: Marknadsmissbruk 2017 s.13.

medför bevissvårigheter, men för att säkerställa att aktörer ska kunna ångra ordrar så är det viktigt att avsikten med ordern när den placerades är avgörande.

### **3.4.2.2 Egenhandel**

Egenhandel går ut på att en aktör säljer till sig själv, och går även under namnet *wash sales*. Detta orsakar omsättning i aktien, men det sker ingen förändring sett till ägandet av aktien. Marknaden ser däremot inte att handeln sker mellan en och samma person, utan tolkar det som att det finns omsättning i aktien. Egenhandel kan ske genom handel mellan olika depåer som ägs av samma person, eller av personens närstående. Egenhandel omnämns under punkt A.C i bilaga 1 till MAR som ett beteende som särskilt ska beaktas vid bedömningen av marknadsmanipulation. Högsta Domstolen har i målen om ”Enpetarna” uttryckt att egenhandel i regel inte är en lika allvarlig överträdelse av förbudet mot marknadsmanipulation som handel med små volymer. Däremot är egenhandel i sig tillräckligt för att uppnå rekvisiten för marknadsmanipulation och bedömningen för rättstillämparen blir således enkel.<sup>53</sup> Egenhandel kan även nyttjas för att undgå skatt, och förfarandet går ofta ut på att försöka flytta innehav mellan konton.<sup>54</sup> Skatten undgås genom att reglerna kring avdragsrätt vid kapitalförlust och realisationsskatt skiljer sig mellan olika slags konton, vilket gör att det kan vara fördelaktigt att köpa och sälja till sig själv.<sup>55</sup> Att göra detta på egen hand är olagligt och man bör istället kontakta den bank där innehavet finns för att genomföra flytten på ett legalt sätt.

### **3.4.3 Öppning- och stängningskurser**

Vid icke-verbal manipulation har särskild vikt fästs vid ordrar som lagts vid tillfällen då kursen varit särskilt mottaglig för manipulation. I artikel 12.2.b framgår öppning och stängning av dagshandeln är sådana tillfällen, och i bilaga 1 punkt a.g nämns att transaktioner som utförs i samband med att referenspris fastställs ska beaktas särskilt. I mål B 10177-19 valde Tingsrätten att av totalt 43 transaktioner särskilt lyfta fram 4, som bedömdes haft särskild påverkan på kursen. Tingsrätten menade att referenspriset som sätts vid

---

<sup>53</sup> Prop. 2016/17:22 s. 237 f.

<sup>54</sup> Stockholm tingsrätt dom 2019-09-02 i mål B 2669-12.

<sup>55</sup> I inkomstskattelagen framgår skillnaderna i hur kapitalvinst respektive kapitalförlust tas upp på investeringssparkonto och vanligt aktiekonto.

öppningsauktionen samt referenspriset som sätts vid slutkursen är av särskild vikt för marknaden.<sup>56</sup> Dessa kurser finns kvar som referens och underlag vid beräkning av kursens procentuella utveckling under dagen, och manipulation av dessa blir därmed särskilt desinformerande. Öppningshandeln manipuleras genom att ordrar placeras uppåt eller nedåt vilket påverkar öppningsauktionen. Transaktionen kan gå till avslut men aktören kan även dra tillbaka orderarna precis innan marknaden öppnar så att ordern inte går till avslut, vilket gör att kursen kan manipuleras utan att aktören behöver fullfölja transaktionen.<sup>57</sup>

### **3.5 Påverkan eller risk för påverkan till följd av desinformerande aktivitet**

Det andra objektiva rekvisitet för marknadsmanipulation är att desinformation ska ha påverkat eller riskerat påverka tillgången, efterfrågan eller priset på det avsedda finansiella instrumentet. Bedömningen skiljer sig beroende på manipulationens form och uppdelningen följer samma modell som i föregående avsnitt. Uppdelningen består av verbal samt icke-verbal manipulation. Gemensamt för formerna är att rekvisitet ställer ett krav på kausalitet mellan desinformation och förändring, eller risk för förändring i tillgång efterfrågan eller pris.

#### **3.5.1 Vid verbal manipulation**

För att vid verbal manipulation avgöra om det spridda materialet påverkat eller riskerat att påverka tillgången, efterfrågan eller pris måste desinformationens genomslagskraft analyseras. Genom att gå igenom tingsrättens dom B5189-15 utreds vilka faktorer som i målet påverkat bedömningen av desinformationens påverkan. Observera att MAR ännu inte trätt ikraft när målet avgjordes men att de faktorer som tingsrätten beaktat i sin bedömning tycks gälla även efter att MAR blivit implementerad. Vid bedömningen av desinformationens påverkan valde tingsrätten att lyfta fram desinformationens spridning samt instrumentets likviditet som avgörande faktorer. Spridningen av desinformationen har i målet gått till genom att de tilltalade haft olika konton som delat de ursprungliga inläggen och därmed fått ytterligare spridning. I samband med spridningen av blogginläggen har omsättningen i aktien

---

<sup>56</sup> Stockholm tingsrätt dom 2019-09-02 i mål B 10177-19 s. 4.

<sup>57</sup> Svea hovrätt dom 2012-02-28 i mål B 8313-11.

ökat, vilket fick handelsövervakningen på Nasdaq att reagera. Omsättningen kunde liknas vid tillfällena då kurspåverkande information publicerats av bolagen själva. Handelsövervakningen noterade även att blogginläggen föregicks av köp genom två konton tillhörande de åtalade. I målet fanns som bevisning bland annat ett diagram där aktiekurs jämförts med antalet läsare, vilket visat på en korrelation.

### **3.5.2 Vid icke-verbal manipulation**

Icke-verbal manipulation når lättare upp till det andra objektiva rekvisitet om påverkan eller risk för påverkan. Anledningen till detta är att genomförandet av transaktioner eller orderläggning har direkt påverkan på tillgången, efterfrågan eller kursen. Vid bedömningen av påverkan vid icke-verbal manipulation är likviditet avgörande. Hovrätten har konstaterat att transaktioners genomslag beror på flertal faktorer, bland annat börsbolagets storlek och instrumentets omsättning på marknaden.<sup>58</sup> För att desinformation som förmedlas genom icke-verbal aktivitet ska anses påverka eller riskera att påverka kursen måste den ses i ljuset av instrumentets normala dagsvolym. Medför aktiviteten en avvikelse från normala dagsvolymen kan det röra sig om manipulation, om aktiviteten uppfyller övriga rekvisit.

## **3.6 Uppsåt eller oaktsamhet**

I följande avsnitt är det viktigt att dra en tydlig skiljelinje mellan administrativa och straffrättsliga sanktioner. Den straffrättsliga regleringen för marknadsmanipulation sker genom SMV. Den administrativa regleringen sker genom KompL. För att en bedömning ska leda till straffrättsliga sanktioner krävs uppsåt eller oaktsamhet i förhållande till de objektiva rekvisiten. Endast de mest allvarliga beteenden ska sanktioneras med straffrättsliga påföljder vilka anses vara strängare än administrativa sanktioner, och förklarar högre ställda krav. Påföljder vid marknadsmanipulation domineras av administrativa sanktionsavgifter och uppsatsens fokus riktas således på dessa. Uppsatsen presenterar ingen närmre utredning av straffrättsliga sanktioner som kan utdömas enligt SMV, mer än att kriminalisering förutsätter uppsåt eller oaktsamhet.

---

<sup>58</sup> Svea hovrätt dom 2015-10-29 i mål B 440-14.



För att administrativ sanktionsavgift ska utdömas för icke-verbal marknadsmanipulation krävs varken uppsåt eller oaktsamhet.<sup>59</sup> Icke-verbal marknadsmanipulation omfattas av artikel 12.1.a samt artikel 12.1.b. Finansinspektionen skriver i sin rapport att varken uppsåt eller oaktsamhet krävs för ansvar och att denna omständighet godkänts i praxis. Inga mål har ännu prövats i Högsta Domstolen avseende det subjektiva rekvisitet, den praxis som finansinspektionen hänvisar till är från lägre instanser. Avsaknaden av subjektivt rekvisit motiveras av effektivitetsskäl och är vanligt förekommande vid andra administrativa sanktioner. Att inte behöva bevisa uppsåt gör att utredningen och processen vid sanktionsföreläggande effektiviseras varför ansvaret vid marknadsmanipulation i propositionen beskrivs som strikt.<sup>60</sup>

Detsamma gäller däremot inte för den verbala manipulationen som omfattas av ett subjektivt rekvisit i Artikel 12.1.c och 12.1.d.<sup>61</sup> Där framgår att ett subjektivt rekvisit, i form av ett krav på att personen insåg eller borde ha insett att informationen som spreds var falsk eller skulle få en vilseledande effekt. Detta föranleder en bedömning av personens inställning till den spridda informationen, som har nära anknytning till avsnitt 3.3 om verbal manipulation. Vad som där framgick var att uppsåt ansågs bevisat om handlandet stämde överens med gärningstypiskt handlande.<sup>62</sup> Beviskravet vid administrativa sanktioner ska däremot vara lägre än i brottmål, och tingsrätten har satt beviskravet till nivån ”klart framgå”.<sup>63</sup> Vid verbal manipulation tycks alltså det subjektiva rekvisitet uppfyllas redan under bedömningen av om informationen är desinformerande eller inte. Avsaknaden av rättsfall där MAR tillämpats vid verbal manipulation gör det däremot svårt att dra några slutsatser om hur det subjektiva rekvisitet bedöms i praktiken. Att regelverket ändrats medför däremot inte att marknadens mekanismer ändrats, och de gärningstypiska förfaranden som beskrivits under avsnitt 3.3 tycks kvarstå än idag.

---

<sup>59</sup> Mål: B 586-20 p.7 och prop 2016/17:22 s. 101.

<sup>60</sup> Prop 2016/17:22 s. 100 f.

<sup>61</sup> Ibid s. 101.

<sup>62</sup> Stockholm tingsrätt dom 2016-12-22 i mål B 5189-15 s. 24.

<sup>63</sup> FI-tillsyn 17: Marknadsmisbruk 2018-2019 s. 10.

### 3.7 Undantag

Enligt artikel 12.1 a samt artikel 13 i MAR ska aktiviteter som utförts av legitima skäl och stämmer överens med godtagan marknadspraxis undantas från förbudet. Enligt artikel 13 ska behörig myndighet etablera denna marknadspraxis som då ska beakta de kriterier som framgår av artikeln. Behörig myndighet att etablera marknadspraxis är Finansinspektionen, men har hittills inte nyttjat denna möjlighet, varpå undantaget inte är tillämpligt.<sup>64</sup>

Propositionen till KompL diskuterade om förbudet mot marknadsmanipulation skulle inskränka yttrandefriheten. Lagstiftaren kom fram till att förbudet inte utgjorde en inskränkning eftersom publikationer som utgör marknadsmanipulation faller utanför ramen för yttrandefrihetens materiella tillämpningsområde. Avgörande för det materiella tillämpningsområdet är det syfte som framställs i 1 kap 1 § tryckfrihetsförordningen respektive yttrandefrihetsgrundlagen. Syftet är att skydda medborgares rätt att uttrycka tankar, åsikter och känslor. Vad som inte omfattas är att sprida vilseledande information för egen vinning. Resonemanget jämförs med andra brott som begås med hjälp av tryckt skrift men som inte faller under TF:s tillämpningsområde, exempelvis bedrägeri, oredligt förfarande och svindleri.<sup>65</sup>

### 3.8 Bevakning

Bevakningen för marknadsmanipulation sker genom handelsplatser, banker, värdepappersbolag, fondförvaltare och andra företag som yrkesmässigt arrangerar eller genomför transaktioner. Dessa har enligt 5 kap. 2 § 1. KompL en skyldighet att till Finansinspektionen rapportera aktiviteter som de misstänker kan vara marknadsmanipulation eller försök till marknadsmanipulation. Finansinspektionen rapporterar att medvetenheten om detta krav har ökat i samband med genomförandet av marknadsmissbruksförordningen.<sup>66</sup> Att inte anmäla överträdelser var tidigare ett brott, men har nu blivit en administrativ överträdelse som lättare kan föreläggas med sanktionsavgift. Carnegie Investment Bank AB dömdes 2020

---

<sup>64</sup> Stockholm tingsrätt dom 2019-09-02 i mål B 2910-19 s. 4 f.

<sup>65</sup> Prop 2016/17:22 s.91 ff.

<sup>66</sup> FI-tillsyn 5: Marknadsmissbruk 2017-2018 s. 12.

för att inte ha rapporterat transaktioner som de haft rimliga skäl att misstänka kunde utgöra marknadsmanipulation.<sup>67</sup> Det finns alltså ett starkt incitament för de som utför eller arrangerar transaktioner att rapportera misstänksam aktivitet.

---

<sup>67</sup> FI Dnr 18-23301.

## 4. Diskussion

Utredningen i ovanstående avsnitt kommer nu att jämföras med Finansinspektionens utdömande av administrativa sanktionsavgifter för att belysa hur tillämpningen ser ut i praktiken. I följande del diskuteras avgöranden och rapporter. Diskussionen har som syfte att kritiskt granska hur tillämpningen ser ut för enskilda investerare respektive professionella aktörer. Finansinspektionens tillämpning diskuteras även ur ett internationellt perspektiv och ställs i perspektiv till andra EU-länders motsvarande myndigheters tillämpning.

### 4.1 Finansinspektionens tillämpning

Sedan MAR implementerades 2017 till dags dato har 117 av 122 administrativa sanktionsförelägganden riktats mot fysiska personer. Juridiska personer, som ofta är professionella aktörer, har dömts till sanktioner endast 5 gånger under samma tid. Detta kan troligtvis vara en följd av ökad medvetenhet om lagstiftningen samt bättre förståelse för finansmarknaden. Det får dessutom antas att professionella aktörer inte har som mål att utnyttja marknaden och det finns säkerligen incitament för att upprätthålla en seriös och framgångsrik verksamhet som inte bygger på manipulation. Det finns dock skäl till att vara kritisk mot större aktörers agerande på finansmarknaden. Efter en granskning av flera myndigheter inom EU, med fördjupad granskning av bland annat Finansinspektionen, publicerade ESMA 2019 en rapport om arbetet med anmälningar om misstänkt marknadsmissbruk.<sup>68</sup> Granskningen var ett steg i att försöka uppnå likvärdig tillsyn i Europa och i rapporten som följde framfördes en rekommendation att Finansinspektionen i sitt fortsatta arbete skulle uppmana bevakande aktörer att rikta större fokus på professionella aktörer och inte bara granska enskilda investerare.<sup>69</sup> Sedan rapporten publicerades har 4 professionella aktörer fått sanktionsavgift.<sup>70</sup>

---

<sup>68</sup> Report Annual report on administrative and criminal sanctions and other administrative measures under MAR ref. ESMA70-156-2005. (2019-12-12).

<sup>69</sup> FI-tillsyn 17: Marknadsmissbruk 2018–2019 s. 8.

<sup>70</sup> Finansinspektionen ”Marknadsmissbruk - Sanktioner” <https://www.fi.se/sv/publicerat/sanktioner/marknadsmissbruk/?catid=18&catid=62&catid=67&catid=83&page=13> Besökt 2021-05-14

Vad som uppdragats under utredningen är att enskilda investerare står för majoriteten av de administrativa sanktioner som dömts ut. Detta är en följd av att det subjektiva rekvisit som ställs vid straffrättslig påföljd inte gäller för utdömandet av administrativ sanktionsavgift. Detta har kommit att drabba privatsparare som i vissa fall inte varit medvetna om att de begått en otillåten gärning. Det tycks även finnas ett syfte att skydda samma grupp, och regelverket får anses vara ”konsumentskyddande” i den mening att privatpersoner eller småsparare är de som i störst utsträckning riskerar att lida skada av marknadsmanipulation. Finansinspektionens uppdrag från regeringen är att främja konsumentskyddet på finansmarknaden. En åtgärd som vidtagits är att Finansinspektionen tillsammans med företag verksamma på marknaden tagit fram vissa aktiva moment vid handel med små volymer. Detta för att öka medvetenheten hos konsumenter och motverka att konsumenter begår marknadsmanipulation av misstag. Utöver detta har även spärrar mot handel mellan egna depåer införts som en åtgärd, vilket har resulterat i att egenhandeln har minskat.<sup>71</sup>

#### **4.1.1 Sanktionsstorlek vid administrativa avgifter**

Den utdömda sanktionsstorleken till professionella aktörer har varierat mellan 1,1 till 2 miljoner kronor.<sup>72</sup> I ett fall har sanktionsavgift dömts för underlåtelse att rapportera misstanke om marknadsmanipulation, sanktionsavgiften uppgick då till ett lägre belopp än vad som skulle dömts ut vid marknadsmanipulation.<sup>73</sup> För enskilda investerare är sanktionsavgiften mellan 40 tusen till 140 tusen kronor. Intervallet har fastställts i praxis och gäller vid handel med små volymer.<sup>74</sup> Samma praxis konstaterar att egenhandel är att anse som mindre allvarligt, vilket även reflekteras av sanktionsavgiften. Dessa former av manipulation har dominerat bland anmälningarna och 2017 resulterade de i 32 av 33 sanktionsförelägganden.<sup>75</sup>

Sanktionsavgiften ska i det enskilda fallet bestämmas efter en helhetsbedömning. Helhetsbedömningen ska beakta vad som framgår av artikel 31 MAR, där bland annat vinsten

---

<sup>71</sup> FI-tillsyn 17: Marknadsmisbruk 2018-2019 s. 9 ff.

<sup>72</sup> Mål nr B 18579-20; FI Dnr 18-23301; FI Dnr 19-2368; FI Dnr 19-2347.

<sup>73</sup> FI Dnr 18-23301.

<sup>74</sup> Mål B 586-20, B 6660-19, B 2458-20 ”Enpetarna”.

<sup>75</sup> FI-tillsyn 5: Marknadsmisbruk 2017-2018 s. 13.

av överträdelsen och finansiell ställning hos personen som begått överträdelse ska beaktas. I Högsta Domstolens avgöranden framgår att överträdelserna inte har gett någon vinst. Personernas finansiella ställning har vid bedömningen inte haft någon förmildrande verkan vid bestämmandet av sanktionsavgiften. Syftet med sanktionsavgiften är att vara avskräckande, och sanktionsavgiften får, i de vägledande domarna, anses haft stor påverkan på de dömdas privatekonomi. Problemet som kvarstår är dock ovetskapen om att regelverket finns till. Sanktionsavgifter kan inte vara avskräckande om målgruppen i viss utsträckning är omedveten om dess existens, vilket belyser problematiken kring konsumenternas okunskap. Mycket av den handel som begås av konsumenter föregås av att acceptera de villkor som ställs för att exempelvis skapa ett konto hos en nätmäklare, och att handla enligt reglerna om marknadsmanipulation är en del av dessa villkor.

## 4.2 Tillämpningen av MAR i EU

Under 2019 utdömdes i hela EU 74 administrativa sanktioner för att ha brutit mot artikel 15 i MAR i hela EU, vilket framgår av ESMA:s årliga rapport. Av dessa stod Finansinspektionen för 24, vilket pekar på en överrepresentation.<sup>76</sup> ESMA rapporterade även att Sverige stod för 137 administrativa sanktioner för överträdelser av MAR sett till dess helhet. Denna siffra kan jämföras med totalen för samtliga medlemsstater som uppgår till 279. Detta föranleder en diskussion om Sverige tillämpar MAR för extensivt, jämfört med resterande medlemsstater. ESMA förklarar i rapporten att det inte går att dra några slutsatser enbart baserat på statistiken, eftersom marknadsmissbruk i sin natur är svårt att påvisa och ofta kräver omfattande utredningar och svår bevisföring.<sup>77</sup> En anledning till att Sverige sticker ut sett till antalet utdömda sanktionsavgifter kan bero på att Finansinspektionens tillämpning inte ställer särskilt höga krav på varken utredning eller bevis. Propositionen till KompL framställer att förfarandet ska vara effektivt, och det har i avgöranden visats att bevisföringen inte är särskilt komplicerad, till skillnad mot vad ESMA rapporterar. Skillnaden mellan straffrättslig och administrativ åtgärd är avsaknaden av subjektiva rekvisit vid administrativ åtgärd vilket underlättar Finansinspektionens tillämpning. Dagens Industri har beskrivit

---

<sup>76</sup> Report Administrative and criminal sanctions and other administrative measures imposed under the Market Abuse Regulation in 2019 ref. ESMA70-156-3537 (2020-12-16).

<sup>77</sup> Ibid punkt 18.

Finansinspektionens nät som ”finmaskigt” avseende marknadsmanipulation och finansinspektören Peter Hallström menar att sanktionerna ofta utdöms till oerfarna aktiesparare som en följd av bristande kunskap.<sup>78</sup> Uppsåt är som tidigare konstaterat inte ett krav vid administrativa sanktionsåtgärder, och vid icke-verbal manipulation är det lätt att konstatera en överträdelse.

ESMA menar att ytterligare en anledning till varför det är svårt att dra några slutsatser av rapporten är att finansmarknaderna skiljer sig länderna emellan, samt att vissa länder inte lägger samma vikt vid att bevaka marknaden. Den inre marknaden talar för att reglerna bör tillämpas i samma omfattning i samtliga medlemsstater, och att bevakning och utredning har samma prioritet medlemsländerna emellan. Dagens finansmarknad möjliggör handel i börser och värdepapper över landsgränser varpå rättstillämpningen kan förväntas vara likvärdig i samtliga medlemsstater. Det finns det stor anledning att följa upp denna utredning och undersöka hur MAR i framtiden tillämpas i medlemsstaterna.

---

<sup>78</sup> FI om de hårda straffen: ”Väldigt många som drabbas av fusket”, <https://www.di.se/nyheter/fi-om-de-harda-straffen-valdigt-manga-som-drabbas-av-fusket/>, Dagens Industri (artikel av Robert Triches) besökt 2021-05-15.

## 5. Slutsats

Genom utredningen av handlingsmönster och kännetecken för marknadsmanipulation besvaras uppsatsens frågeställningar om vad som utgör verbal respektive icke-verbal marknadsmanipulation. För att besvara frågeställningen om Finansinspektionens tillämpning har tillämpningen kartlagts genom en granskning följt av diskussion från ett internationellt perspektiv samt ett konsumentperspektiv. Utredningens slutsats blir följande;

Sedan MAR implementerades har marknadsmanipulation fått en mer extensiv tillämpning. Tidigare var marknadsmanipulation föremål för straffrättsliga sanktioner, men domineras numera av administrativa sanktioner. Genom två objektiva rekvisit framställs ett nästintill strikt ansvar, och aktiviteterna som förbjuds kan delas upp i två kategorier, verbal respektive icke-verbal manipulation. Dessa två kategorier innehåller vissa handlingsmönster som utgör typiska förfaranden av marknadsmanipulation. Med hjälp av dessa handlingsmönster kan Finansinspektionen enkelt och effektivt döma ut administrativa sanktionsavgifter. Två specifika handlingsmönster dominerar statistiken för överträdelser, dels handel med små volymer, dels egenhandel. Handelsmönster som typiskt utgör marknadsmanipulation är konkreta och lätta att förstå men framgår inte av lagtexten. För att komma fram till dessa modeller och mallar krävs studier av praktiska fall och material publicerat av Finansinspektionen.

Aktörer kan med relativt enkla medel manipulera instrument med låg likviditet, och vad som för en oerfaren privatsparare kan framstå som en möjlighet att höja värdet på sitt innehav genom en eller ett fåtal transaktioner, är i verkligheten illegala aktiviteter som kan resultera i administrativa sanktioner. Lagstiftningen finns till för att skydda konsumenter från att bli vilseledda till att göra dåliga investeringar, men det tycks vara andra mindre aktörer som utför majoriteten av manipulationer på marknaden. ESMA har uttryckt att det finns en önskan om att lägga större fokus på större aktörer istället för på konsumenter och småsparare. Finansinspektionen har, tillsammans med finansmarknadens mellanhänder vidtagit åtgärder för att motverka att marknadsmanipulation begås av misstag.



Förebyggande åtgärder i kombination med riktlinjer anpassade för konsumenter blir avgörande för hur förbudet tillämpas framöver. Genom ökad medvetenhet om regelverket och en mer likvärdig tillämpning i medlemsstaterna kan finansmarknaden bli mer transparent, effektiv och tillgänglig. På detta sätt uppnås bäst syftet med MAR och tillämpande myndighet kan då fokusera på aktörer som systematiskt manipulerar marknaden och vilseleder konsumenter.

# Käll- och litteraturförteckning

## Litteratur

Eklund, Karin och Stattin, Daniel, (2021) ”Aktiebolagsrätt och Aktiemarknadsrätt”, Iustus Förlag.

Jareborg, Nils (2004) ’Rättsdogmatik som vetenskap’ SvJT 2004.

Söderström, Rebecca, (2019) ”Kapitalmarknadsrätt”, Iustus Förlag.

## Offentligt tryck

Prop. 2016/17:22 ”Effektiv bekämpning av marknadsmissbruk”.

## Övrigt

Avanza, <https://www.avanza.se/lar-dig-mer/avanza-akademin/aktier/vad-ar-blankning-hur-fungerar-det.html> hämtat 2021-05-06.

ESMA, (2019-12-12) ”Report Annual report on administrative and criminal sanctions and other administrative measures under MAR” ref. ESMA70-156-2005.

ESMA, (2020-12-16) ”Report Administrative and criminal sanctions and other administrative measures imposed under the Market Abuse Regulation in 2019 ref. ESMA70-156-3537.

Euroclear, ”Aktieägandet i Sverige 2020” <https://www.euroclear.com/sweden/sv/det-svenska-aktieagandet.html>, besökt 2021-05-14.

Finansinspektionen, ”FI-tillsyn 17: Marknadsmissbruk 2018-2019”, Dnr 20-9985, 2020-05-07.

Finansinspektionen ”FI-tillsyn 5: Marknadsmissbruk 2017-2018”, Dnr 18-10948, 2018-06-20.

Finansinspektionen, ”Frågor och svar - vanligt förekommande frågor och svar om marknadsmissbruk”, senast granskad 2020-10-28 <https://www.fi.se/sv/marknad/om-marknadsmissbruk/fragor-och-svar-om-marknadsmissbruk/> besökt 2021-05-17.

Finansinspektionen ”Marknadsmissbruk - Sanktioner” <https://www.fi.se/sv/publicerat/sanktioner/marknadsmissbruk/?catid=18&catid=62&catid=67&catid=83&page=13> Besökt 2021-05-14

Jonsson, Camilla ”FI försvarar robohandeln”, publicerad 2020-06-01 <https://www.realtid.se/fi-forsvarar-robothandel>, Realtid, besökt 2021-05-15.

Landeborn, Maria ”Gigantiska stimulanspaket lugnar marknaden”, publicerad 2020-03-30 <https://nexteconomy.se/gigantiska-stimulanspaket-lugnar-marknaden/>, Nexteconomy, besökt 2021-05-14.

NASDAQ ”OMXS30 Historiska kurser” [http://www.nasdaqomxnordic.com/index/historiska\\_kurser?languageId=3&Instrument=SE0000337842](http://www.nasdaqomxnordic.com/index/historiska_kurser?languageId=3&Instrument=SE0000337842), besökt 2021-05-14.

SCB "Hushållens finansiella transaktioner" <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/finansmarknad/finansrakenskaper/sparbarometern/pong/tabell-och-diagram/hushallens-finansiella-transaktioner/>, besökt 2021-05-14.

Sundqvist, Frida "Miljonböter för olaglig robohandel i Paris", publicerad 2015-12-08 <https://www.svd.se/miljonboter-for-olaglig-robothandel-i-paris>, Svenska Dagbladet, besökt 2021-05-15.

Triches, Robert "Väldigt många som drabbas av fusket", publicerad 2021-05-05 <https://www.di.se/nyheter/fi-om-de-harda-straffen-valdigt-manga-som-drabbas-av-fusket/>, Dagens Industri, besökt 2021-05-15.

# Rättsfallsförteckning

## Högsta Domstolen

Mål nr B 586-20.

Mål nr B 6660-19.

Mål nr B 2458-20.

## Övriga svenska domstolar

Svea hovrätt dom 2019-09-02 i mål B 10177-19.

Svea HovR dom 2018-02-20 i mål B 497-17.

Svea hovrätt dom 2012-02-28 i mål B 8313-11.

Svea hovrätt dom 2015-10-29 i mål B 440-14.

Stockholm tingsrätt dom 2019-09-02 i mål B 2910-19.

Stockholms tingsrätt dom 2018-10-18 i Mål B 4515-18.

Stockholms tingsrätt dom 2016-12-22 i Mål B 5189-15.

Stockholm tingsrätt dom 2012-12-07 i mål B 2669-12.

## Finansinspektionen

FI Dnr 18-23301.

FI Dnr 19-2368.

FI Dnr 19-2347.