



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Kursmanipulation

Carl Hagberg

2010

Examensuppsats
Juristprogrammet
30 högskolepoäng

Juridiska institutionen
Handledare: Claes Beyer

Manipulation is the art of advertising through the medium of the tape.
/ Jesse Livermore¹

¹ Lefèvre, s 244

Sammanfattning

Kapitalmarknaderna spelar en viktig roll för företagens kapitalförsörjning och investerarnas möjligheter att få avkastning på sitt kapital. Det förekommer emellertid att marknadsaktörer manipulerar värdepapperskurser av olika anledningar. Bland annat för att behålla förtroendet för värdepappersmarknaden är det viktigt att stävja sådant fusk. Därför finns en mängd regler som direkt eller indirekt har koppling till kursmanipulation. Det har visat sig svårt att ex ante avgöra var gränsen går mellan tillåten och otillåten kurspåverkan. Det hänger samman med att syftet med en viss åtgärd kan avgöra om åtgärden är otillåten. Genom förarbeten, EU-direktiv, svensk lag, rättspraxis och doktrin har ett antal åtgärder och syften kunnat identifieras vilka anses vara otillbörliga. Därav kan man inte nödvändigtvis dra slutsatsen att de åtgärderna och syftena i varje enskilt fall skulle anses vara otillbörliga av en domstol.

Den viktigaste regeln avseende kursmanipulation är förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan. Andra relevanta straffrättsliga regler är svindleri, bedrägeri, bokföringsbrott och rapporteringsskyldighet. Utöver de straffrättsliga reglerna finns det förvaltningsrättsliga regler, såsom anmälningsskyldighet och flaggningsskyldighet, vilka motverkar kursmanipulation genom att förbättra transparensen på marknaden. Därutöver finns marknads självreglering, bestående av bl.a. Stockholmsbörsens handelsregler och Svenska Fondhandlareföreningens regler, vilka reglerar hur värdepappersinstituten ska agera i förebyggande syfte och vid misstänkt kursmanipulation. De EU-rättsliga direktiven på området bidrar till att avgöra vilka åtgärder som är otillåtna men direktiven kan inte göras gällande mot en enskild person.

De otillåtna åtgärderna kan indelas i tre grupper: Handelsåtgärder, hemliga avtal och vilseledande informationsspridning. Åtgärder som har ansetts vara otillåtna är: Att sälja aktier till sig själv, eget bolag eller nära anhörig (skenavtal), improper matched orders, hemliga återköpsklausuler, hemliga överlåtelseförbud, pump-and-dump-upplägg, scalping, att handla med ett finansiellt instrument för att påverka priset på ett annat instrument, att avsiktlig utlösa en stopp-loss, window dressing, cornering, manipulerad bokföring, att ta stora positioner som låser fast kursen vid en viss nivå, att göra transaktioner vid börsens stängning som vilseleder aktörer som fattar beslut grundade på stängningskurser, att köpa och sälja aktier till en kurs som är omotiverat hög, att lägga en stor dold köporder som sen återkallas och att komma överens om en affär i förväg som man sen genomför på börsen.

Förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan är endast tillämpligt i de fall då åtgärden vidtagits med ett otillbörligt syfte. Denna ordning beror på att brottet ofta begås genom

användande av helt ordinära åtgärder, exempelvis att en köporder läggs på börsen. Sådana ordinära åtgärder är naturligtvis tillåtna som utgångspunkt. En viss åtgärd kan alltså vara helt legitim om syftet är ett men otillbörlig om syftet är ett annat. Kanske kan man uttrycka det så att åtgärder som syftar till att uppnå någon av de effekter som nämns i art. 1.2 MmD och 8 § MmL har vidtagits med otillbörligt syfte. De syften som har ansetts otillbörliga vid påverkan på värdepapperskurser har det gemensamt att de avviker från vad som normalt kan anses vara syftet med att göra värdepappersaffärer. Otillåtna åtgärder saknar ofta affärsmässigt syfte. Domstolarna har ansett att följande syften är otillbörliga: Att uppnå skattefördelar, att driva upp kursen eller volymen, att driva ner kursen, att låsa kursen och att driva upp kursen på ett annat värdepapper. I övrigt är det svårt att slå fast vissa särskilda syften som otillbörliga.

Innehållsöversikt

2 Historik.....	12
3 Nuvarande reglering.....	21
4 Rättspraxis.....	46
5 Otillåtna åtgärder.....	62
6 Slutsatser.....	64
Källor.....	67

Innehåll

1	Introduktion.....	9
1.1	Inledning.....	9
1.2	Syfte.....	9
1.3	Metod och material.....	10
1.4	Avgränsningar.....	10
1.5	Terminologi.....	10
1.6	Disposition.....	11
2	Historik.....	12
2.1	Straffrättskommittén – SOU 1940:20.....	12
2.2	Fermenta-utredningen.....	13
2.3	Värdepappersmarknadskommittén – SOU 1989:72.....	14
2.4	Nobel-rapporten.....	16
2.5	1993 års Insiderutredning – SOU 1994:68.....	17
2.6	Marknadsmisbruksutredningen – SOU 2004:69.....	19
3	Nuvarande reglering.....	21
3.1	EU-direktiv.....	21
3.1.1	Lamfalussymodellen.....	21
3.1.2	Marknadsmisbruksdirektivet.....	22
3.1.3	Första genomförandedirektivet.....	23
3.1.4	Andra genomförandedirektivet.....	24
3.2	Strafflagstiftning.....	24
3.2.1	Otillbörlig marknadspåverkan.....	24
3.2.1.1	Personkrets.....	25
3.2.1.2	Brottsplats.....	25
3.2.1.3	Finansiella instrument.....	26
3.2.1.4	Förbjudna åtgärder.....	26
3.2.1.5	Ägnandedelikt.....	26
3.2.1.6	Syftets avgörande betydelse.....	27
3.2.1.7	Uppsåt och oaktsamhet.....	27
3.2.1.8	Medverkan och straffskala.....	27
3.2.2	Svindleri.....	28
3.2.2.1	Personkrets.....	28
3.2.2.2	Förbjudna åtgärder m.m.....	29
3.2.2.3	Uppsåt och oaktsamhet.....	30
3.2.3	Bedrägeri.....	30
3.2.4	Bokföringsbrott.....	32
3.2.5	Rapporteringsskyldighet.....	34
3.3	Förvaltningsrättslig reglering.....	35
3.3.1	Anmälningsskyldighet.....	35
3.3.2	Flaggningsskyldighet.....	38
3.4	Självreglering.....	40
3.4.2	Svenska Fondhandlareföreningens riktlinjer.....	41
3.5	Kommentar.....	43
3.5.1	Relevanta regler.....	43
3.5.2	Otillåtna åtgärder.....	43

4 Rättspraxis.....	46
4.7 PCQT.....	50
4.12 Morphic.....	52
4.23 Kommentar.....	58
4.23.1 Otillåtna åtgärder.....	59
4.23.2 Otillbörliga syften.....	60
5 Otillåtna åtgärder.....	62
6 Slutsatser.....	64
Källor.....	67

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
BFL	Bokföringslagen (1999:1078)
BrB	Brottsbalk (1962:700)
EES	Europeiska ekonomiska samarbetsområdet
FFFS	Finansinspektionens författningssamling
FI	Finansinspektionen
IL	Insiderlag (1990:1342)
ISL	Insiderstrafflag (2000:1086)
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
LVM	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden
MmD	Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan
MmL	Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument
NGM	Nordic Growth Market
Prop.	Proposition
SOU	Statens offentliga utredningar

1 Introduktion

1.1 Inledning

Kapitalmarknaderna spelar en avgörande roll för de ekonomiska förutsättningarna i det moderna samhället. Utan börsen hade företagens kapitalförsörjning blivit avsevärt försvårad och det hade varit svårare för investerare att få avkastning på sitt kapital. Placering av kapital i värdepapper handlar till syvende og sidst om att tjäna pengar. Investerare eftersträvar att få så hög avkastning som möjligt till lägsta möjliga risk.

En gammal sanning är att där det finns pengar att tjäna finns det också människor som är beredda att ta till ohederliga metoder för att tjäna ännu mer pengar än vad som annars vore möjligt. En etablerad tanke är att förekomsten av ohederliga metoder skadar marknaden och försvårar tillförseln av riskkapital. Dessutom strider tanken på att vissa aktörer skulle tillåtas fuska mot den allmänna uppfattningen av vad som är rätt och riktigt. Det finns således tunga skäl för samhället att motverka olika former av regelvidrigt agerande på värdepappersmarknaden.

Användandet av ohederliga metoder vid värdepappershandel kan ta sig många olika uttryck. Kursmanipulation kan ske genom handelsåtgärder, hemliga avtal eller vilseledande informationsspridning. Att avgöra var gränsen går mellan tillåten och otillåten påverkan på värdepapperskurser har visat sig vara svårt, bl.a. av den anledningen att syftet med en åtgärd ofta är avgörande för huruvida åtgärden är tillåten eller otillåten.

1.2 Syfte

Syftet med uppsatsen är att ta reda på vad som är otillåtet när det gäller påverkan på värdepapperskurser. Ett delmål med uppsatsen är att identifiera de regler som har samband med kursmanipulation för att få en överblick över regelverket. Detta mynnar ut i följande frågeställning:

- Vilka regler har samband med kursmanipulation och vad är innebörden av dessa regler?

De viktigaste reglerna avseende kursmanipulation är straffrättsliga. När det gäller de reglerna är det två aspekter som framstår som viktigare än andra när det gäller att avgöra huruvida en åtgärd är otillåten: 1. Vad åtgärden består i; 2. Vad syftet med åtgärden är. Här aktualiseras följande frågeställningar:

- Vilka kurspåverkande åtgärder är otillåtna?
- Vilka syften är otillbörliga vid kurspåverkan?

1.3 Metod och material

Traditionell juridisk metod har använts i arbetet med uppsatsen. Jag har gått igenom lagtext, förarbeten, rättspraxis och doktrin. Relevanta delar av dessa redovisas i uppsatsens deskriptiva avsnitt. Därefter analyseras det deskriptiva stoffet i uppsatsens analyserande avsnitt, benämnda Kommentarer respektive Slutsatser.

1.4 Avgränsningar

Uppsatsen behandlar vad som gäller i *Sverige*. För att klarlägga rättsläget i Sverige undersöks svensk nationell rätt och EU-rätt. Rättsläget i andra länder lämnas utanför uppsatsen.

Uppsatsen behandlar *regleringen* av kursmanipulation. Kursmanipulation som *fenomen* är ständigt närvarande i uppsatsen men avsikten är inte att närmare undersöka fenomenet kursmanipulation som sådant.

Insiderbrott och obehörigt röjande av insiderinformation lämnas utanför uppsatsen.

Uppsatsen behandlar den nuvarande regleringen och framväxten av denna. Framtida reglering lämnas utanför uppsatsen.

De nuvarande förbudsreglerna mot kursmanipulation är straffrättsliga. Alternativa regleringsformer såsom en ren förvaltningsrättslig reglering eller ren självreglering lämnas utanför uppsatsen. Dock behandlas de förvaltningsrättsliga regler och den självreglering som finns idag.

1.5 Terminologi

Här redogörs för med vilken innebörd olika termer används i uppsatsen.

Aktör	En fysisk eller juridisk person
Åtgärd	En handling av en aktör på marknaden
Kurspåverkan	En åtgärd som påverkar en värdepapperskurs. Kurspåverkan kan vara tillåten eller otillåten, legitim eller klandervärd.

Kursmanipulation	En åtgärd som utgör klandervärd kurspåverkan. Kursmanipulation kan vara tillåten eller otillåten men är alltid klandervärd.
Otillbörlig marknadspåverkan	En åtgärd som utgör brott enligt 8 § MmL
Otillbörlig kurspåverkan	En åtgärd som utgjorde brott enligt 9 § ISL

1.6 Disposition

Uppsatsen inleds med att dess syfte fastslås och ett antal frågeställningar formuleras. Därefter görs en genomgång av historiken på området, bestående av förarbeten och börsens egna utredningar. Sen följer ett avsnitt som behandlar idag gällande regler. Det rör sig dels om straffrättsliga regler som uttryckligen förbjuder kursmanipulation, dels om förvaltningsrättsliga regler och självreglering som indirekt förhindrar kursmanipulation. Det avsnittet avslutas med en kommentar av gällande regler. Därefter görs en genomgång av rättspraxis på området. Det avsnittet avslutas med en kommentar av rättspraxisen. Sen följer ett avsnitt som utifrån allmänna utgångspunkter behandlar vilka förfaranden som typiskt sett är otillåtna. Uppsatsen avslutas med att sammanfattande slutsatser presenteras.

2 Historik

I detta avsnitt behandlas framväxten av den svenska regleringen av kursmanipulation. Avsnittet tar avstamp i 1940 års straffrättskommitté som lade grunden för kriminaliseringen av svindleri. Fokus riktas sedan på de många utredningar som föregick införandet av förbudet mot otillbörlig kurspåverkan, som senare utvidgades till otillbörlig marknadspåverkan. Redogörelsen utgår från de utredningar som gjorts på området och dessa presenteras i kronologisk ordning. Utredningarna är av två sorter: Offentliga utredningar tillsatta av regeringen (SOU) och utredningar tillsatta av Stockholmsbörsen.

Regleringen av otillbörlig marknads/kurspåverkan är en relativt sent tillkommen lagstiftning. Förbudet mot otillbörlig kurspåverkan tillkom 1997 genom att det infördes i Lagen om handel med finansiella instrument. År 2000 flyttades förbudet mot otillbörlig kurspåverkan till Insiderstrafflagen vilken samtidigt ersatte Insiderlagen. År 2005 ersattes otillbörlig kurspåverkan av otillbörlig marknadspåverkan vilket placerades i den samtidigt tillkomna Marknadsmisbrukslagen vilken ersatte Insiderstrafflagen. Förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan finns än idag i Marknadsmisbrukslagen

2.1 Straffrättskommittén – SOU 1940:20

Straffrättskommitténs utredning (SOU 1940:20) medförde att svindleribrottet infördes i Sverige i samband med 1942 års strafflagsrevision. I Danmark och Norge hade tidigare införts strafflagstiftning som förbjöd svindleri.²

Rättsläget i Sverige fram till 1942 framgår av kommittédirektivet till Straffrättskommittén. Där talas om s.k. allmänfarligt bedrägeri (svindleri), vilket innebar exempelvis att lämna oriktiga uppgifter om bolags ekonomiska ställning. Själva lämnandet av oriktiga uppgifter var inte straffbart enligt Strafflagen och s.k. allmänfarliga bedrägerier föll därför utanför det straffbara området i de fall då rekvisiten för bedrägeri inte var uppfyllda.³

En bestämmelse fanns emellertid i Lag den 16 maj 1919 om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet. I 49 § fanns ett straffstadgande med ett förbud mot att, i syfte att inverka på allmänhetens eller ett flertal personers uppfattning, om ett värdepappers värde eller läget på värdepappersmarknaden överhuvud, sprida ett rykte som gärningsmannen vet är osant. Utöver nu nämnda regel fanns det vissa bestämmelser bl.a. i den dåvarande aktiebolagslagen som förbjöd bolagsföreträdare att lämna oriktiga uppgifter i skriftlig handling vid exempelvis bolagsstämma.⁴

² SOU 1940:20, s 156 f

³ SOU 1940:20, s 27

⁴ SOU 1940:20, s 156

Svindleri beskrevs som ett bedrägeri riktat mot allmänheten eller en obestämd krets av personer. Man uppmärksammade det svåra i att bevisa bedrägeriansvar vid sådana brott. Svårigheten bestod framförallt i att styrka kausalsambandet mellan de vilseledande uppgifterna och uppkommen skada. Utredningen ansåg det motiverat med en kriminalisering eftersom svindleri kan innebära en avsevärd fara för att de vilseledda personerna genomför förlustbringande affärer.⁵

När det gäller svindleribrottet har endast mindre ändringar skett sedan 1942 års strafflagsrevision: Formuleringen ”oriktig eller vilseledande” har ersatts av bara ”vilseledande”, straffarbete har avskaffats som påföljd, ringa brott kan numera även ge böter eller fängelse mot endast böter enligt Straffrättskommitténs förslag. Uppdelningen av svindleribrottet i två st. fanns med redan i Straffrättskommitténs betänkande. Vid brott enligt 1 st. kan vem som helst vara gärningsman medan det vid brott i 2 st. ska vara en bolagsföreträdare. Detta motiverades med att större krav kunde ställas på bolagsföreträdare än utomstående. För att utomstående skulle kunna dömas för svindleri föreslogs direkt uppsåt medan det för bolagsföreträdare skulle räcka med eventuellt uppsåt eller grov oaktsamhet.⁶ Detsamma gäller fortfarande, med den skillnaden att eventuellt uppsåt ersatts av likgiltighetsuppsåt.

Många av de förslag som lades fram i SOU 1940:20 blev gällande rätt och är så än idag varför en mer detaljerad redogörelse av Straffrättskommitténs förslag angående svindleri framgår av avsnitt 3.2.2 där svindleribrottet avhandlas.⁷

2.2 Fermenta-utredningen

År 1987 tillsatte Stockholmsbörsen en särskild utredning som fick i uppdrag att utreda vissa frågor som rör aktiemarknaden; utredningens resultat presenterades 1988. Bakgrunden till utredningens tillkomst var Sveriges mest kända fall av otillbörlig marknadspåverkan, den s.k. Fermenta-affären.

Den man som var både grundare, huvudägare, styrelseledamot och VD i Fermenta begick en osannolikt lång rad regelvidriga handlingar under ett par år i mitten av 1980-talet. Det rörde sig om bl.a. manipulation av aktiekursen i Fermenta genom hemliga avtal med aktieköpare men också genom vilseledande redovisning av Fermentas räkenskaper.

Vid tidpunkten för Fermenta-utredningen hade man inte börjat använda begreppet otillbörlig marknads/kurspåverkan utan istället används i utredningen begreppet kursdrivning.

⁵ SOU 1940:20, s 156

⁶ SOU 1940:20, s 157

⁷ Jmf. SOU 1940:20, s 157 ff

Utredningen konstaterade att skyddet mot kursdrivning var bristfälligt. Man konstaterade att svindleribrottet och bokföringsbrottet i BrB gav visst skydd när det gäller vilseledande informationsspridning men samtidigt påpekades att kursdrivning genom åtgärder på marknaden, såsom utbudshämmande avtal eller användandet av bulvaner var tillåtet. Fermenta-utredningen efterlyste förbud mot alla typer av kurspåverkande åtgärder. Man menade att om en sådan lagstiftning inte kom till stånd fanns risk för nya fall av kursdrivning.⁸

Utredningen föreslog att den nya regeln skulle placeras i lagen om värdepappersmarknaden och vara subsidiär till förbudet mot svindleri. Den nya regeln skulle bestå av flera delar: Den första delen skulle behandla förfaranden som var besläktade med svindleri, dvs. vilseledande informationsspridning; den andra delen skulle omfatta transaktioner på marknaden, dvs. köp eller säljorder; den tredje delen skulle omfatta transaktioner med avtalsklausuler innehållande överlåtelseförbud och liknande. Angående syftet med det otillåtna förfarandet sades att det ”kan vara att vilseleda marknaden därhän, att den konstlade kursen anses den rätta.” För att brott skulle föreligga skulle det krävas uppsåt eller grov vårdslöshet, föreslog utredningen⁹

Som en alternativ reglering diskuterade Fermenta-utredningen införandet av en upplysningsplikt vid ingående av kursdrivande avtal, användande av bulvaner och liknande förfaranden. Genom att marknaden som en följd av upplysningsplikten gavs kännedom om sådana förfaranden skulle skadorna kraftigt minskas. Utredningen framförde även motargument mot sitt eget förslag om upplysningsplikt, nämligen att vissa kursdrivande åtgärder skulle falla utanför upplysningsplikten, vilket man menade skulle begränsa upplysningspliktens nytta.¹⁰

2.3 Värdepappersmarknadskommittén – SOU 1989:72

I SOU 1989:72 föreslog Värdepappersmarknadskommittén att ett förbud mot otillbörlig kurspåverkan skulle införas i Sverige. Förbudet skulle placeras i BrB, i form av en 9 a § i 9 kap. dvs. i anslutning till svindleri vilket reglerades i 9 kap. 9 §.

SOU 1989:72 ledde emellertid inte till någon reglering av otillbörlig kurspåverkan i vare sig BrB eller någon annanstans. Flertalet remissinstanser invände nämligen mot Värdepappersmarknadskommitténs förslag med motiveringen att det kriminaliserade området inte var tillräckligt definierat. Detta menade man, medförde en risk att en kriminalisering även skulle träffa legitima transaktioner på marknaden.¹¹ I propositionen som följde utredningen

⁸ Fermenta, s 235

⁹ Fermenta, s 236

¹⁰ Fermenta, s 235

¹¹ SOU 1994:68, s 68

föreslogs att frågan borde övervägas ytterligare.¹² Följden blev alltså att någon reglering av otillbörlig kurspåverkan inte kom till stånd genom 1989 års utredning.

Utredarna anförde att den då föreliggande regleringen med svindleribrottet och bokföringsbrottet sammantaget gav ett tillfredsställande straffrättsligt skydd i de fall då vilseledande information om ett bolag spridits i syfte att påverka kursen på aktien. Däremot, påpekade utredarna, saknades det straffrättsliga regler som förhindrar kurspåverkande åtgärder som är inriktade på själva handeln.¹³ Det var alltså en sådan regel som utredningen föreslog skulle införas som en 9 a § i BrB 9 kap. Den föreslagna regeln skulle vara tillämpbar i de fall som inte omfattades av svindleriparagrafen.¹⁴

Värdepappersmarknadskommittén föreslog att alla fysiska personer skulle kunna åläggas ansvar för otillbörlig kurspåverkan, alltså inte endast bolagets företrädare. Man hade noterat att i stort sätt vem som helst kan göra sig skyldig till den typen av åtgärder som man avser med otillbörlig kurspåverkan.¹⁵ Man föreslog vidare att den nya bestämmelsen skulle omfatta all handel med finansiella instrument och alla marknadsplatser.¹⁶

När det gäller uppsåtsfrågan gjorde utredningen bedömningen att direkt uppsåt skulle krävas för att straffansvar ska föreligga. Detta eftersom man menade att det fanns gränsdragningsvårigheter mellan åtgärder som avser att manipulera kursen och legitima åtgärder på marknaden. Även enligt första stycket¹⁷ i svindleriparagrafen krävdes det direkt uppsåt. Man framhöll att genom att också otillbörlig kurspåverkan skulle kräva direkt uppsåt, uppstod parallellitet mellan de båda reglerna avseende uppsåtet.¹⁸

Lagregler om otillbörlig kurspåverkan saknades vid tidpunkten för Värdepappersmarknadskommitténs betänkande. Därför saknades också en enhetlig definition av begreppet. Värdepappersmarknadskommitténs betänkande är dock den äldsta källa där jag stött på begreppet otillbörlig kurspåverkan. I betänkandet hänvisas till Fermentautredningens begrepp kursdrivning vilket förefaller vara samma sak som otillbörlig kurspåverkan. Kursdrivning innebär åtgärder som direkt eller indirekt avser att påverka en aktiekurs, exempelvis vilseledande informationsspridning, felaktiga bokslut eller åtgärder som påverkar tillgången av bolagets aktier på marknaden.¹⁹

¹² Prop. 1990/91:42, s 74 f

¹³ SOU 1989:72, s 200

¹⁴ SOU 1989:72, s 203

¹⁵ SOU 1989:72, s 202

¹⁶ SOU 1989:72, s 202

¹⁷ Endast första stycket i svindleriparagrafen omfattade samtliga fysiska personer.

¹⁸ SOU 1989:72, s 203

¹⁹ SOU 1989:72, s 198

Värdepappersmarknadskommittén påpekade att endast åtgärder som syftar till att skapa en konstlad kurssättning ska kriminaliseras. Det innebar att stora transaktioner som leder till kursförändringar men där syftet är legitimt föreslogs förbli tillåtna. Utredarna påpekade också att ett kriminaliserat förfarande inte behöver bestå av syftet att uppnå en omedelbar kurspåverkan utan motivet kan lika gärna vara att behålla kursen på en hög nivå under en längre i tid exempelvis inför ett offentligt uppköpserbjudande eller en fusion.²⁰

2.4 Nobel-rapporten

Stockholmsbörsen tillsatte 1991 den utredning som 1992 lade fram Nobel-rapporten. Syftet var att utreda vissa händelser i Nobel Industrier. I rapporten behandlades även frågan om reglering av otillbörlig kurspåverkan.

Nobel-rapporten framförde åsikten att om börsen införde en självreglering så skulle man på den vägen kunna komma till rätta med en del klandervärda beteenden. Man ansåg dock att det krävdes ytterligare precisering av det otillåtna området och efterlyste enighet bland de auktoritativa organen om vilka beteenden som skulle anses klandervärda. Rapporten föreslog att börsens styrelse skulle ta initiativ till ett sådant arbete.²¹

Utöver förslaget om självreglering framlade Nobel-rapporten flera andra förslag: För det första att börsledningen skulle kunna kontakta såväl börsmedlemmar som enskilda placerare för att ”påtala affärsetiskt tvivelaktiga tendenser”, för det andra att börsen skulle kunna publicera fall där man ansåg att det förekommit oegentligheter och för det tredje att börsen skulle kunna anmäla fall till FI, som skulle kunna förelägga om vite.²²

I Nobel-rapporten uppmärksammades problemet att det ofta är syftet med en viss åtgärd som är klandervärd. Det innebär att samma åtgärd i andra fall kan vara helt legitim. Att sprida information om en viss aktie är i allmänhet legitimt men om informationsspridningen sker i syfte att otillbörligen driva upp aktiekursen är beteendet klandervärd. Man menade att grunden för kriminaliseringen blir oklar. Det blir då svårt att avgöra vad som faller inom respektive utanför det straffbelagda området. Utredningen påpekade vidare att det är svårt att straffbelägga allvarligt menade transaktioner.²³

Trots att Nobel-rapporten uppmärksammade problematiken med syftets avgörande betydelse föreslog man en kriminalisering av otillbörlig kurspåverkan i ”mera flagranta fall”. Utredarna utformade t.o.m. ett förslag till lagtext, vilket man föreslog skulle placeras i LHF. Den föreslagna paragrafen innehöll en detaljerad beskrivning av de förfaranden som skulle

²⁰ SOU 1989:72, s 202

²¹ Nobel Industrier, Gamlestaden, Erik Penser och bankerna, s 290

²² Nobel Industrier, Gamlestaden, Erik Penser och bankerna, s 290 f

²³ Nobel Industrier, Gamlestaden, Erik Penser och bankerna, s 291

vara förbjudna. Det rörde sig om skenavtal, hemliga utfästelser att senare förvärva aktier, hemliga överlåtelseförbud och liknande förfaranden. Direkt uppsåt skulle krävas för straffansvar.²⁴

Enligt 1993 års Insiderutredning förekom kritik mot Nobel-rapporten från näringslivet vilken bestod i att rapportens återhållsamhet när det gäller kriminaliseringens omfattning ”lämnar alltför stort utrymme för uppenbart illojala transaktioner”. Kritikerna påpekade att utländska aktörers förtroende för svenska börskurser är ett argument för kriminalisering av otillbörlig kurspåverkan.²⁵

2.5 1993 års Insiderutredning – SOU 1994:68

Värdepappersmarknadskommitténs betänkande (SOU 1989:72) kom alltså inte att leda till någon lagregel mot otillbörlig kurspåverkan eftersom ytterligare utredning av frågan föreslogs i propositionen. Bl.a. mot bakgrund av detta tillsattes några år senare en ny utredning (SOU 1994:68) med uppgift att återigen utreda huruvida en lagregel mot otillbörlig kurspåverkan skulle kunna införas. Utredningen skulle ske med utgångspunkt i tidigare utredningar av frågan. I kommittédirektivet till SOU 1994:68 konstaterades att remissinstanserna i Värdepappersmarknadskommitténs betänkande hade varit av den uppfattningen att det behövde införas en ny regel som motverkar otillbörlig kurspåverkan men att det var svårt att definiera de förfaranden som borde kriminaliseras.²⁶ Den här gången gick det bättre och som en följd av 1993 års utredning tillkom 1997 ett förbud mot otillbörlig kurspåverkan vilket infördes i LHF. År 2000 flyttades förbudet mot otillbörlig kurspåverkan till 9 § ISL som här återges i sin helhet. Regeln är numera upphävd.

9 § Den som, vid handel på värdepappersmarknaden, i avsikt att otillbörligt påverka priset vid allmän omsättning av finansiella instrument

1. sluter avtal eller företar annan rättshandling för skens skull,
2. i hemlighet förenar avyttring av finansiella instrument med utfästelse att senare förvärva dessa till visst lägsta pris eller med villkor som begränsar rätten till fortsatt avyttring eller annars är avsedda att undandra instrumenten allmän omsättning, döms för *otillbörlig kurspåverkan* till fängelse i högst två år eller, om brottet är ringa, till böter eller fängelse i högst sex månader.

Detsamma gäller, om någon, i annat fall än som avses i första stycket, vid handel på värdepappersmarknaden i avsikt att otillbörligt påverka priset vid allmän omsättning av finansiella instrument ingår köp- eller säljavtal, lämnar anbud om slutande av sådant avtal, vidtar annan liknande åtgärd eller föranleder någon annan till sådan rättshandling och åtgärden är ägnad att vilseleda köpare och säljare av finansiella instrument.

²⁴ Nobel Industrier, Gamlestaden, Erik Penser och bankerna, s 293

²⁵ SOU 1994:68, s 70

²⁶ Dir. 1993:103, återgett i SOU 1994:68, s 130

Är brottet med hänsyn till omfattningen av kurspåverkan eller övriga omständigheter att anse som grovt, skall dömas till fängelse i lägst sex månader och högst fyra år.

1993 års utredning ansåg att det svenska regelverket kring marknadsmissbruk var internationellt sett välutvecklat vid denna tid och att otillbörlig kurspåverkan var den enda större luckan.²⁷ Utredningen konstaterade att det med nuvarande (läs: dåtidens) rättsläge var tillåtet att påverka kursen för att säkerställa enskilda aktörers vinst. Sådant agerande ansåg utredningen dock vara otillbörligt. Utredningen sa emellertid att man inte kan straffbelägga normala transaktioner enbart därför att de har till syfte att påverka kursen utan framhåller att det måste finnas ett klart otillbörligt motiv. Man underströk vidare betydelsen av att en kriminalisering av otillbörlig kurspåverkan inte fick gå för långt.²⁸ Utredningen föreslog att kurspåverkan skulle kriminaliseras endast i de fall då den som påverkar kursen har ett otillbörligt syfte med sitt agerande. På så sätt undviker man att legitima transaktioner kriminaliseras. Man hänvisade till en liknande regel i BrB 11 kap. 4 § när det gäller fallet då en gäldenär betalar till en borgenär och på så sätt försätter övriga borgenärer i en sämre ställning. Gäldenären gör sig skyldig till brott om han i otillbörligt syfte gynnar den borgenär som han betalat till, men i allmänhet är det naturligtvis tillåtet för en gäldenär att betala till en borgenär på andra borgenärs bekostnad.²⁹

Utredningen säger uttryckligen att man anser att den föreslagna kriminaliseringen av otillbörlig kurspåverkan endast ska avse marknadsoperationer. Emellertid framgår det av utredningen att frågan om otillbörlig kurspåverkan genom vilseledande informationsspridning varit uppe till diskussion och att näringslivsföreträdare yttrat sig i frågan. Dessa ska ha påpekat att informationsspridning kan ha illojala motiv och böra träffas av en kriminalisering. Det kan exempelvis röra sig om journalister som antingen medvetet eller på grund av att de själva blivit vilseledda av någon marknadsaktör sprider vilseledande information. Utredningen påpekar här att principerna i tryckfrihetsförordningen utgör ”uppenbara hinder mot en kriminalisering.” Det skulle inte vara möjligt att döma för svindleri i sådana fall eftersom meddelarfriheten då skulle inskränkas.³⁰

SOU 1994:68 behandlade också frågan om återköp av egna aktier. Vid denna tidpunkt var återköp av egna aktier fortfarande förbjudet. Man skiljde i detta sammanhang på kursvårdande och kursdrivande åtgärder samt konstaterade att gränsen dem emellan inte är skarp.

²⁷ SOU 1994:68, s 69

²⁸ SOU 1994:68, s 70 f

²⁹ SOU 1994:68, s 71

³⁰ SOU 1994:68, s 71 f

Kursvårdande åtgärder (exempelvis återköp av egna aktier) är, liksom kursdrivande åtgärder, avsedda att påverka kursen. Utredningen framhöll denna svåra gränsdragning som ett skäl att vara försiktig vid kriminaliseringen av otillbörlig kurspåverkan.³¹ När det gäller återköp av egna aktier kom problemet sedermera att lösas genom att man införde ett legalundantag som uttryckligen undantar återköp av egna aktier från det kriminaliserade området, 9 § MmL.

2.6 Marknadsmisbruksutredningen – SOU 2004:69

De lagändringar rörande otillbörlig kurspåverkan som skedde 2005 var en nationell implementering av det EU-rättsliga Marknadsmisbruksdirektivet. SOU 2004:69 är i mångt och mycket en återgivning av vad som sägs i Marknadsmisbruksdirektivet. Utredarna konstaterade att den svenska regleringen av otillbörlig kurspåverkan behövde kompletteras för att överensstämma med marknadsmisbruksdirektivet.³² Det var också i detta sammanhang som namnbytet från otillbörlig kurspåverkan till otillbörlig marknadspåverkan skedde. Utredarna motiverade namnbytet med att det nya brottet otillbörlig marknadspåverkan även omfattar förfaranden som inte påverkar priset på värdepappret.³³

Otillbörlig marknadspåverkan enligt marknadsmisbruksdirektivet är ett vidare begrepp än otillbörlig kurspåverkan enligt insiderstrafflagen. Marknadsmisbruksdirektivet avser såväl transaktioner och handelsorder som informationsspridning. I 1994 års utredning sägs att ”Vilseledande informationsspridning behöver inte ske vid handel på värdepappersmarknaden för att vara straffbar”.³⁴ Marknadsmisbruksdirektivet omfattar alltså även åtgärder som sker utanför de finansiella marknaderna. I brottet otillbörlig marknadspåverkan enligt 8 § MmL ingår alla förfaranden som var kriminaliserade enligt insiderstrafflagen samt de förfaranden som omfattas av marknadsmisbruksdirektivet.³⁵

Marknadsmisbruksutredningen återger vilka åtgärder som sägs utgöra marknadsmisbruk enligt marknadsmisbruksdirektivet. Man påpekar att dessa åtgärder inte i sig kan anses utgöra marknadsmisbruk men att de ska beaktas när fråga är om marknadsmisbruk föreligger. För att åtgärderna ska utgöra otillbörlig marknadspåverkan krävs alltså ytterligare något moment eller syfte för att otillbörlig marknadspåverkan ska föreligga.³⁶ Även i denna utredning påpekas att legitima förfaranden inte ska anses utgöra otillbörlig marknadspåverkan.³⁷

³¹ SOU 1994:68, s 70

³² SOU 2004:69, s 86

³³ SOU 2004:69, s 192

³⁴ SOU 2004:69, s 192

³⁵ SOU 2004:69, s 191

³⁶ SOU 2004:69, s 88

³⁷ SOU 2004:69, s 193

Lagändringen som följde av utredningen innebar att kravet på direkt uppsåt (som fanns när det gäller otillbörlig kurspåverkan) togs bort samt att otillbörlig marknadspåverkan kom att kunna ske även genom vilseledande informationsspridning. Utredningen konstaterade att otillbörlig marknadspåverkan och svindleri är närliggande brott. En skillnad mellan svindleri och otillbörlig marknadspåverkan är att det krävs direkt uppsåt för svindleri medan oaktsamhet räcker för otillbörlig marknadspåverkan. Svindleri har i gengäld en strängare straffskala. Utredningen föreslog att gärningsmannen döms för svindleri när alla rekvisit för detta är uppfyllda.³⁸ Otillbörlig marknadspåverkan är således subsidiärt till svindleri.

³⁸ SOU 2004:69, s 92

3 Nuvarande reglering

I detta avsnitt kommer rättsläget av idag att belysas. Åtgärder som innebär manipulation av värdepapperskurser faller inom tillämpningsområdet för olika straffrättsliga regler beroende på vad för typ av åtgärd som vidtagits. De flesta former av manipulation aktualiserar frågan om brott mot förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan och denna regel är numera den centrala på området. Marknadsmissbrukslagen tillkom som en nationell implementering av Marknadsmissbruksdirektivet varför de EU-rättsliga reglerna också behandlas.³⁹ Andra regler som anknyter till kursmanipulationens område är de om rapporteringsskyldighet, anmälningsskyldighet och flaggningsskyldighet. Därutöver finns en omfattande självreglering på området bestående av bl.a. Stockholmsbörsens handelsregler och Svenska fondhandlareföreningens riktlinjer.

3.1 EU-direktiv

EU-rätten är en del av den svenska rättsordningen sedan vårt land blev medlem i EU. Otillbörlig marknadspåverkan regleras i MmD och Första genomförandedirektivet⁴⁰ medan investeringsrekommendationer regleras i MmD och Andra genomförandedirektivet⁴¹. Dessa rättsakter har tillkommit genom den s.k. Lamfalussymodellen, vilken behandlas i avsnitt 3.1.1. MmD tillkom 2003 och ersatte då 1989 års Insiderdirektiv.⁴² MmD har kompletterats med ett antal genomföranderättsakter: En förordning och tre direktiv. Genomföranderättsakterna riktar sig, liksom övriga EU-rättsliga direktiv, till medlemsstaterna, vilket framgår av exempelvis art. 8 Första genomförandedirektivet. Första och andra genomförandedirektiven behandlas nedan.

3.1.1 Lamfalussymodellen

1999 presenterade EU-kommissionen en handlingsplan som syftade till att skapa en gemensam marknad för finansiella tjänster inom EU.⁴³ Antagandet av MmD var en del av handlingsplanen. Den s.k. Visemannakommittén lade 2001 fram Lamfalussyrapporten⁴⁴ i vilken man föreslog en ny lagstiftningsprocess inom EU på det finansiella området. Denna

³⁹ SOU 2004:69, s 11

⁴⁰ Kommissionens direktiv 2003/124/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller definition och offentliggörande av insiderinformation och definition av otillbörlig marknadspåverkan

⁴¹ Kommissionens direktiv 2003/125/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller skyldigheten att presentera investeringsrekommendationer sakligt och att uppgge intressekonflikter

⁴² Rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter om insiderhandel

⁴³ Financial Services Action Plan

⁴⁴ Final report of the committee of wise men on the regulation of European securities markets

lagstiftningsprocess kom att kallas Lamfalussymodellen. MmD är det första värdepappersrättsliga direktivet som tillkommit enligt Lamfalussymodellen. Tanken med Lamfalussymodellen är att lagstiftningsprocessen på det finansiella området ska bli snabbare än vad som är möjligt med den ordinära EG-rättsliga lagstiftningsprocessen.⁴⁵

EU:s normala lagstiftningsförfarande går till så att kommissionen föreslår rättsakter som rådet och parlamentet antar. Lamfalussymodellen består istället av fyra nivåer. På nivå ett används det normala lagstiftningsförfarandet för att ta fram en ramlagstiftning samt bestämma inom vilka områden detaljregler krävs. MmD har antagits på detta sätt på nivå ett. I MmD berättigar parlamentet och rådet kommissionen att anta genomföranderättsakter i viss utsträckning. På nivå två har fyra genomföranderättsakter, bl.a. Första och andra genomförandedirektiven, antagits av kommissionen. Dessa utgör detaljregler och kompletterar MmD. På nivå tre finner man utökat samarbete mellan medlemsstaternas tillsynsmyndigheter, i bl.a. rådgivande kommittéer. Denna nivå syftar till att genomföra bestämmelserna från nivå ett och två i den nationella lagstiftningen. Slutligen finns på nivå fyra ett för kommissionen utökat ansvar att säkerställa att EU:s regelverk implementeras i medlemsstaterna.⁴⁶

3.1.2 Marknadsmisbruksdirektivet

Liksom andra EU-direktiv riktar sig MmD till medlemsstaterna genom att ålägga dem att förbjuda marknadsmisbruk, art. 5 MmD. Medlemsstaterna åläggs också att vidta en rad andra åtgärder som kan ha preventiv och utredningsunderlättande verkan.⁴⁷

Otillbörlig marknadspåverkan definieras i art. 1 MmD genom att de typer av åtgärder som utgör otillbörlig marknadspåverkan preciseras. Första delen av art. 1.2 återges här i sin helhet:

2. otillbörlig marknadspåverkan:

a) Transaktioner eller handelsorder

— som ger eller kan förväntas ge falska eller vilseledande signaler om tillgång, efterfrågan eller pris på finansiella instrument, eller

— som genom en persons agerande eller fleras samarbete låser fast priset på ett eller flera finansiella instrument vid en onormal eller konstlad nivå,

utom i de fall då personen som utförde transaktionen eller handelsordern kan visa att hans skäl att utföra densamma är legitima och att transaktionen eller ordern stämmer överens med godtagen marknadspraxis på den berörda reglerade marknaden.

⁴⁵ Samuelsson et al. s 7

⁴⁶ Samuelsson et al. s 169 ff och http://www.fi.se/Templates/Page___2571.aspx

⁴⁷ SOU 2004:69, s 11

b) Transaktioner eller handelsorder där falska förespeglingar eller andra slag av vilseledande eller manipulationer utnyttjas.

c) Spridning genom medierna, inklusive Internet, eller på annat sätt av information som ger eller kan förväntas ge falska eller vilseledande signaler om finansiella instrument, även spridning av rykten och falska eller vilseledande nyheter, om personen som sprid informationen insåg eller borde ha insett att den var falsk eller vilseledande. När journalister verkar i sin yrkesroll skall spridning av sådan information bedömas, utan att det påverkar tillämpningen av artikel 11, med hänsyn till regler som är tillämpliga på deras yrke, såvida inte dessa personer direkt eller indirekt erhåller fördel eller vinning genom att sprida informationen i fråga.

I art. 1 uppräknas också ett antal exempel vilka omfattas av definitionen i punkterna a-c, ovan: Att ta så stora positioner i ett instrument att kursen låses fast vid en viss nivå och liknande konsekvenser; att genomföra transaktioner innan marknaden stänger som vilseleder aktörer som fattar beslut grundade på stängningskurser; att sprida vilseledande information om värdepapper som man själv äger utan att ha offentliggjort sitt innehav. Det sägs också i art. 1 att definitionen på otillbörlig marknadspåverkan ska anpassas till att även omfatta nya handelsmönster som i praktiken utgör otillbörlig marknadspåverkan.

Vidare gäller MmD i princip bara aktier som är noterade på en reglerad marknad, samt derivat på dessa aktier. Däremot saknar det betydelse om transaktionen sker på eller utanför den reglerade marknaden. Ett företags köp av egna aktier inom ramen för återköpsprogram utgör inte otillbörlig marknadspåverkan. Detsamma gäller åtgärder som vidtas för att stabilisera kursen på ett finansiellt instrument, punkt 33 preambeln och art. 8 MmD.

3.1.3 Första genomförandedirektivet

Art. 4 och 5 Första genomförandedirektivet hänvisar till art. 1 MmD. De signaler som räknas upp i art. 4 och 5 Första genomförandedirektivet kan utgöra otillbörlig marknadspåverkan enligt art. 1 MmD. Signalerna i sig utgör dock inte otillbörlig marknadspåverkan utan de är endast indikationer på otillbörlig marknadspåverkan. För att otillbörlig marknadspåverkan ska föreligga krävs det något mer.⁴⁸ Vidare är signalerna i art. 4 och 5 inte uttömmande. Signalerna måste beaktas när ett fall av otillbörlig marknadspåverkan granskas, punkt 6 preambeln till Första genomförandedirektivet.

Signalerna i art. 4 Första genomförandedirektivet anknyter till art. 1.2 a MmD. Signalerna har det gemensamt att de utgör order eller avslut i finansiella instrument som är noterade på en reglerad marknad. Att det räcker med lagda order som påverkar köp- eller säljkursen

⁴⁸ Samuelsson et al. s 284 f

innebär alltså att något avslut inte behöver komma till stånd för att otillbörlig marknadspåverkan ska föreligga. Undantaget är art. 4 punkt c där det krävs att avslut skett och punkt f där ett avslut inte får ha skett. Signaler enligt art. 4 är order och avslut som: Utgör en stor del av den omsatta volymen i instrumentet; påverkar kursen på ett relaterat derivatinstrument eller underliggande instrument; har samma aktör som köpare och säljare; sker inom ett kort tidsintervall och kastar om kursen; förändrar bästa köp/säljkurs men återkallas innan avslut skett; sker vid en referenstidpunkt och påverkar referenspriser.

Signalerna i art. 5 Första genomförandedirektivet anknyter till art. 1.2 b MmD. Signaler enligt art. 5 är order och avslut som föregås eller följs av att samma personer eller personer som samarbetar med dessa personer: sprider vilseledande information; sprider analyser eller investeringsrekommendationer som är felaktiga eller partiska eller bevisligen påverkade av väsentliga intressen.

3.1.4 Andra genomförandedirektivet

I Marknadsmisbruksdirektivet och Andra genomförandedirektivet finns regler om investeringsrekommendationer och finansiella analyser som är avsedda för allmänheten. Andra genomförandedirektivet är en implementering av art 6.5 MmD. Investeringsrekommendationer måste vara sakliga, art 3 och 4 Andra genomförandedirektivet. Eventuella intressekonflikter - exempelvis egna innehav i det rekommenderade instrumentet - måste redovisas öppet, art. 5 och 6. Ett annat krav är att det ska framgå vem som tagit fram rekommendationen och vilken befattning samt arbetsgivare den personen har, art. 2. Informationskraven i direktivet är långtgående och detaljerade men syftet är inte att reglera finansiella rekommendationer i allmänhet utan att förhindra otillbörlig marknadspåverkan.⁴⁹

3.2 Strafflagstiftning

3.2.1 Otillbörlig marknadspåverkan

Förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan utgörs av 8 § MmL, vilken här återges i sin helhet. Nedan kommenteras de rekvisit som återfinns i paragrafen. Förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan tillhör specialstraffrätten.

8 § Den som vid handel på värdepappersmarknaden eller annars förfar på ett sätt som han eller hon inser är ägnat att otillbörligen påverka marknadspriset eller andra villkor för handeln med finansiella instrument eller på annat sätt vilseleda köpare eller säljare av sådana instrument, döms för otillbörlig marknadspåverkan till

⁴⁹ SOU 2004:69, s 17

fängelse i 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 sätt som anges i första stycket. I dessa fall döms till böter eller fängelse i högst ett år. Om gärningen är ringa döms inte till ansvar.

3.2.1.1 Personkrets

Formuleringen *den* i lagtexten, syftar på gärningsmannen. Vem som helst kan göra sig skyldig till otillbörlig marknadspåverkan. Det kan tyckas självklart men tidigare fanns begränsningar när det gällde exempelvis insiderbrott och sådana begränsningar finns fortfarande när det gäller svindleri (enligt 9 kap. 9 § 2 st. BrB) vilka begränsar den personkrets som omfattas av den regeln till bolagsföreträdare och liknande. Eftersom det rör sig om straffrättsliga regler gäller legalitetsprincipen och det finns således i princip inget utrymme för tolkning utan endast de personkategorier som uttryckligen omfattas av en viss regel kan bli föremål för straffansvar.

Den andra sidan av personkretsmyntet är vem som kan vara brottsoffer. I förarbetena sägs att det kan vara antingen marknaden som helhet eller enskilda investerare som är ägnade att bli vilseledda m.m.⁵⁰ Det finns för övrigt inte något skaderekvisit i paragrafen vilket hänger samman med att det inte behöver uppkomma någon skada hos en viss person för att brott ska föreligga.

3.2.1.2 Brottsplats

Formuleringen *vid handel på värdepappersmarknaden eller annars* syftar på vilken arena gärningsmannen kan göra sig skyldig till otillbörlig marknadspåverkan. Den otillåtna åtgärden kan naturligtvis ske på värdepappersmarknaden, exempelvis genom att en köporder läggs på Stockholmsbörsen. Den kan emellertid lika gärna ske utanför värdepappersmarknaden, exempelvis genom att en återköpsklausul införs i ett överlåtelseavtal som ingås utanför börsen. Formuleringen *eller annars* i lagtexten markerar nämligen att den otillåtna åtgärden kan ske var som helst. Detta utgör en förändring i förhållande till det gamla brottet otillbörlig kurspåverkan där det krävdes att den otillåtna handlingen skett på värdepappersmarknaden.⁵¹

⁵⁰ Prop 1995/96:215 s 96

⁵¹ 9 § ISL

3.2.1.3 Finansiella instrument

Formuleringen *finansiella instrument* respektive *sådana instrument* syftar på vilken typ av värdepapper som kan bli föremål för otillbörlig marknadspåverkan. I propositionen till MmL sägs att MmD i princip bara gäller aktier som är godkända för handel på en reglerad marknad, samt derivat på dessa aktier.⁵² I Sverige skulle i så fall bara värdepapper på Nasdaq OMX och NGM omfattas av förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan. Samuelsson et al. säger emellertid att ”En betydande flora av handelsplatser som omfattas av MmL kan förekomma” och vidare att det räcker att instrumentet är avsett för allmän omsättning.⁵³ Beckman et al. har påpekat att aktier i privata bolag inte är utgivna för allmän omsättning.⁵⁴

3.2.1.4 Förbjudna åtgärder

Formuleringen *påverka marknadspriset eller andra villkor* respektive *på annat sätt vilseleda* slår fast ramen för vilka åtgärder som kan utgöra otillbörlig marknadspåverkan. Dessa allmänna formuleringar lämnar naturligtvis ett stort tolkningsutrymme. I lagkommentaren påpekas att gränsen mellan det tillåtna och det otillåtna går bland en skala av olika handlingar och transaktioner och att det är svårt att dra denna gräns ex ante.⁵⁵ Otillbörlig marknadspåverkan kan vara t.ex. spridande av falsk information, avstående eller fördröjt offentliggörande av ny information, falsk marknadsaktivitet eller falska transaktioner, under förutsättning att dessa beteenden uteslutande, typiskt sett förvrider priserna eller skapar värdeöverföringar till gärningsmannen.⁵⁶ Ett annat sätt att påverka aktiekursen är genom att köpa köpoptioner med aktien som underliggande instrument för att på så sätt få optionsutställarna att köpa den underliggande aktien i hedgingsyfte, vilket kan driva upp aktiekursen.⁵⁷ Vilka åtgärder som är otillåtna utreds vidare i avsnitt 3.5.2, 4.23.1, 5 och 6.

3.2.1.5 Ägnandedelikt

Formuleringen *ägnat att* i lagtexten syftar på att det för att brott ska föreligga räcker att den av gärningsmannen vidtagna åtgärden *typiskt sett* otillbörligen påverkar eller vilseleder. Otillbörlig marknadspåverkan kan alltså föreligga även om det inte var någon som blev vilseledd av den otillåtna åtgärden, under förutsättning att åtgärden typiskt sett påverkar eller var vilseledande. Någon förändring av kursen måste således inte ha skett för att brott ska föreligga.⁵⁸

⁵² Prop. 2004/05:142, s 36

⁵³ Samuelsson et al. s 202 ff

⁵⁴ Beckman et al. s 101

⁵⁵ Samuelsson et al. s 286

⁵⁶ Samuelsson et al. s 154

⁵⁷ af Sandeberg, s 135

⁵⁸ Samuelsson et al. s 280

3.2.1.6 Syftets avgörande betydelse

Formuleringen *otillbörligen* syftar på att endast åtgärder som vidtas med ett otillbörligt syfte kan utgöra otillbörlig marknadspåverkan. Om samma åtgärd vidtas med ett legitimt syfte kan den inte utgöra otillbörlig marknadspåverkan. Att lägga en köporder för att man vill köpa aktier är legitimt men att lägga samma köporder för att driva upp kursen på ett derivatinstrument är otillbörligt. Åtgärder som vidtas i syfte att manipulera kursen är otillåtna just för att syftet är att påverka kursen, även om åtgärden i sig är ordinär. Det är just syftet att manipulera som gör så att åtgärden blir otillbörlig.⁵⁹ Vilka syften som är otillbörliga utreds vidare i avsnitt 3.5.3, 4.23.2 och 6.

3.2.1.7 Uppsåt och oaktsamhet

Rekvisitet *inse* fastslår att det numera räcker med likgiltighets uppsåt för att ansvar för otillbörlig marknadspåverkan, uppsåtligt brott, ska föreligga. Detta är en förändring från ISL där det krävdes direkt uppsåt, vilket markerades med ordet *avsikt* i lagtexten. Enligt MmL räcker det alltså, för att uppsåtligt brott ska föreligga, att gärningsmannen inse att åtgärden är ägnad att ha en direkt eller indirekt otillbörlig påverkan på marknaden genom att påverka marknadspriset, andra villkor för handel eller på annat sätt vilseleda köpare eller säljare.⁶⁰

Rekvisitet *borde inse* fastslår att oaktsamhet av normalgraden är tillräckligt för att ansvar för otillbörlig marknadspåverkan, oaktsamhetsbrott, ska föreligga. Det är samma brottsrubricering oavsett om gärningsmannen haft uppsåt eller varit oaktsam. Frågan är vad som ska anses vara oaktsamt i detta sammanhang. I lagkommentaren påpekas det i en domstol skulle troligtvis oaktsamhetsstandarden utgå från den oaktsamhet som man kan förvänta sig av en professionell aktör. En sådan aktör ”bör ha en tämligen långtgående allmän undersökningsplikt som motsvarar minst professionella aktörers beteende”.⁶¹ Senare års rättspraxis tyder emellertid på att domstolarna tar hänsyn till att gärningsmannen inte är en professionell aktör, min anm.

3.2.1.8 Medverkan och straffskala

Medverkan till otillbörlig marknadspåverkan kan drabba finansiella intermediärer såsom aktiemäklare. Enligt ISL krävdes insikt hos den medverkande om huvudmannens syfte med åtgärden. Numera måste den medverkande åtminstone ha misstänkt att huvudmannens syfte vara att påverka kursen och förhållit sig likgiltig till detta. Detta betyder dock inte att den

⁵⁹ Samuelsson et al. s 287

⁶⁰ Samuelsson et al. s 277 f

⁶¹ Samuelsson et al. s 279 f

medverkande har uppsåt men åtminstone att han är oaktsam. Framtida rättspraxis får precisera detta område påpekar Samuelsson et al.⁶²

När gärningsmannen har haft uppsåt och brottet är av normalgraden ger otillbörlig marknadspåverkan fängelse i högst två år. Vid ringa uppsåtligt brott är påföljden böter eller fängelse i högst sex månader. Vid grovt uppsåtligt brott är påföljden fängelse i lägst sex månader och högst fyra år. Om gärningsmannen inte haft uppsåt men varit oaktsam döms till fängelse i högst ett år. Vid ringa oaktsamhetsbrott är gärningen straffri.

3.2.2 Svindleri

Svindleri kan beskrivas som ett bedrägeri, riktat mot allmänheten. När vilseledande uppgifter lämnas till allmänheten kan det uppstå en risk för att personer ur allmänheten vidtar förlustbringande åtgärder som de inte skulle ha vidtagit om de vilseledande uppgifterna inte skulle ha förekommit. Vid bedrägerier som riktar sig mot allmänheten kan det vara svårt att styrka att ett bedrägeri föreligger och det kan vara särskilt svårt att styrka orsakssambandet mellan det bedrägliga beteendet och den åtgärd som offret vidtagit pga. det bedrägliga beteendet.⁶³ Nedan återges svindleriparagrafen i sin helhet:

9 § Den som offentliggör eller eljest bland allmänheten sprider vilseledande uppgift för att påverka priset på vara, värdepapper eller annan egendom, döms för *svindleri* till fängelse i högst två år eller, om brottet är ringa, till böter eller fängelse i högst sex månader.

Om någon, som medverkar vid bildande av aktiebolag eller annat företag eller på grund av sin ställning bör äga särskild kännedom om ett företag, uppsåtligen eller av grov oaktsamhet offentliggör eller eljest bland allmänheten eller företagets intressenter sprider vilseledande uppgift ägnad att påverka bedömandet av företaget i ekonomiskt hänseende och därigenom medföra skada, döms såsom i första stycket sägs.

Är brott, som i denna paragraf sägs, grovt, döms till fängelse, lägst sex månader och högst sex år.

3.2.2.1 Personkrets

Svindleriparagrafen består av två delar vilket markeras av att det finns två st. i paragrafen. Den främsta skillnaden mellan 1 och 2 st. är vilka kategorier av gärningsmän som omfattas. Formuleringen *Den som* i 1 st. markerar att vem som helst kan göra sig skyldig till svindleri enligt 1 st. I 2 st. talas istället om *någon, som medverkar vid bildande av aktiebolag eller annat företag eller på grund av sin ställning* och härmed avses bolagsföreträdare, dvs. stiftare,

⁶² Samuelsson et al. s 296 ff

⁶³ Holmqvist et al. s 9:103 f

styrelseledamöter, VD, revisorer m.fl. Även aktieägare med inflytande över bolaget omfattas av 2 st.⁶⁴

Ett motiv till att ha två st. i paragrafen är att större krav ställs på bolagsföreträdare vilket kommer till uttryck genom att dessa även kan dömas om de varit grovt vårdslösa eller endast haft likgiltighetsuppsåt medan direkt uppsåt krävs för ansvar enligt 1 st. De högre krav som ställs på bolagsföreträdare motiveras med att uppgift som bolagsföreträdare lämnar lättare vinner tilltro vilket innebär att faran är större i dessa fall.⁶⁵

Andra stycket omfattar alltså personer som bör ha särskild kännedom om företaget. Det räcker att gärningsmannen har en sådan position att han *borde* ha särskild kännedom om företaget. Det saknar sålunda betydelse huruvida han i själva verket har sådan kännedom. Detta hänger samman med att det är vederbörandes ställning som ger hans uttalanden trovärdighet, inte vad han faktiskt har kännedom om.⁶⁶

Enligt samma logik kan en utomstående, exempelvis en mäklare, som har lika god kännedom som en bolagsföreträdare typiskt sett har inte dömas till ansvar enligt 2 st. just eftersom han är utomstående.⁶⁷ Däremot kan han naturligtvis ställas till svars enligt 1 st. Den främsta skillnaden torde då vara att åklagaren måste bevisa att gärningsmannen hade direkt uppsåt, medan det för en bolagsföreträdare räcker med att bevisa grov oaktsamhet, min anm. Utomstående kan emellertid dömas för medverkan till brott enligt 2 st.⁶⁸

3.2.2.2 Förbudna åtgärder m.m.

Av lagtextens formulering framgår att de gärningar som träffas av svindleriparagrafen är sådana där gärningsmannen *offentliggör eller eljest bland allmänheten sprider vilseledande uppgift för att påverka priset på värdepapper* (1 st.) respektive *offentliggör eller eljest bland allmänheten eller företagets intressenter sprider vilseledande uppgift ägnad att påverka bedömandet av företaget i ekonomiskt hänseende och därigenom medföra skada* (2 st.). Brottet kan ske genom exempelvis oriktig bokföring med syfte att ta in kapital (förgyllande) eller att driva bort personer från företaget (nedsvärtning).⁶⁹

När det gäller brott enligt 2 st. måste den vilseledande uppgiften avse sådant som bolagsföreträdaren genom sin ställning bör äga särskild kännedom om. Om en styrelseledamot i ett företag lämnar en uppgift om det allmänna ekonomiska läget så kan detta

⁶⁴ Holmqvist et al. s 9:104

⁶⁵ Holmqvist et al. s 9:104

⁶⁶ Holmqvist et al. s 9:104

⁶⁷ Holmqvist et al. s 9:104 f

⁶⁸ Holmqvist et al. s 9:105

⁶⁹ Holmqvist et al. s 9:105

inte utgöra svindleri eftersom styrelseledamoten inte har kännedom om det allmänna ekonomiska läget pga. sin ställning.⁷⁰

Typiskt sett begås svindleri genom att information som är överdrivet positiv sprids men det omvända kan också ske, dvs. att överdrivet negativ information om en aktie sprids. Syftet med detta kan exempelvis vara att förbättra avkastningen i en blankningsaffär eller att gärningsmannen själv ska få köpa aktier billigt. Det är emellertid tillåtet för bolag att ha dolda reserver utan att detta utgör svindleri eftersom undervärdering av tillgångar är tillåten i stor utsträckning. Vidare kan företag, exempelvis i kristider, göra undantag från normal redovisningspraxis utan att för den sakens skull göra sig skyldig till svindleri så länge avvikelserna är företagsekonomiskt grundad.⁷¹

Den vilseledande informationen måste ha viss konkretion. Uppgifter med en allmänt lugnande innebörd faller utanför det straffbelagda området.⁷² Inom små företag är svindleri uteslutet pga. att kravet på spridande till många intressenter inte är uppfyllt.⁷³ Svindleribrott är fullbordat när spridandet skett, exempelvis genom att de vilseledande uppgifterna lämnats till en myndighet, eller offentliggjorts eller på annat sätt spritts bland allmänheten, dock inte när uppgifterna lämnats till bolagets revisor.⁷⁴

3.2.2.3 Uppsåt och oaktsamhet

Formuleringen *för att* i 1 st. markerar att direkt uppsåt krävs för att brott enligt detta stycke ska föreligga. Gärningsmannen ska ha uppsåt till att uppgiften är vilseledande, och gärningen ska ha företagits för att påverka priset på värdepappret. De objektiva rekvisiten ska således vara subjektivt täckta.⁷⁵ Vid brott enligt 2 st. räcker det med likgiltighetsuppsåt respektive grov oaktsamhet vilket markeras med formuleringen *uppsåtligen eller av grov oaktsamhet*.

Något uppsåt att skada ska uppkomma krävs dock inte för att ansvar ska föreligga varken enligt 1 st. eller 2 st.⁷⁶

3.2.3 Bedrägeri

Manipulation av en värdepapperskurs kan innebära att bedrägeri föreligger. Det som krävs rent lagtekniskt är att samtliga rekvisit i bedrägeriparagrafen, 9 kap. 1 § BrB, är uppfyllda och att dessa täcks av åtminstone likgiltighetsuppsåt. Här återges bedrägeriparagrafen i sin helhet, rekvisiten kommenteras och förhållandet till kursmanipulation belyses.

⁷⁰ Holmqvist et al. s 9:106

⁷¹ Holmqvist et al. s 9:106 f

⁷² Holmqvist et al. s 9:104

⁷³ Holmqvist et al. s 9:105

⁷⁴ Holmqvist et al. s 9:105

⁷⁵ Holmqvist et al. s 9:104

⁷⁶ Holmqvist et al. s 9:105

1 § Den som medelst vilseledande förmår någon till handling eller underlåtenhet, som innebär vinning för gärningsmannen och skada för den vilseledde eller någon i vars ställe denne är, dömes för bedrägeri till fängelse i högst två år.

För bedrägeri döms också den som genom att lämna oriktig eller ofullständig uppgift, genom att ändra i program eller upptagning eller på annat sätt olovligen påverkar resultatet av en automatisk informationsbehandling eller någon annan liknande automatisk process, så att det innebär vinning för gärningsmannen och skada för någon annan.

De tre rekvisiten i paragrafen är (1) vilseledande, (2) förmår någon till handling eller underlåtenhet och (3) vinning för gärningsmannen och skada för den vilseledde eller någon annan i vars ställe denne är.

(1) Det är kännetecknande för bedrägeri att brottet sker genom vilseledande. Vilseledandet består i att en oriktig uppgift förmedlas men det behöver inte röra sig om en uttrycklig lögn utan det räcker med ett vilseledande beteende. Detta kan ske genom att gärningsmannen framkallar, vidmakthåller eller förstärker en oriktig föreställning hos offret. Ansvar för bedrägeri kan uppstå genom att gärningsmannen vilseleder om sin egen avsikt. Vilseledandet ska bedömas utifrån den vilseleddes perspektiv vilket innebär att gärningsmannen inte kan åberopa till sitt försvar att offret är en ovanligt lätt lurad person. Vidare krävs det att gärningsmannens agerande haft viss konkretion; en säljare får lov att överdrivet lovprisa sin vara i allmänna ordalag men inte lämna en preciserad uppgift som är oriktig.⁷⁷

(2) Kausalitet ska föreligga mellan gärningsmannens vilseledande och offrets handling som en följd där av, dvs. vilseledandet ska ha orsakat handlingen. Brott föreligger emellertid trots att även andra omständigheter än vilseledandet bidragit till handlingen.⁷⁸

(3) Redan beaktansvärd fara för att skada ska uppkomma räcker föra att bedrägeri ska föreligga, dvs. det behöver inte ha uppkommit någon skada. Däremot är det ett krav att vinningen och skadan ska vara knutna till varandra samt till åtgärden.⁷⁹ Vinningen vid bedrägeri tillfaller normalt gärningsmannen men den kan lika gärna tillfalla någon annan, jmf 23 kap. 7 § BrB. Skadan ska drabba den vilseledde eller någon som är i dennes ställe.

I mitten av 1980-talet tillkom ett andra stycke i bedrägeriparagrafen. I 2 st. behandlas bedrägeri som sker exempelvis genom att en person matar in en oriktig uppgift i en dator och att detta leder till vinning för gärningsmannen och skada för någon annan. Observera att det i

⁷⁷ Holmqvist et al. s 9:2 ff

⁷⁸ Holmqvist et al. s 9:14

⁷⁹ Holmqvist et al. s 9:24

2 st. till skillnad från 1 st. inte anges någon bestämd krets av skadelidande utan det kan vara vemsomhelst.

Idén med detta avsnitt är att sätta bedrägeribrottet i relation till kursmanipulation. Det har nämligen framförts den uppfattningen att kursmanipulation ibland kan innebära att bedrägeri föreligger. När det gäller värdepapper sägs att om någon förmås att köpa eller sälja till en sämre kurs än vad denne annars hade kunnat köpa/sälja för föreligger bedrägeri.⁸⁰ Vidare kan konstateras att otillbörlig kurspåverkan och svindleri normalt riktar sig till ett stort och obestämt antal personer. I brottsbalkskommentaren sägs att den omständigheten att bedrägeriet riktar sig mot allmänheten eller en större krets kan utgöra en försvårande omständighet.⁸¹ Kursmanipulation som utgör bedrägeri riskerar således att ges ett högt straffvärde.

För normalgraden av bedrägeri är maxstraffet fängelse i två år, dvs. detsamma som maxstraffet för otillbörlig marknadspåverkan. För grovt bedrägeri däremot är maxstraffet sex års fängelse, 9kap. 3 § BrB, medan maxstraffet för grov otillbörlig marknadspåverkan endast är fyra års fängelse. Om kursmanipulationen uppfyller kraven för grovt bedrägeri kan det således finnas skäl att åtala för detta brott. Samuelsson et al. påpekar att i de fall då det skett en förmögenhetsöverföring kan det mycket väl bli så att en domstol väljer att döma för bedrägeri trots att handlingen uppfyller kraven för otillbörlig marknadspåverkan. Man anför vidare att det föreligger skenbar lagkonkurrens mellan bedrägeri och otillbörlig marknadspåverkan eftersom bara ett av brotten kan komma ifråga åt gången.⁸² I förarbetena i samband med kriminaliseringen av otillbörlig kurspåverkan sades det att ansvar för detta brott inte ska utdömas om handlingen är straffbelagd enligt BrB.⁸³

3.2.4 Bokföringsbrott

Som ett led i att driva upp aktiekursen kan bolagets ledning manipulera bokföringen för att på så sätt ge en falsk bild av verksamhetens resultat. Om bolaget framstår som mer vinstgivande än det i själva verket är kan aktiekursen stiga till omotiverade höjder. Ett sådant manipulerande av bokföringen kan utgöra bokföringsbrott enligt 11 kap. 5 § BrB.

5 § Den som uppsåtligen eller av oaktsamhet åsidosätter bokföringsskyldighet enligt bokföringslagen (1999:1078) genom att underlåta att bokföra affärshändelser eller bevara räkenskapsinformation eller genom att lämna oriktiga uppgifter i

⁸⁰ Holmqvist et al. s 9:25

⁸¹ Holmqvist et al. s 9:49

⁸² Samuelsson et al. s 275

⁸³ Prop 1995/96:215, s 70 ff

bokföringen eller på annat sätt, döms, om rörelsens förlopp, ekonomiska resultat eller ställning till följd härav inte kan i huvudsak bedömas med ledning av bokföringen, för bokföringsbrott till fängelse i högst två år eller, om brottet är ringa, till böter eller fängelse i högst sex månader.

Om brottet är grovt, döms för grovt bokföringsbrott till fängelse i lägst sex månader och högst sex år. Vid bedömning av om brottet är grovt skall särskilt beaktas om åsidosättandet avsett mycket betydande belopp eller om gärningsmannen använt falsk handling eller om gärningen ingått som ett led i en brottslighet som utövats systematiskt eller om gärningen annars varit av särskilt farlig art.

Första och andra styckena gäller inte om bokföringsskyldigheten avser en juridisk person som anges i 2 kap. 2 § bokföringslagen och som inte bedriver näringsverksamhet.

Bokföringsskyldighet åligger juridiska personer, dvs. bolaget, 2 kap. 1 § BFL. Enligt Aktiebolagslagen (2005:551) ansvar styrelsen för att organisera bokföringen på ett betryggande sätt medan VD ansvarar för att bokföringen fullgörs i enlighet med BFL, 8 kap. 4 § 3 st. och 29 § 3 st. ABL. Det är alltså bolagets legala ställföreträdare som kan åläggas ansvar för bokföringsbrott. Även den som faktiskt har hand om bolagets bokföring kan dömas för bokföringsbrott.⁸⁴

Enligt lagtextens formulering består det straffbara förfarandet i att åsidosätta bokföringsskyldighet enligt BFL. En rad förpliktelser räknas upp i 4 kap. 1 § BFL, såsom skyldighet att löpande bokföra alla affärshändelser, se till att det finns verifikationer för alla bokföringsposter samt systemdokumentation och behandlingshistorik, bevara all räkenskapsinformation, upprätta en balansräkning och avsluta den löpande bokföringen. De straffbara förfarandena enligt 11 kap. 5 § BrB är dock snävare än förpliktelserna enligt 4 kap. 1 § BFL. Alla brott mot bokföringsskyldigheten är således inte kriminaliserade. För att bokföringsbrott ska föreligga krävs att förfarandet har medfört att rörelsens förlopp, ekonomiska resultat eller ställning till följd därav inte kan i huvudsak bedömas med ledning av bokföringen, 11 kap. 5 § BrB. Det krävs således att förfarandet har en sådan omfattning att bolagets redovisning blir missvisande pga. förfarandet.

En revisor – intern eller extern – som medverkar i bokföringsarbetet ska dömas som medgärningsman, under förutsättning att övriga rekvisit för bokföringsbrott är uppfyllda. Om revisorn inte medverkat i bokföringsarbetet utan endast ägnat sig åt extern granskning ska han istället dömas för medhjälp till bokföringsbrott.⁸⁵ Så kan exempelvis ske om revisorn avgett

⁸⁴ Holmqvist et al. s 11:52

⁸⁵ Holmqvist et al. s 11:64

en ren revisionsberättelse då han borde ha avgett en oren revisionsberättelse.⁸⁶ I de fall då rekvisiten i svindleriparagrafen är uppfyllda kan revisorn dömas för svindleri – som gärningsman eller medhjälpare – istället för bokföringsbrott.⁸⁷ För att revisorn ska kunna dömas för svindleri krävs åtminstone att han varit grovt oaktsam, 9 kap. 9 § 2 st. BrB. När vilseledande bokföring används som ett led i bedrägeri ska inte dömas för båda brotten utan istället ska bedrägeriet betraktas som grovt, 9 kap. 3 § BrB. Om däremot bokföringsbrottet i sig är grovt kan det bli aktuellt att både döma för grovt bokföringsbrott och grovt bedrägeri.⁸⁸

Om åtgärden som utgör bokföringsbrott avsett mycket betydande belopp, ingått som ett led i en systematisk brottslighet, innefattat användning av en falsk handling eller annars varit av särskilt farlig art kan det vara att bedöma som grovt bokföringsbrott, 11 kap. 5 § 2 st. BrB. En indikation på att förfarandet varit systematiskt är att det upprepats i flera års tid; ett exempel på en falsk handling är s.k. bluffakturor; förfarandet kan vara av särskilt farlig art exempelvis om bolagets omsättning är stor eller bolaget har ett stort antal anställda. När det gäller den subjektiva sidan krävs likgiltighetsuppsåt respektive oaktsamhet av normalgraden för att ansvar för bokföringsbrott ska utdömas, 11 kap. 5 § BrB.

3.2.5 Rapporteringsskyldighet

En viktig del i arbetet med att lagföra de personer som har gjort sig skyldiga till otillbörlig marknadspåverkan är rapporteringsskyldigheten, vilken återfinns i 10-13 §§ MmL. Dessa regler är en nationell implementering av art. 6.9 MmD som ålägger medlemsstaterna att införa regler om rapporteringsskyldighet samt Tredje genomförandedirektivet⁸⁹ som innehåller detaljregler på området. Syftet med rapporteringsskyldigheten är att stärka efterlevnaden av MmL.⁹⁰

Enligt lagtextens formulering åligger rapporteringsskyldighet värdepappersinstitut, kreditinstitut, börser och utländska företag som driver en reglerad marknad från filial i Sverige, 10 § MmL. Annorlunda uttryckt är det dels banker, fondkommissionärer m.fl. som lägger order för kunders räkning, dels marknadsplatserna själva, som har rapporteringsskyldighet. I MmD används formuleringen "varje person som yrkesmässigt utför transaktioner med finansiella instrument", art. 6.9 MmD.

⁸⁶ NJA 1988 s 383

⁸⁷ Holmqvist et al. s 11:65

⁸⁸ Holmqvist et al. s 11:62

⁸⁹ Kommissionens direktiv 2004/72/EG av den 29 april 2004 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller godtagen marknadspraxis, definition av insiderinformation rörande råvaruderivat, upprättande av förteckningar över personer som har tillgång till insiderinformation, anmälan av transaktioner som utförs av personer i ledande ställning och rapportering av misstänkta transaktioner

⁹⁰ Kågerman et al. s 450

Rapporteringskyldighet innebär att den rapporteringsskyldige snarast måste rapportera en transaktion som kan antas utgöra eller ha samband med otillbörlig marknadspåverkan. Rapporteringen ska ske till Finansinspektionen. Lagen ålägger också FI att sedan överlämna den inrapporterade transaktionen till Ekobrottsmyndigheten, 10 § MmL. Skyldigheten att rapportera avser endast genomförda transaktioner. Lagda order som inte leder till avslut behöver således inte inrapporteras. Däremot omfattas transaktioner som i sig inte verkar misstänkta men som betraktade tillsammans med andra transaktioner indikerar otillbörlig marknadspåverkan. Om transaktionen uppfyller någon av signalerna i Första genomförandedirektivet ska rapportering ske.⁹¹

Den rapporteringsskyldige får inte vare sig för kunden som gjort transaktionen eller någon utomstående röja att rapportering till FI skett. Röjandeförbudet gäller såväl anställda som styrelseledamöter hos den rapporteringsskyldige, 11 § MmL. Syftet med röjandeförbudet är att kunden inte ska bli varnad och sopa igen spåren.⁹²

Det kan hända att den som fullgör sin rapporteringsskyldighet enligt 10 § bryter mot någon tystnadsplikt som åligger honom. Så länge rapporteringen föreföll vara befogad får den rapporteringsskyldige inte göras ansvarig för brott mot en sådan tystnadsplikt, 12 § MmL. En sådan tystnadsplikt som här avses kan följa av antingen lag eller avtal. Den rapporteringsskyldige kan varken drabbas av straffrättsligt ansvar, skadestånd eller andra sanktioner till följd av sitt brott mot tystnadsplikten. Regeln skyddar såväl anställda som styrelseledamöter hos den rapporteringsskyldige.⁹³

Straffansvaret enligt 13 § MmL omfattar såväl brott mot rapporteringsskyldigheten enligt 10 § som brott mot röjandeförbudet enligt 11 §. Uppsåt eller grov oaktsamhet krävs för att ansvar ska kunna utdömas. Den enda påföljden i straffskalan är böter, 13 § MmL. Straffansvaret förefaller att omfatta styrelseledamöter, personer i ledande ställning och personer som fått ansvar för rapportering delegerat till sig.⁹⁴

3.3 Förvaltningsrättslig reglering

3.3.1 Anmälningsskyldighet

Anmälningsskyldighet innebär en skyldighet för personer i särskild ställning att anmäla innehav och transaktioner i vissa värdepapper. Detta ökar informationen på marknaden vilket är viktigt för andra investerares möjligheter att exempelvis bedöma trovärdigheten i ett

⁹¹ Prop. 2004/05:142 s 168 f

⁹² Prop. 2004/05:142 s 169

⁹³ Prop. 2004/05:142 s 169

⁹⁴ Prop. 2004/05:142 s 95 och s 169

uttalande och i förlängningen för kapitaltillförseln till värdepappersmarknaden. Anmälningsskyldighet motverkar också otillåten handel.⁹⁵ FI för ett offentligt insynsregister i vilket gjorda anmälningar redovisas, 9 § AnmL. Det finns inget straffansvar vid åsidosättande av anmälningsskyldigheten. Istället utgår en särskild avgift som FI ska besluta om, 20 § AnmL.

Det finns flera former av anmälningsskyldighet: Fysiska personer med insynsställning i aktiemarknadsbolag ska anmäla innehav av aktier i bolaget och förändringar i sådana innehav till FI; aktiemarknadsbolag ska anmäla vilka fysiska personer som har insynsställning i bolaget till FI; anställda vid värdepappersinstitut och börser ska anmäla egna innehav av finansiella instrument och ändringar i sådant innehav till sin arbetsgivare.

Anmälningsskyldigheten träffar aktieinnehav i svenska aktiemarknadsbolag men även andra aktierelaterade finansiella instrument omfattas av lagen. Det rör sig bl.a. om terminer, optioner och andra teckningsrätter, konvertibla skuldebrev och liknande. Utfärdande av köption skall likställas med avyttring av de aktier optionen avser medan utfärdande av säljoption skall likställas med förvärv av aktierna, 2 § AnmL. Endast finansiella instrument upptagna till handel på en reglerad marknad omfattas av anmälningsskyldighet. Det rör sig i huvudsak om svenska aktier noterade på stockholmsbörsen men även svenska emittenters aktier som handlas på en reglerad marknad inom EES samt utländska emittenter vars aktier handlas på en reglerad marknad i Sverige, 1 a § AnmL.

Anmälningsskyldigheten enligt 3 § AnmL ankommer på personer som tillhör någon av de personkategorier som anses ha insynsställning i ett aktiemarknadsbolag oavsett om vederbörande faktiskt har insyn. Personer som anses ha insyn är dels de högsta befattningshavare i bolaget, nämligen styrelseledamot, styrelsesuppleant, VD, och vice VD. Även innehavare av annan ledande befattning eller annat kvalificerat uppdrag av stadigvarande natur anses ha insynsställning om befattningen respektive uppdraget normalt medför tillgång till icke offentliggjord kurspåverkande information. Revisor och revisorssuppleant anses alltid ha insynsställning. Motsvarande befattningar i bolagets moderbolag omfattas också. När det gäller motsvarande befattningar i ett dotterföretag krävs för att insynsställning ska anses föreligga att befattningshavaren normalt kan antas ha tillgång till icke offentliggjord kurspåverkande information. Sammanfattningsvis omfattar reglerna även koncerner. Om moderbolaget är ett handelsbolag anses bolagsmännen i det bolaget alltid ha insynsställning. Slutligen anses en större aktieägare ha insynsställning, under förutsättning att denne har minst tio procent av kapital eller röster. Ägarkravet kan dock uppfyllas

⁹⁵ Prop. 1999/2000:109 s 71f

tillsammans med någon som är närstående till aktieägaren eller genom att den närstående på egen hand har tio procent av kapital eller röster, 3 § 1 st. AnmL.

Av 5 § AnmL framgår att anmälningsskyldigheten även omfattar vissa personkategorier som anses vara närstående till den anmälningsskyldige. Aktier som innehas av en sådan närstående person ska då likställas med den anmälningsskyldiges egna. Det rör sig om aktier som ägs av make, sambo eller omyndiga barn till den anmälningsskyldige som denne har vårdnaden om. Även andra närstående omfattas under förutsättning att de har gemensamt hushåll med den anmälningsskyldige hushåll sedan ett år. Som närstående räknas också bolag vars verksamhet den anmälningsskyldige eller någon närstående enligt p 1-3 har ett väsentligt inflytande över och äger minst tio procent av aktier eller röster, p 4. Detsamma gäller enligt p 5 dotterbolag till sådant bolag som avses i p 4.

Anmälningsskyldigheten för fysiska personer med insynsställning innebär att sådan person skriftligen ska anmäla till FI dels innehav av aktier i bolaget när denne får insynsställning i detta (innehavsanmälan), dels ändring av sådana aktieinnehav när förändringen sker. Sådana ändringar kan ske genom exempelvis tilldelning i emission, försäljning, köp, arv eller optionslösen, 4 § 1 st. AnmL. Anmälningsskyldighet föreligger inte innan förhandsbesked enligt 7 eller 8 mottagits av person med insynsställning enligt 3 § 1 st. p 5 eller p 6 och inte heller vid ändring som beror på fondemission, sammanläggning eller uppdelning av aktie. Anmälningsskyldighet föreligger inte heller vid förvärv av teckningsrätt i en företrädesemission, omvandling av interimsbevis till aktie eller förvärv genom tilldelning av inlösenrätt, 4 § 2 st. AnmL. Av 6 § AnmL framgår att anmälan ska ha inkommit till FI senast fem arbetsdagar efter att en av följande förutsättningar uppstått: Börsnotering, insynsställning uppkommer enligt 3 § eller underrättelse enligt 7 eller 8 § kommer den anmälningsskyldige fysiske personen till del, den anmälningsskyldige ingår avtal om aktieöverlåtelse eller annan förändring sker i aktieinnehavet, den anmälningsskyldige får vetskap om att närstående gjort sådan förändring som avses i p 3.

Aktiemarknadsbolagens anmälningsskyldighet regleras i 7-8 §§ AnmL och består i att bolaget ska anmäla till FI vilka fysiska personer som har insynsställning i bolaget eller dess dotterföretag, enligt 3 §. Om insynsställning uppkommer eller förändras har bolaget fjorton dagar på dig att göra anmälan. Bolaget ska skriftligen underrätta personer med insynsställning om anmälan. Samma skyldighet som ankommer på bolaget, ankommer på dess moderbolag, 8 § AnmL.

I 12 § AnmL regleras anmälningsskyldighet som rör anställda och uppdragstagare vid värdepappersinstitut och börser som normalt kan antas ha tillgång till icke offentliggjord

kurspåverkande information. Dessa ska skriftligen anmäla egna innehav av finansiella instrument och ändringar i sådant innehav till sin arbetsgivare. Anmälan ska även göras om det är make, sambo eller omyndiga barn till den anmälningspliktige som innehar de finansiella instrumenten eller gör ändringar i sådant innehav, 12 § AnmL. Värdepappersinstitut och börser är skyldiga att föra förteckningar över anmälningar som gjorts enligt 12 §, 13 § AnmL.

3.3.2 Flaggningskyldighet

Flaggningskyldigheten innebär att den flaggningskyldige måste flagga när hans aktieinnehav i ett aktiemarknadsbolag förändras så att det passerar vissa tröskelvärden, exempelvis när han köper aktier och därigenom innehar tio procent av rösterna, 4 kap. 3 § LHF. Flaggnings sker genom att den flaggningskyldige gör en anmälan – i vilken han redovisar storleken på sitt innehav efter transaktionen – dels till emittenten av det värdepapper som transaktionen avser, dels till FI. FI offentliggör sedan informationen så att den blir tillgänglig för övriga aktörer på marknaden.

Flaggningskyldigheten syftar till att stärka förtroendet för värdepappersmarknaden genom att öka transparensen. Samtidigt medför flaggningen att informationsasymmetrin på marknaden minskar vilket är en viktig förutsättning för en väl fungerande finansmarknad. Genom skyldigheten att flagga tillgodoses marknads behov av information om vem som äger ett visst bolag. När en aktör exempelvis ökar sitt ägande från 49,9 procent till 50,0 procent av rösterna i ett aktiemarknadsbolag får han majoritet och kan vidta en mängd åtgärder som får stor betydelse för bolaget, något som marknaden naturligtvis vill bli informerad om. Flaggnings informerar också marknaden om hur större aktörers intresse för investeringar i olika bolag förändras vilket anses leda till en mer rättvis kursbildning.⁹⁶

Flaggningskyldigheten bidrar till att öka den tillgängliga (korrekta) informationen på marknaden vilket typiskt sett försvårar kursmanipulation. När en storägare rekommenderar köp i sitt bolag vet övriga aktörer att storägaren kan ha för avsikt att driva upp kursen tack vare att hans innehav har offentliggjorts genom flaggning, anmälningskyldighet m.m.

Inom EU-rätten regleras flaggning i Öppenhetsdirektivet⁹⁷ vilket ålägger medlemsstaterna att införa nationella flaggningsregler, art. 9. I svensk rätt fastslås flaggningskyldigheten i 4 kap. LHF. FI har utfärdat föreskrifter som i detalj reglerar hur flaggning ska gå till, FFFS 2007:17 12 kap.

⁹⁶ Kågerman et al. s 176 f

⁹⁷ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG

Vem som helst kan bli flaggningssskyldig, dvs. inte endast VD, styrelseledamöter och andra personer i särskild ställning. Men eftersom det kräver stora kapitalinsatser för att komma upp till den lägsta flaggningsgränsen – fem procent – är det i praktiken endast stora aktörer som träffas av flaggningsreglerna.

Typiskt sett äger den flaggningssskyldige aktierna själv och för egen räkning. Men om han äger aktierna för någon annans räkning ska de trots det räknas som hans. Detsamma gäller om någon närstående äger aktier som tillsammans med den flaggningssskyldiges innehav når ett tröskelvärde. Också den närstående blir då flaggningssskyldig men man kan göra en gemensam flaggningsanmälan. Om någon annan äger aktierna men den flaggningssskyldige innehar rösträtten ska aktierna anses tillhöra den flaggningssskyldige, 4 kap. 4 § LHF.

Skyldigheten att flagga uppstår när ett av tröskelvärdena nås i någon riktning, dvs. att den flaggningssskyldige tangerar, överskrider eller underskrider ett tröskelvärde. Tröskelvärdena är 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 66^{2/3} och 90 procent av rösterna eller aktierna i bolaget, 4 kap. 5 § LHF. Flaggningssskyldighet uppstår alltid när ett tröskelvärde nås, oavsett vilken typ av åtgärd som vidtagits. Typiskt sett är det förstås ett köp eller en försäljning av aktier men det kan lika gärna vara gåva, arv eller att den flaggningssskyldige avstår från att delta i en nyemission och därigenom får sitt innehav utspätt så att ett tröskelvärde nås.⁹⁸

Även andra finansiella instrument än aktier omfattas av flaggningssskyldighet. Det rör sig om bl.a. depåbevis, köpoptioner och terminer. Dessa instrument har det gemensamt att de antingen idag eller i framtiden ger den flaggningssskyldige inflytande över bolaget. Vissa andra finansiella instrument omfattas emellertid inte av flaggningssskyldighet. Det rör sig om bl.a. konvertibler, teckningsoptioner och säljoptioner. Innehavet av sådana instrument leder ofta inte till något inflytande över bolaget varför någon flaggning inte behöver ske.⁹⁹ Skyldigheten att flagga omfattar bara innehav av aktier som är upptagna för handel på en reglerad marknad, dvs. aktier som är noterade på en handelsplattform omfattas inte av flaggningssskyldighet, 4 kap. 1 § LHF.

Flaggningen ska anmälas till bolaget och FI senast handelsdagen efter den dag då transaktionen skedde, 4 kap. 10 § LHF. FI kan ålägga vite eller straffavgift för den som åsidosätter sin flaggningssskyldighet.

Aktiemarknadsbolag som förvärvar eller överlåter egna aktier blir flaggningssskyldiga enligt samma regler som övriga aktörer om något av tröskelvärdena nås. Därutöver finns en

⁹⁸ Kågerman et al. s 177 ff

⁹⁹ Kågerman et al. s 178

skyldighet för bolaget att alltid anmäla handel med egna aktier till börsen, oavsett om något tröskelvärde nås, 18-19 §§ LHF.

3.4 Självreglering

3.4.1 Stockholmsbörsens handelsregler¹⁰⁰

Lagstiftaren har ålagt börsen dels att ha ändamålsenliga handelsregler, dels att övervaka att handeln på börsen sker i enlighet med lag och god sed, 13 kap. 6-7 §§ LVM. Börsen har sedan – genom handelsreglerna – ålagt börsmedlemmarna att bedriva handel på ett sätt som förhindrar kursmanipulation. Handelsreglerna är bindande för börsmedlemmarna när de undertecknat medlemsavtalet, art. 3.1.2.¹⁰¹ LVM innehåller sanktioner som träffar börsen. Börsens regelverk innehåller sanktioner som träffar börsmedlemmarna.

När Börsens handelsregler infördes gällde fortfarande förbudet mot otillbörlig kurspåverkan i 9 § ISL. Börsens regler avser – liksom 9 § ISL – order och transaktioner, dvs. åtgärder i marknaden. Däremot tycks kursmanipulation genom vilseledande informationsspridning inte omfattas av reglerna i art 4.6. Detta täcks dock idag av förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan i 8 § MmL, vilken således tycks ha en större omfattning än börsens handelsregler.¹⁰²

Börsens handelsregler utgör en del av finansmarknadens självreglering. Det rör sig om detaljerade regler avseende hur handelsorder ska läggas och hur avslut ska ske m.m. Syftet med handelsreglerna är bl.a. att förhindra att fondkommissionärer, banker och andra börsmedlemmar genom sin orderläggning bidrar till kursmanipulation.¹⁰³ Börsens handelsregler gäller för NASDAQ OMX, First North och AktieTorget.¹⁰⁴ Det är de finansiella instrument som är upptagna till handel på respektive marknadsplats som omfattas av reglerna.

I art. 4.6.1 stadgas att order som läggs i orderboken, automatiskt matchade avslut och manuella avslut (åtgärderna) ska återspegla marknadsvärdet på det finansiella instrumentet och vara en verklig order eller avslut.

I art. 4.6.2 stadgas att åtgärder som medlemmen vidtar inte får avse att otillbörligt påverka prisbildningen i handelssystemet, sakna kommersiellt syfte eller avse att försena eller förhindra tillgången till handelssystemet för andra medlemmar. Ett antal exempel på förbjudna förfaranden räknas upp i fem punkter: Att ingå hemliga avtal som gör en transaktion beroende av återköpsavtal, överlåtelseförbud och andra åtgärder som undandrar

¹⁰⁰ NASDAQ OMX Nordic Member Rules, Version 1.0, February 2010

¹⁰¹ Artikelhänvisningar i detta avsnitt avser artiklar i Börsens handelsregler om inget annat anges.

¹⁰² Jmf. Samuelsson et al. s 291 f

¹⁰³ Svensson & Schedin, s 33

¹⁰⁴ Kågerman et al. s 194, 207 och 208

instrumentet från allmän omsättning; att avsiktligt matcha order så att köpare och säljare är samma aktör; förfarande med avsikt att påverka kursen i ett instrument för att ändra värdet på eget eller annans innehav i samma eller annat instrument; att rekommendera någon annan att vidta en sådan åtgärd som avses i punkten ovan; att vänta med en kunds orderläggning med avsikt att för egen del eller tredje mans räkning gå in i instrumentet.

I art. 4.6.3 stadgas att börserna kan ogiltigförklara order som bryter mot reglerna i 4.6.1-2, vilket medför att de makuleras. Medlemmen får informera marknaden när sådant beslut fattats. Börsens disciplinnämnd kan ålägga vite för den börsmedlem som brutit mot 4.6. Förutom vid brott mot art 4.6 kan börsens disciplinnämnd utdöma vite om en börsmedlem bryter mot god sed. Sammanfattningsvis kan alltså börsmedlemmar träffas av straff enligt MmL, disciplinpåföljd för brott mot börsens handelsregler och disciplinpåföljd för brott mot god sed. Andra aktörer än börsmedlemmar riskerar endast att straffas enligt MmL. Börsmedlemmar har alltså ett utökat ansvar jämfört med övriga investerare.¹⁰⁵

3.4.2 Svenska Fondhandlareföreningens riktlinjer

Svenska Fondhandlareföreningen är en branschorganisation för värdepappersinstitut och har under lång tid gett ut olika regler på värdepappersmarknadens område, vilka utgör en del av finansmarknadens självreglering. Vissa av dessa regler har anknytning till kursmanipulation.

Ett värdepappersinstitut ska handla hederligt, rättvist och professionellt samt på ett sådant sätt att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls, 8 kap. 1 § LVM. Svenska Fondhandlareföreningens regelverk är delvis en följd av lagstiftningen på området och kompletterar denna. Fondhandlarföreningens regelverk – liksom lagreglerna på området – syftar till att skydda kunderna och bevara förtroendet för instituten och i förlängningen för värdepappersmarknaden.

Fondhandlarföreningens regelverk utgör minimiregler för föreningens medlemmar, dvs. värdepappersinstituten. Varje institut kan sedan införa mer långtgående regler för sin verksamhet än vad som stadgas i Fondhandlareföreningens regler.¹⁰⁶ Eftersom Fondhandlareföreningens regelverk inte omfattar samtliga av FI:s tillsynsobjekt har myndigheten utfärdat kompletterande bestämmelser för att på så sätt göra innehållet i Fondhandlareföreningens regler gällande för samtliga aktörer.¹⁰⁷ Följande regler från Fondhandlareföreningen har betydelse för kursmanipulation:

¹⁰⁵ Samuelsson et al. s 291 ff

¹⁰⁶ Samuelsson et al. s 293

¹⁰⁷ SOU 2004:69, s 91

Regler om affärer med finansiella instrument och valuta m.m. gjorda för egen räkning av anställda och uppdragstagare i värdepappersinstitut samt av deras närstående består av diverse regler som behandlar hur de anställda i värdepappersinstituten ska agera när det gäller egna aktieinnehav m.m. Den anställde får inte utnyttja sin ställning på ett sådant sätt att misstanke kan uppkomma om att han skaffat sig en favör. För att uppnå detta ska den anställde bl.a. anmäla egna och närståendes innehav till arbetsgivaren. Regelverket innehåller också ett förbud mot korttidshandel. Minsta innehavstid är en månad med undantag för förlustaffärer, där får innehavstiden vara kortare än en månad. Specialregler för analytiker finns; dessa får bl.a. inte handla tvärtemot sina egna rekommendationer.

Vägledande sammanställning för utformning av interna riktlinjer vid handläggning av affärsuppdrag avseende finansiella instrument, p 20 stadgar att ordermottagaren hos det finansiella institutet ska avböja uppdrag som han bedömer utgör otillbörlig marknadspåverkan enligt 8 § MmL. Ibland kan det hända att det först efter att avslut skett framgår att ordern inneburit att otillbörlig marknadspåverkan föreligger, exempelvis pga. en omotiverad kursutveckling uppstår. Oavsett när orderläggaren får insikt om att brott begåtts ska han anmäla saken till Compliance Officer och en utredning ska göras. I detta sammanhang aktualiseras också rapporteringsskyldighet enligt 10 § MmL.

Riktlinjer för ordermottagare och mäklare rörande kursvårdande åtgärder anknyter till Stockholmsbörsens handelsregler art. 4.6.1. Riktlinjerna reglerar hur ordermottagaren bör förhålla sig till order som läggs med villkoret stängningspris (market at close), vilket innebär att avslutet ska ske först i samband med börsens stängning. För det fall att en kursen på en sådan order inte motsvarar det aktuella marknadsvärdet i instrumentet bör kunden förmås att anpassa orderns volym till förutsättningarna på marknaden. Om kunden inte går med på att så sker, bör ordern avvisas.

Allmänna villkor för handel med finansiella instrument utgör en sorts standardavtal som gäller mellan värdepappersinstitut och kund som köper och säljer värdepapper genom institutet. Institutens har rätt att makulera order eller avslut när kunden brutit mot lag, annan författning eller god sed på värdepappersmarknaden. Institutet har också rätt att makulera order eller avslut som makulerats av börsen samt i fall då ett uppenbart fel begåtts av institutet, kunden eller motpart.

3.5 Kommentar

I detta avsnitt kommenteras avsnitt 3 med fokus på vilka regler som har samband med kursmanipulation, vilka åtgärder som är otillåtna samt vilka syften som är otillbörliga enligt reglerna. Avsnitt 3.5.2-3 behandlar endast otillbörlig marknadspåverkan.

3.5.1 Relevanta regler

De regler som direkt eller indirekt har samband med kursmanipulation är av ett par olika typer. För det första finns både EU-rättsliga regler och nationella regler; för det andra finns både statens offentliga reglering och marknadens självreglering. Den offentliga regleringen består dels av straffrättsliga regler, dels av förvaltningsrättsliga regler. Sammantaget rör det sig om ett stort antal regler även om bara ett fåtal uteslutande tar sikte på kursmanipulation.

Kursmanipulation kan ske på en mängd olika sätt. Det är därför naturligt att åtgärder som utgör kursmanipulation träffas av olika straffrättsliga regler. De viktigaste förefaller att vara otillbörlig marknadspåverkan, svindleri, bedrägeri och bokföringsbrott. Otillbörlig marknadspåverkan är utan tvekan den centrala regeln numera.

De förvaltningsrättsliga reglerna tar inte sikte på kurspåverkan i första hand men de bidrar till att förbättra transparensen på marknaden vilket torde försvåra kursmanipulation. Anmälningsskyldighet och flaggningskyldighet ökar marknadens information om hur insynspersoner, storägare m.fl. agerar i börsbolagen.

Marknadens självreglering är regler från börserna och Svenska Fondhandlareföreningen vilka bl.a. detaljreglerar hur börsmedlemmarna ska agera i situationer där frågan om kurspåverkan aktualiseras. Det rör sig dels om förebyggande åtgärder, dels om åtgärder vid misstänkt kursmanipulation.

3.5.2 Otillåtna åtgärder

Vilka kurspåverkande åtgärder som typiskt sett är otillåtna är en av uppsatsens huvudfrågeställningar. I avsnitt 5 görs en genomgång av sådana åtgärder utifrån allmänna utgångspunkter. Här ska specifikt undersökas vilka åtgärder som pekas ut som otillåtna i gällande regler. De undersökta reglerna är art. 1.2 MmD, art. 4 och 5 Första genomförandedirektivet och 8 § MmL.

Vissa förfaranden består av helt ordinära åtgärder och kan som utgångspunkt inte anses vara otillåtna. Enligt Första genomförandedirektivet utgör sådana förfaranden istället signaler på att otillbörlig marknadspåverkan kan föreligga. Dessa förfaranden måste dock kombineras med ett otillbörligt syfte för att ansvar för brott ska kunna utdömas. Ett exempel på ett sådant förfarande är att en mycket stor aktiepost förvärvas. Att förvärva en stor aktiepost är som

utgångspunkt helt legitimt. Andra förfaranden utgör i princip alltid otillbörlig marknadspåverkan. Ett exempel på ett sådant förfarande är att ett skenavtal ingåtts. Det är svårt att finna legitima skäl för att ingå ett skenavtal. Självfallet gäller även i de fall då ett sådant förfarande är för handen, att samtliga rekvisit i 8 § MmL måste vara uppfyllda för att ansvar ska kunna utdömas.

Särskilt 8 § MmL men även MmD och Första genomförandedirektivet är allmänt formulerade och beskriver förfarandets allmänna kännetecken snarare än dess specifika innebörd. Enligt 8 § MmL är det förbjudet att vilseleda köpare och säljare av finansiella instrument. Det kan exempelvis ske genom påverkan på priset eller andra villkor. I de EU-rättsliga reglerna ges några exempel på förfaranden som ska anses vara otillåtna. Det rör sig bl.a. om att ta stora positioner som låser fast kursen vid en viss nivå, transaktioner vid börsens stängning som vilseleder aktörer som fattar beslut grundade på stängningskurser och vilseledande informationsspridning.

De åtgärder som pekas ut som otillåtna i regleringen utgör antingen informationsspridning eller handelsorder/avslut. Det går dock inte att utifrån den svenska lagtexten utläsa vilka åtgärder som är otillåtna. I EU-direktiven ges en viss ledning, dels genom att förbjudna åtgärder räknas upp i MmD, dels genom signalerna på otillbörlig marknadspåverkan i Första genomförandedirektivet.

3.5.3 Otillbörliga syften

Vilka syften som är otillbörliga vid påverkan på värdepapperskurser är en av uppsatsens huvudfrågeställningar. Här ska specifikt undersökas vilka syften som pekas ut som otillbörliga i gällande regler. De undersökta reglerna är art. 1.2 MmD, art. 4 och 5 Första genomförandedirektivet och 8 § MmL.

Förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan är endast tillämpligt i de fall då åtgärden vidtagits med ett otillbörligt syfte. Denna ordning beror på att brottet ofta begås genom användande av helt ordinära åtgärder, exempelvis att en köporder läggs på börsen. Sådana ordinära åtgärder är naturligtvis tillåtna som utgångspunkt. En viss åtgärd kan alltså vara helt legitim om syftet är ett men otillbörlig om syftet är ett annat. Enligt MmD ska otillbörlig marknadspåverkan inte anses föreligga i de fall då gärningsmannens agerande varit legitimt och i överensstämmelse med godtagen marknadspraxis. I MmL och MmD används termen otillbörligen för att markera att det krävs ett otillbörligt syfte för att en åtgärd ska vara straffbar.

Det är överlag svårt att ur MmD, Första genomförandedirektivet och MmL utläsa vilka syften som är otillbörliga vid påverkan på värdepapperskurser. 8 § MmL är allmänt formulerad och säger egentligen ingenting om vilka syften som är otillbörliga. Kanske kan man uttrycka det så att åtgärder som syftar till att uppnå någon av de effekter som nämns i art. 1.2 MmD och 8 § MmL har vidtagits med otillbörligt syfte.

4 Rättspraxis

I detta avsnitt behandlas den rättspraxis som finns när det gäller otillbörlig kurs/marknadspåverkan. Därutöver behandlas två fall av svindleri och ett EU-rättsligt fall. Än så länge har inte något mål om otillbörlig marknadspåverkan prövats av Högsta Domstolen men flera fall har varit uppe i hovrätten. Därutöver finns ett antal ärenden där förundersökningen lagts ner, vilka inte behandlas här.

4.1 *Fermenta*¹⁰⁸

Gärningsmannen var huvudägare, styrelseledamot och VD i Fermenta. Det fanns otaliga brister i bolagets redovisning; bl.a. redovisades egentliga förluster som vinster och orealistiska vinstprognoser spreds till marknaden. Detta möjliggjordes bl.a. genom en omfattande användning av blufffakturor. Dessutom ingick gärningsmannen bulvanavtal, överlåtelseförbud, återköpsavtal m.m. i samband med att han sålde aktier. Sammantaget medförde gärningsmannens agerande att aktiekursen i Fermenta kom att bli helt missvisande.

Av såväl tings- som hovrättens domskäl framgår att det inte rådde någon tvekan om att gärningsmannen missbrukat sin ställning som bolagsföreträdare. Syftet med åtgärderna var att driva upp kursen på Fermenta-aktien. Tingsrätten framhöll att åtgärderna skett på ett utstuderat och systematiskt sätt. Det står också klart att de vilseledande uppgifterna som gärningsmannen spridit var ägande att påverka bedömandet av Fermenta-koncernen i ekonomiskt hänseende och därigenom medföra skada. Hovrätten dömde gärningsmannen för bl.a. grovt svindleri till sex års fängelse. Otillbörlig kurs/marknadspåverkan hade ännu inte kriminaliserats vid denna tidpunkt.

4.2 *Sintercast*¹⁰⁹

Gärningsmannen, en aktiemäklare, lade vid 21 tillfällen under ett par veckors tid samtida köp- och säljorder i Sintercast-aktien utan att ha haft något kunduppdrag att köpa eller sälja Sintercast-aktier. Genom att varje ny order lades till en högre kurs än föregående order blev effekten av mäklarens agerande att kursen steg och antal omsatta aktier ökade. Någon egentlig äganderättsövergång skedde emellertid inte eftersom köparen och säljaren var samme aktör. Utöver de transaktioner som mäklaren själv gjorde sålde hans släktingar och vänner Sintercast-aktier.

¹⁰⁸ RH 1990:102

¹⁰⁹ Stockholms tingsrätt, B 1432/99, 2001-01-25. Sintercast är inget eget rättsfall utan en del av Pinkertonmålet; det var nämligen samme gärningsman i Sintercast som i Pinkerton. Pinkerton handlar dock inte om otillbörlig marknadspåverkan, utan om insiderbrott.

Tingsrätten fastslog att mäklarens köp och försäljningar av Sintercast-aktier utgjorde skenaffärer. Genom mäklarens transaktioner drog hans arbetsgivare in courtage vilket indirekt gynnade mäklaren. Hans vänner gynnades av den stigande aktiekursen i Sintercast. Just detta hade också varit mäklarens syfte med transaktionerna. Tingsrätten ansåg att mäklarens agerande syftade till att otillbörligen påverka priset på Sintercast-aktien. Mäklaren dömdes för bl.a. otillbörlig kurspåverkan. Hovrätten fastslog tingsrättens dom i den del som avser otillbörlig kurspåverkan.

4.3 Alfaskop¹¹⁰

Bolaget Alfaskop stod inför en förestående börsintroduktion. Strax innan börsintroduktionen förvärvade man bolaget Tegnären AB från dess ägare Tegnären Svenska AB. Köpeskillingen bestod av nyemitterade Alfaskopaktier och kontant likvid. Till köpeavtalet lades ett tilläggsavtal vilket föreskrev att Tegnären Svenska AB skulle återbetala 40 % av en eventuell kursuppgång i Alfaskopaktien från börsintroduktionskursen 70 kr till Alfaskop. En avstämningsdag med klockslag bestämdes i avtalet. På avstämningsdagen, strax före avstämningsklockslaget, lade huvudägaren i Tegnären Svenska AB säljorder bestående av sammanlagt 139000 Alfaskopaktier på börsen. Merparten av de av huvudägaren lagda orderna var dolda vilket innebär att det verkliga orderdjupet (antalet aktier till salu) inte var synligt för övriga aktörer på marknaden. Någon enstaka minut efter avstämningsklockslaget återkallade huvudägaren säljorder avseende 134000 alfaskopaktier.

Åklagaren menade att huvudägarens agerande var otillbörligt då det syftade till att få ner alternativt låsa kursen i Alfaskopaktien. Genom att kursen hölls nere skulle Tegnären Svenska AB bli återbetalningsskyldigt för ett mindre belopp än om kursen inte hållits nere. Huvudägaren hävdade att syftet med hans stora säljorder var att försvara sig mot eventuella försök från Alfaskop att driva upp kursen genom att lägga köporder. Tingsrätten konstaterade att huvudägarens stora säljorder höll nere aktiekursen men tycks ha accepterat huvudägarens resonemang om försvar mot otillbörliga köp. Hovrätten ansåg att huvudägarens säljorder förhindrade en kursuppgång i Alfaskopaktien och att agerandet var ägnat att vilseleda andra köpare och säljare. Eftersom huvudägarens syfte var just att förhindra en kursuppgång var hans agerande otillbörligt. Hovrätten dömde huvudägaren för otillbörlig kurspåverkan till 90 dagsböter.¹¹¹

¹¹⁰ Svea Hovrätt, B 6675/00, 2001-10-30

¹¹¹ Samuelsson et al. S 86 ff

4.4 Industrivärden¹¹²

I det här fallet förefaller gärningsmannen ha varit en privatperson. Denne köpte först warranter (en sorts optioner) och lade sedan en köporder i den underliggande aktien: Industrivärden A. Eftersom warrantens kurs automatiskt förändrades¹¹³ när kursen på den underliggande aktien förändrades kunde gärningsmannen sälja warranten med vinst. Därefter makulerade han köpordern i den underliggande aktien. Gärningsmannen upprepade detta förfarande vid ett par hundra tillfällen.

Tingsrätten konstaterade att gärningsmannens avsikt med transaktionerna var att påverka kursen, bl.a. mot bakgrund av att han återkallat köpordern på den underliggande aktien omedelbart efter att han sålt warranten. Gärningsmannens syfte med köpordern på aktien var att göra en vinst på warranten, vilket tingsrätten ansåg styrkte att hans agerande var otillbörligt. Som en följd av köpordern på den underliggande aktien kunde gärningsmannen sälja warranten till en högre kurs än vad han annars skulle ha kunnat göra, något som tingsrätten menade visade att åtgärderna varit ägande att vilseleda marknaden. Gärningsmannen dömdes för otillbörlig kurspåverkan till villkorlig dom och 80 dagsböter.

4.5 Aktie-SM¹¹⁴

Gärningsmannen deltog i två aktietävlingar: Aktie Grand Prix och Aktie-SM. Tävlingarna gick ut på att förvalta en låsasportfölj med aktier. Aktie-SM slutfördes men Aktie Grand Prix lades ner pga. misstänkt otillbörlig kurspåverkan. Gärningsmannen köpte aktier i ett bolag till sin låsasportfölj och betalade 33 kronor per aktie. Samma dag köpte han riktiga aktier i samma bolag på börsen för 45 kronor per aktie. Några dagar senare sålde gärningsmannen aktierna i låsasportföljen för 45 kronor per aktie. Efter ytterligare ett par dagar sålde gärningsmannen de riktiga aktierna för 32,20 kronor per aktie. Antal omsatta aktier var mycket lågt i aktien i fråga. I Aktie-SM sålde gärningsmannen aktier ur sin låsasportfölj samma dag som han köpte riktiga aktier i samma bolag. Detta köp var det andra av två avslut som gjordes i aktien den dagen. Även i denna aktie var således antalet omsatta aktier mycket lågt. Gärningsmannens köp skedde till en högre kurs än dagens första avslut.

Åklagaren menade att gärningsmannen handlat med de riktiga aktierna för att driva upp kursen på aktierna i låsasportföljen så att han kunde sälja dessa till ett högre pris än vad som annars skulle ha varit möjligt. På så sätt ökade värdet på låsasportföljen vilket förbättrade

¹¹² Stockholms tingsrätt, B 6625/00, 2002-05-14. I Samuelsson et al. kallas rättsfallet Warranter.

¹¹³ Utställaren av warranterna hade ett datorprogram som tillsåg att så skedde.

¹¹⁴ Uppsala tingsrätt, B 505-03, 2003-04-03

hans position i aktietävlingarna. Till saken hör att gärningsmannens köporder lades på en högre kurs än tidigare avslut i respektive aktie.

Tingsrätten menade att den kurs som gärningsmannens köp av riktiga aktier skedde till var onormalt hög vilket vilseledde marknaden. Även antalet omsatta aktier blev vilseledande för övriga aktörer på marknaden. Tingsrätten ansåg att gärningsmannens syfte med affärerna var att öka värdet på låtsasportföljerna. Detta syfte ansåg tingsrätten var otillbörligt. Man konstaterade att transaktionerna var oförklarliga om de skulle ha utförts i affärsmässigt syfte. Gärningsmannen dömdes för ringa otillbörlig kurspåverkan till 80 dagsböter.

4.6 Billerud¹¹⁵

Detta rättsfall är mycket likt Industrivärdenfallet. En privatperson hade köpt warranter och därefter lagt köporder på den till warranten underliggande aktien i Billerud. Pga. att kursen på warranten automatiskt stiger när kursen på aktien stiger kunde gärningsmannen sälja warranterna med vinst kort tid efter att han köpt dem. Därefter makulerade han sin köporder på den underliggande aktien. Totalt genomförde gärningsmannen nio affärer på detta sätt.

Tingsrätten bedömde att gärningsmannen haft insikt om sambandet mellan kursen på warranten och den underliggande aktien. Vidare sa rätten att de av gärningsmannen genomförda transaktionerna inte var ordinära. Man drog slutsatsen att gärningsmannens avsikt var att påverka kursen på aktien för att på så sätt kunna driva upp kursen på warranten. Tingsrätten ansåg att åtgärderna var otillbörliga och att gärningsmannen måste ha insett att så var fallet. Därutöver bedömde rätten att åtgärderna varit ägande att vilseleda köpare och säljare av warranter och aktier.

Hovrätten påpekade att varje kurspåverkande åtgärd inte är straffbar utan att åtgärden måste vara otillbörlig och ägnad att vilseleda marknaden. Emellertid ansåg hovrätten att gärningsmannens agerande var otillbörligt och att han haft insikt om detta. Som grund för att hans agerande var otillbörligt framhöll hovrätten att köporderna på aktierna inte var seriöst menade. Hovrätten ansåg att gärningsmannens agerande lett till felaktiga kurser och att det var ägnat att vilseleda marknaden. Såväl tingsrätten som hovrätten dömde gärningsmannen för otillbörlig kurspåverkan till 100 dagsböter. Den lindriga påföljden motiverade tingsrätten med att affärerna inte var särskilt omfattande och endast hade marginell påverkan på marknaden samt att gärningen varken föreföll välplanerad eller förslagen.

¹¹⁵ Hovrätten över Skåne och Blekinge, B 1110-04, 2005-04-22

4.7 PCQT¹¹⁶

Gärningsmannen, som var en privatperson, sålde vid två tillfällen aktier i bolaget PCQT till sig själv inom samma aktiedepå. Han lade köp- och säljorder ungefär samtidigt varför ordena gick till avslut mot varandra. Det rörde sig alltså om skenavtal. Transaktionerna gjordes av skatteskäl, närmare bestämt med syfte att skapa en avdragsgill förlust.

Tingsrätten konstaterade att transaktionerna var ägnade att otillbörligen påverka marknadspriset på PCQT-aktien eller på annat sätt vilseleda marknaden. Samtidigt påpekade rätten att åklagaren inte gjort gällande att kursen i det aktuella fallet faktiskt påverkades. Vidare konstaterade Tingsrätten att ordena lagts på samma kurs som övriga order i aktien samt att det bara rörde sig om en köp- respektive säljorder per dag. Tingsrätten ansåg att det inte var styrkt att gärningsmannen insett att transaktionerna skulle kunna påverka marknaden, dvs. uppsåt var inte styrkt.

Däremot ansåg man att gärningsmannen varit oaktsam eftersom transaktionerna under andra omständigheter hade kunnat påverka marknaden. Tingsrätten var av den mening att transaktionerna inte gjordes med illojalt syfte, trots att rätten uppenbarligen var medveten om att de gjordes av skatteskäl. Eftersom det endast rörde sig om enstaka transaktioner, vilka gjordes utan illojalt syfte, samt att någon faktisk kurspåverkan inte åberopats, ansåg Tingsrätten att brottet var att bedöma som ringa. Otillbörlig marknadspåverkan som är ringa och utgör oaktsamhetsbrott är inte straffbelagt varför åtalet ogillades. Hovrätten fastställde Tingsrättens dom.

Jag ställer mig frågande till Tingsrättens domskäl. Huruvida faktiskt vilseledande har skett torde sakna betydelse eftersom det är det typiska vilseledandet som är straffbelagt. Det rör sig om ett ägnandedelikt.¹¹⁷ Vidare är det oklart hur Tingsrätten kom fram till att skatteskäl inte utgör ett illojalt syfte att vilseleda marknaden. Tvärtom har skatteskäl framhållits i förarbetena som en tänkbar grund för otillbörlig marknadspåverkan

4.8 Lundbergföretagen¹¹⁸

Gärningsmannen, en privatperson, kontrollerade sju aktiedepåer hos två Internetmäklare. Några av depåerna var hans egna medan andra var hans anhörigas. Gärningsmannen köpte och sålde aktier mellan depåerna, dvs. han handlade med sig själv. Det rörde sig om 425 tillfällen till ett sammanlagt värde av 91 miljoner kronor.

¹¹⁶ Svea Hovrätt, B 1985-07, 2007-05-16; Stockholms Tingsrätt, B 29183-06, 2007-02-12

¹¹⁷ Samuelsson et al. s 280

¹¹⁸ Stockholms Tingsrätt, B 11434-07, 2007-09-03

Tingsrätten konstaterade att gärningsmannens agerande stod i strid med depåavtalet som han ingått med de båda Internetmäklarna. Vidare ansåg man att gärningsmannens agerande var ägnat att vilseleda marknaden. Mot bakgrund av att gärningsmannen handlat med aktier i många år ansåg Tingsrätten att han borde ha insett detta. Däremot ansåg man inte att det var styrkt att han faktiskt insett att så var fallet. Gärningsmannen dömdes för normalgraden av otillbörlig marknadspåverkan, oaktsamhetsbrott, till skyddstillsyn.

4.9 Relation & Brand¹¹⁹

Gärningsmannen, en privatperson, ägde och kontrollerade ett litet aktiebolag. Aktiebolaget ägde i sin tur cirka 15 % av aktierna i Relation & Brand, vilket vid tidpunkten för brottet var noterat på Aktietorget. Aktiebolaget köpte under en veckas tid 15500 aktier i Relation & Brand. Samma vecka sålde aktiebolaget 26000 aktier i Relation & Brand. Aktiebolagets avslut stod för cirka en tredjedel av handeln i Relation & Brand den aktuella veckan.

Tingsrätten ansåg att gärningsmannens syfte med transaktionerna var att ge sken av en större handel än vad som verkligen var fallet i Relation & Brand för att på så sätt öka intresset för aktien. Mot den bakgrunden konstaterade Tingsrätten att gärningsmannen måste ha insett att hans agerande var ägnat att otillbörligen påverka marknadspriset på Relation & Brandaktien. Gärningsmannen dömdes för normalgraden av otillbörlig marknadspåverkan, uppsåtligt brott, till villkorlig dom och dagsböter.

4.10 IDL¹²⁰

Gärningsmannen, en privatperson, gjorde transaktioner i IDL-aktien. Dels sålde han aktier till sig själv mellan två aktiedepåer, dvs. han ingick skenavtal, dels köpte och sålde han aktier till en kurs som var omotiverat hög. Skenavtalen utgjorde 52-93 % av omsättningen i IDL-aktien de aktuella dagarna. De omotiverat höga transaktionerna utgjorde 8 % av omsättningen i IDL-aktien den aktuella dagen.

Tingsrätten ansåg att det var uppenbart att gärningsmannens handel, när det gäller skenavtalen, var så pass stor att den var ägnad att vilseleda andra aktörer. När det gäller de omotiverat höga transaktionerna ansåg man att dessa drivit upp kursen och därför var ägnade att vilseleda andra aktörer. Tingsrätten ansåg att gärningsmannens transaktioner inte var affärsmässigt motiverade utan att avsikten var att otillbörligen påverka priset på IDL-aktien. Gärningsmannen dömdes för normalgraden av otillbörlig marknadspåverkan, uppsåtligt brott, till villkorlig dom och dagsböter.

¹¹⁹ Stockholms Tingsrätt, B 15562-07, 2007-10-19

¹²⁰ Stockholms Tingsrätt, B 22900-07, 2008-05-20

4.11 Brinova¹²¹

Gärningsmannen, en privatperson, hade flera aktiedepåer hos två Internetmäklare. Han gjorde under en och samma dag 52 affärer i Brinova mellan de två depåerna till ett sammanlagt värde av drygt två miljoner kronor. Gärningsmannen gjorde också under sex dagar 45 affärer i RaySearch Laboratories till ett sammanlagt värde av cirka 1,5 miljoner kronor. Han gjorde slutligen under fyra dagar 23 affärer i Concordia Maritime till ett sammanlagt värde av cirka 500000 kronor. Gärningsmannen syfte med affärerna kan ha varit att uppnå skattefördelar.

Tingsrätten konstaterade att det för straffbarhet krävs att gärningsmannens agerande är ägnat att vilseleda marknaden. Så ansåg man vara fallet avseende Brinova men inte avseende RaySearch och Concordia eftersom de senare affärerna utgjorde en alltför liten andel av omsatt kapital och antal transaktioner de aktuella dagarna. Tingsrätten påpekade att gärningsmannens enda inflytande över bolagen var hans rösträtt och att han borde bedömas annorlunda än hur en bolagsföreträdare skulle ha blivit bedömd i motsvarande situation. Sammantaget kom man fram till att gärningsmannen varken hade uppsåt eller var oaktsam. Tingsrätten ogillade åtalet.

Hovrätten ansåg att gärningsmannens agerande saknade legitima skäl och kommersiell mening, att det var dolt för övriga aktörer att gärningsmannen var både köpare och säljare samt att volymen framstod som större än vad den egentligen var. Sammantaget ansåg Hovrätten att gärningsmannens agerande var ägnat att otillbörligen vilseleda marknaden. Vidare ansåg man att gärningsmannen haft uppsåt avseende alla tre aktierna trots att syftet, åtminstone när det gäller Brinova, kan ha varit att uppnå skattefördelar. Hovrätten dömde gärningsmannen för normalgraden av otillbörlig marknadspåverkan, uppsåtligt brott, till villkorlig dom och dagsböter.

4.12 Morphic¹²²

En privatperson ägde aktier i det vid den tiden på First North noterade bolaget Morphic Technologies. Under cirka ett års tid skrev gärningsmannen tiotals inlägg i ett aktieforum på Internet. Innehållet i inläggen varierade men den gemensamma nämnaren var att gärningsmannen hävdade att han kände till icke offentliggjorda omständigheter om Morphic som skulle få aktiekursen att stiga när de offentliggjordes.

Tingsrätten konstaterade att flertalet av gärningsmannens inlägg föreföll att vara svagt underbyggda spekulationer om framtida kursuppgång i Morphic. De inlägg som rätten tycks ha grundat domen på var dock mer konkreta och gick ut på att gärningsmannen sade sig vara

¹²¹ Svea Hovrätt, B 4343-07, 2008-05-30; Stockholms Tingsrätt, B 20904-06, 2007-05-16

¹²² Hovrätten för övre Norrland, B 459-08, 2009-02-05; Umeå Tingsrätt, B 2371-07, 2008-05-08

dotter till en person som medverkat till att frakta Morphics maskiner till en ny produktionsanläggning som bolaget avsåg att bygga i USA. Tingsrätten ansåg att de här uppgifterna – vilka var påhittade av gärningsmannen – innehöll direkt vilseledande uppgifter om Morhic och att gärningsmannen måste ha insett att uppgifterna var vilseledande.

Gärningsmannen hävdade att kulturen på ett aktieforum kan liknas vid ett rollspel där skribenterna försöker övertyga varandra om att aktiekursen kommer att röra sig i en viss riktning. Tingsrätten konstaterade emellertid att gärningsmannens inlägg på aktieforumet primärt syftade till att påverka aktiekursen. Däremot ansåg tingsrätten att det inte kunde anses klarlagt att gärningsmannens agerande objektivt sett varit ägnat att påverka marknadspriset på Morhicaktien. Tingsrätten dömde gärningsmannen för svindleri till 50 dagsböter.

Hovrätten presenterade sina domskäl på ett systematiskt vis. Man konstaterade att påståendena i gärningsmannens inlägg på aktieforumet förvisso varit konkreta men att de knappast kunnat vilseleda någon. Man påpekade också att omsättningen i aktien under den aktuella perioden var stor vilket ytterligare försvårat kurspåverkan. Hovrätten ansåg att gärningsmannen inte haft uppsåt att påverka kursen eller på annat sätt vilseleda övriga aktörer på marknaden. Man ansåg avslutningsvis att även om gärningsmannens agerande var oaktsamt så var risken för kurspåverkan så liten att han inte kunde dömas till ansvar. Hovrätten ogillade åtalet.

4.13 Impex¹²³

Gärningsmannen, en aktiemäklare, sålde för sex kunders räkning aktier i Impex. Därefter köpte han tillbaka aktierna för samma kunders räkning. Åklagaren anförde att transaktionerna inte medförde några förändringar i ägarförhållandena utan utgjorde skenavtal. Klart är att kunderna ägde lika många aktier efter transaktionerna som de gjort innan. Transaktionerna gjordes av skatteskäl, närmare bestämt med syfte att skapa en avdragsgill förlust.

Tingsrätten konstaterade att skenavtal är en signal på otillbörlig marknadspåverkan enligt Första genomförandedirektivet men konstaterade att det krävs något mer för att otillbörlig marknadspåverkan ska föreligga. Vidare konstaterade man att förfaranden som utgör godtaggen marknadspraxis och som sker av legitima skäl inte utgör otillbörlig marknadspåverkan trots att transaktionen riskerar att ge vilseledande signaler. Tingsrätten hänvisade också till ett uttalande i propositionen som säger att det inte ska anses utgöra otillbörlig marknadspåverkan att köpa tillbaka aktier som man nyss sålt, t.ex. för att begränsa

¹²³ Stockholms Tingsrätt, B 5316-08, 2009-02-17

förluster pga. kursrörelser.¹²⁴ Tingsrätten ansåg att gärningsmannens agerande inte stridit mot godtagen marknadspraxis utan haft legitima skäl. Åtalet ogillades.

4.14 Holmen¹²⁵

Gärningsmannen, en privatperson som var utbildad civilekonom, kontrollerade tre depåer hos en och samma Internetmäklare. Gärningsmannen köpte och sålde vid 73 tillfällen aktier i Holmen och Electrolux mellan de tre depåerna. Någon egentlig övergång av äganderätten skedde inte utan det rörde sig om skenavtal. Vissa dagar stod gärningsmannen för 100 % av avsluten i den aktuella aktien. Gärningsmannen uppgav att det fanns en tanke om framtida skatteplanering med affärerna.

Tingsrätten konstaterade att skenavtal, enligt Första genomförandedirektivet, utgör en signal om otillbörlig marknadspåverkan. Man ansåg att eftersom övriga aktörer på marknaden inte kunde se att det var samma aktör som agerade både som köpare och säljare var gärningsmannens transaktioner otillbörliga och vilseledande. Tingsrätten konstaterade att gärningsmannens affärer stått för en stor del av handeln i Holmen respektive Electrolux samt att hans agerande saknat såväl kommersiell mening som legitima skäl. Mot bakgrund av detta ansåg Tingsrätten att gärningsmannens handel var ägnad att otillbörligen påverka marknaden. Eftersom gärningsmannen var civilekonom och en erfaren aktör på marknaden bedömde Tingsrätten att han måste ha insett att hans handel var otillåten. Gärningsmannen dömdes för normalgraden av otillbörlig marknadspåverkan, uppsåtligt brott, till villkorlig dom och dagsböter. Hovrätten fastställde Tingsrättens dom samt påpekade att gärningsmannens agerande var otillåtet även om det skett av skatteskal.

4.15 Cision¹²⁶

Gärningsmannen, en finansman, hade två aktiedepåer. Han gjorde flera transaktioner mellan de två depåerna. Han sålde aktier, i bl.a. Cision, från den ena depå till den andra. Kort tid därefter sålde han tillbaka aktierna till den förstnämnda depån. Det rörde sig således om skenavtal eftersom någon egentlig övergång av äganderätten inte skedde. Vissa av affärerna gjordes av skatteskal, närmare bestämt med syfte att skapa en avdragsgill förlust.

Tingsrätten ansåg att gärningsmannen genom sin handel drivit upp volymen i aktierna på ett sådant sätt att denna inte längre återspeglade de verkliga förhållandena. Med de verkliga förhållandena torde Tingsrätten mena den volym som var motiverad på affärsmässiga grunder. Vidare konstaterade man att gärningsmannen hade stor insikt i och erfarenhet av

¹²⁴ Prop. 2004/05:142, s 69

¹²⁵ Svea Hovrätt, B 4507-09, 2009-10-27; Stockholms Tingsrätt, B 17821-08, 2009-04-30

¹²⁶ Svea Hovrätt, B 453-09, 2009-11-06; Stockholms Tingsrätt, B 12731-08, 2008-12-12

aktiehandel och att han därför måste ha insett att hans agerande var ägnat att otillbörligen påverka volymen i aktierna och därigenom ägnat att vilseleda övriga aktörer på marknaden. Gärningsmannen dömdes för normalgraden av otillbörlig marknadspåverkan, uppsåtligt brott, till villkorlig dom och dagsböter. Hovrätten fastställde Tingsrättens dom.

4.16 Scribona¹²⁷

Gärningsmannen, en privatperson, handlade vid ett tillfälle aktier i Scribona mellan två av honom kontrollerade depåer hos samme Internetmäklare. Den ena depån var gärningsmannens egen medan den andra tillhörde ett aktiebolag som han ägde. Gärningsmannen uppgav att hans syfte med affären var att minska risken i sin privata depå samt att frigöra likviditet för att kunna betala en skatteskuld.

Tingsrätten konstaterade att äganderätten övergått från gärningsmannen till hans bolag samt att det förflutit viss tid däremellan. Man ansåg på den grunden att det skett en verklig övergång av ägandet. Vidare konstaterade Tingsrätten att gärningsmannen visserligen stått för en betydande del av handeln i Scribona den aktuella dagen men att detta inte påverkat den normala volymen. Vidare påpekade man att det inte är klandervärt i sig att stå för en stor andel av handeln i en aktie. Man anknöt här till signalerna i Första Genomförandedirektivet och att det krävs något mer för att en vidtagen åtgärd ska vara straffbar. Tingsrätten ansåg också att gärningsmannens syfte med affären, riskminskning och likviditetsökning, var legitimt. Tingsrätten ogillade åtalet. Hovrätten fastställde Tingsrättens dom.

4.17 Aqeri¹²⁸

Gärningsmannen var VD för Aqeri. Han köpte och sålde under en period på drygt ett år, vid flera hundra tillfällen, aktier i bolaget. Vid åtskilliga av dessa transaktioner var tiden mellan köp och försäljning mycket kort, minuter och i några fall endast sekunder. Vid vissa av transaktionerna sålde gärningsmannen aktierna för ett lägre pris än vad han strax innan hade köpt dem för. Gärningsmannen stod för en stor del av omsättningen i Aqeraktien; under en period rörde det sig om 28,9 %. Vidare underlät han att fullgöra sin anmälningsskyldighet i samtliga transaktioner som låg till grund för domen.

Tingsrätten konstaterade att gärningsmannen genom sin handel påverkat främst volymen i Aqeraktien men även kursen. Vidare ansåg man att gärningsmannen vilselett marknaden eftersom antalet omsatta aktier inte speglade den affärsmässigt motiverade volymen i Aqeri. Bl.a. mot bakgrund av att gärningsmannen inte fullgjort sin anmälningsskyldighet bedömde

¹²⁷ Svea Hovrätt, B 2290-09, 2009-12-01; Stockholms Tingsrätt, B 14963-08, 2009-02-18

¹²⁸ Svea Hovrätt, B 9790-08, 2009-12-16; Stockholms Tingsrätt, B 8772-08, 2008-11-12

Tingsrätten att det kunde uteslutas att han inte insett att hans agerande var ägnat att påverka volymen i Aqeri. Gärningsmannen dömdes för normalgraden av otillbörlig marknadspåverkan, uppsåtligt brott, till villkorlig dom och dagsböter. Hovrätten fastställde Tingsrättens dom.

4.18 Nordic Mines¹²⁹

Gärningsmannen arbetade som aktiemäklare på en utländsk bank i Sverige.

Han rapporterade 15 avslut i bolaget Nordic Mines till börsen, vilka inte var genomförda och inte motsvarades av kundorder. Det rörde sig alltså om skenavtal. Transaktionerna utgjorde 8 % av den totala volymen i Nordic Minesaktien de aktuella dagarna. Tingsrätten ansåg att avsluten var ägnade att otillbörligen påverka marknadspriset på Nordic Mines och vilseleda övriga aktörer på marknaden.

Gärningsmannen gjorde också avslut där han eller hans närstående var säljare och kunder i banken var köpare. Genom att matcha avslut på det sättet drev mäklaren upp priset på aktierna och hans närstående gynnades av detta. Tingsrätten ansåg att också de här avsluten var ägnade att otillbörligen påverka marknadspriset på Nordic Mines och vilseleda övriga aktörer på marknaden.

Gärningsmannen dömdes för normalgraden av otillbörlig marknadspåverkan, uppsåtligt brott, till villkorlig dom och dagsböter. Dessutom förverkades delar av vinsten från affärerna. Hovrätten fastställde Tingsrättens dom.

4.19 Phonera¹³⁰

Gärningsmannen, en privatperson, handlade vid fem tillfällen aktier i Phonera och SeaNet mellan två av honom kontrollerade depåer hos samme Internetmäklare. Det rörde sig således om skenavtal eftersom någon egentlig övergång av äganderätten inte skedde. Gärningsmannens handel uppgick de aktuella dagarna till 70 % respektive 4 % av den totala handeln i Phonera respektive SeaNet.

Tingsrätten ansåg att eftersom övriga aktörer på marknaden inte kunde se att det var samma person som köpte och sålde aktierna var gärningsmannens agerande otillbörligt och vilseledande. Vidare påpekade man att gärningsmannens handel utgjort en stor andel av avsluten den aktuella dagen respektive drivit upp kursen på aktierna samt saknat legitima skäl och kommersiell mening. Sammantaget ansåg Tingsrätten att gärningsmannens agerande var ägnat att otillbörligen påverka marknaden och att han borde ha insett att så var fallet.

¹²⁹ Svea Hovrätt, B 8554-08, 2010-03-17; Stockholms Tingsrätt, B 7585-08, 2008-10-06

¹³⁰ Svea Hovrätt, B 2546-09, 2010-04-16; Stockholms Tingsrätt, B 17957-08, 2009-02-26

Tingsrätten dömde gärningsmannen för normalgraden av otillbörlig marknadspåverkan, oaktsamhetsbrott, till dagsböter.

Av okänd anledning medgav åklagaren senare ändring av Tingsrättens dom avseende gärningsmannens agerande i Phonera. När det gäller SeaNet ansåg Hovrätten att påverkan på marknaden var obetydlig, vilket medförde att brottet var ringa. Eftersom ringa oaktsamhetsbrott inte är straffbelagt ogillade Hovrätten åtalet.

4.20 Active Biotech¹³¹

Gärningsmannen, en privatperson, hade två depåer hos en Internetmäklare. Den ena var en aktiedepå, den andra var en kapitalförsäkring. Under 2008 sålde gärningsmannen av sina innehav i flera bolag, däribland Active Biotech, vilka han hade i sin aktiedepå. Parallellt med försäljningarna köpte han samma aktier genom sin kapitalförsäkring. Samtliga transaktioner skedde på börsen.

Syftet med gärningsmannens agerande var att vinna skattefördelar. Genom försäljningarna av förlustaktier ur aktiedepån uppstod möjligheter till förlustavdrag. De transaktioner som gärningsmannen genomförde, utgjorde 17-81 % av antal omsatta aktier i respektive bolag, aktuell dag. Transaktionerna fick därigenom antalet omsatta aktier att framstå som högre än vad som i själv verket var fallet. Eftersom gärningsmannen var både köpare och säljare ledde transaktionerna inte till någon verklig förändring av ägandet i de aktuella aktierna. Denna omständighet var dock inte synlig för övriga aktörer på marknaden utan för dem framstod det som att aktierna verkligen bytte ägare. Dessa omständigheter medförde att Tingsrätten ansåg att förfarandet var ägnat att otillbörligen vilseleda marknaden. Gärningsmannen dömdes för otillbörlig marknadspåverkan till villkorlig dom och böter. Hovrätten fastslog Tingsrättens dom.

Tilläggas kan att som vittne hördes en anställd vid Ekobrottsmyndigheten vilken påpekade att det korrekta sättet för gärningsmannen att hantera situationen hade varit att först sälja aktierna i aktiedepå och först senare köpa tillbaka dem i kapitalförsäkringen. Ett alternativt förfarande hade varit att – genom Internetmäklaren – göra transaktionerna utanför marknaden eftersom de då inte hade blivit synliga för övriga aktörer på marknaden och således inte heller hade kunnat vilseleda dem.

Avslutningsvis kan det vara värt att påpeka att det egentligen är försäkringsbolaget som äger aktierna i en kapitalförsäkring. Försäkringstagaren (gärningsmannen) har endast en fordran på försäkringsbolaget. En äganderättsövergång skedde således från gärningsmannen

¹³¹ Svea Hovrätt, B 5277-09, 2010-04-12; Stockholms Tingsrätt, B 17716-08, 2009-05-26

till försäkringsbolaget när gärningsmannen flyttade aktierna från sin aktiedepå till sin kapitalförsäkring. Detta faktum kommenterade inte domstolarna.

4.21 Aktiespridning¹³²

Två privatpersoner, som var bröder, hade varsin depå hos en Internetmäklare. De handlade aktier i bolaget Aktiespridning mellan depåerna. Transaktionerna genomfördes på en kurs som låg 73 % över föregående dags stängningskurs och utgjorde en stor del av omsättningen i aktien.

Tingsrätten ansåg att gärningsmännen hade kommit överens i förväg om att affären skulle göras samt till vilken kurs den skulle ske. Vidare ansåg man att volym och kurs avvek från vad som var affärsmässigt motiverat. Tingsrätten ansåg att gärningsmännens agerande var ägnat att otillbörligen vilseleda marknaden samt att de måste ha insett detta. Gärningsmännen dömdes för normalgraden av otillbörlig marknadspåverkan, uppsåtligt brott, till villkorlig dom och dagsböter. Hovrätten fastställde Tingsrättens dom och framhöll det faktum att affären varit uppgjord i förväg som grund för den fällande domen.

4.22 Berlusconi m.fl.¹³³

Punkt 73. Första genomförandedirektivets signaler återfinns i art. 4 och 5. Dessa signaler ska beaktas vid bedömning av om otillbörlig marknadspåverkan föreligger. Ett EU-rättsligt direktiv kan emellertid inte påverka straffansvar enligt en nationell svensk regel eftersom direktivet inte kan ålägga en enskild medborgare skyldigheter. Detta fastslog EG-domstolen i rättsfallet Marshall¹³⁴ och det bekräftades i Faccini Dori¹³⁵. I sista änden är det den nationella svenska lagregeln som avgör om straffansvar föreligger. De svenska domstolarna bör därför förhålla sig fritt till signalerna i genomförandedirektivet.¹³⁶

4.23 Kommentar

I detta avsnitt kommenteras avsnitt 4.1-21, med fokus på vilka åtgärder domstolarna har ansett vara otillåtna samt vilka syften domstolarna har ansett vara otillbörliga. I de fall domstolarna motiverat sina domar på ett sätt som här är av intresse redogörs för motiveringen.

Förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan i 8 § MmL är en straffrättslig regel. Domstolarnas domskäl kretsar därför kring huruvida de objektiva rekvisiten i paragrafen är

¹³² Svea Hovrätt, B 2618-09, 2010-04-23; Stockholms Tingsrätt, B 14379-08, 2009-03-02

¹³³ EG-domstolens dom 3 maj 2005 i de förenade målen C-387/02, C391/02 och C 403/02 Berlusconi m.fl. I domen hänvisas till EG-domstolens dom av den 5 oktober 2004 i de förenade målen C-397/01–C-403/01, Pfeiffer m.fl., punkt 108, och där angiven rättspraxis, nämligen Marshall och Faccini Dori.

¹³⁴ EG-domstolens dom av den 26 februari 1986 i mål 152/84, punkt 48

¹³⁵ EG-domstolens dom av den 14 juli 1994 i mål C-91/92, punkt 20

¹³⁶ Samuelsson et al. s 29

uppfyllda samt huruvida dessa har subjektiv täckning. Annorlunda uttryckt diskuteras i domskälen huruvida den tilltalades agerande var ägnat att otillbörligen vilseleda övriga aktörer på marknaden samt huruvida han insåg eller borde ha insett detta. Den frågan är naturligtvis av avgörande betydelse i rättssalen men i uppsatsen ligger fokus istället på otillåtna åtgärder och otillbörliga syften, vilket dock i praktiken endast är en annan infallsvinkel på samma sak.

4.23.1 Otillåtna åtgärder

De åtgärder som presenteras nedan har ansetts vara otillåtna om inget annat anges. De flesta rättsfallen om otillbörlig marknadspåverkan rör den situationen att den tilltalade sålt aktier till sig själv. En sådan överlåtelse medför inte någon verklig övergång av äganderätten utan utgör skenavtal. Det förekommer ett par olika varianter av skenavtal i rättspraxis. Affärerna kan förvisso ske inom en och samma depå men det vanliga är att de sker mellan två eller flera depåer som tillhör den tilltalade. Exempelvis kan den ena depån vara en aktiedepå medan den andra är en kapitalförsäkringsdepå. Det kan också vara så att någon eller båda depåerna inte tillhör den tilltalade. I flera fall har affärerna gjorts av ett bolag som den tilltalade äger, m.a.o. den tilltalade har gjort affärerna genom sitt bolag. I ett par fall har den ena depån tillhört någon nära anhörig till den tilltalade, och den tilltalade kan då ha haft fullmakt att göra affärer för den anhöriges räkning. Den tilltalade kan också vara en aktiemäklare som utfört affärerna för en kunds räkning. Trots att båda depåerna inte tillhört den tilltalade har agerandet ansetts utgöra skenavtal. Det finns några skenavtalsfall där förfarandena inte ansågs utgöra otillbörlig marknadspåverkan. I det ena fallet hade den tilltalade, en aktiemäklare, av skatteskal, sålt en illikvid aktie mellan sex av sina kunder. Tingsrätten ansåg att förfarandet utgjorde godtagen marknadspraxis. I det andra fallet skedde överlåtelsen från den tilltalade till hans bolag och viss tid förflöt mellan försäljning och köp

Utöver de rättsfall som rör skenavtal finns det enstaka rättsfall med andra otillåtna åtgärder. I två fall lade gärningsmannen köporder på aktier och köpte warranter för att driva upp kursen på warranterna, vilka utgjorde derivat på aktierna. Efter att ha sålt warranterna med vinst återkallades köpordern på aktierna. Tingsrätten i det ena fallet påpekade att åtgärderna inte var ordinära. I ett fall köpte och sålde gärningsmannen riktiga aktier och motsvarande aktier i sin låsasportfölj. Köpen av riktiga aktier skedde till en högre kurs än senast betalt. I ett fall köpte och sålde den tilltalade aktier till en kurs som var omotiverat hög. I ett fall hade den tilltalade sålt aktier och i samband med det använt sig av bulvanavtal, överlåtelseförbud, återköpsavtal m.m. I ett fall hade gärningsmannen lagt en stor köporder

som var dold till största delen. Köpordern återkallades en kort stund efter att den lagts och bara en liten del av aktierna i ordern hade då hunnit säljas. I ett fall hade de tilltalade kommit överens om en affär i förväg som man sedan genomförde på börsen. I ett fall spred den tilltalade osanna uppgifter om ett bolag på Internet. I det sistnämnda fallet fällde Tingsrätten den tilltalade för svindleri medan Hovrätten ogillade åtalet.

De olika åtgärderna utgör vitt skilda tillvägagångssätt. Delvis rör det sig om helt ordinära åtgärder – exempelvis att återkalla en order eller att lägga en dold order – vilka normalt sett är legitima men som i de aktuella fallen ansetts vara otillåtna pga. att de vidtagits med ett otillbörligt syfte; delvis rör det sig om åtgärder som typiskt sett kan anses vara otillåtna, exempelvis ingående av skenavtal.

4.23.2 Otillbörliga syften

Att avgöra med vilket syfte en åtgärd vidtas är av naturliga skäl svårare än att avgöra vad för åtgärd som vidtagits. Ett par syften har dock framkommit av utredningarna i målen om otillbörlig marknadspåverkan. De otillbörliga syftena har det gemensamt att de avviker från vad som normalt kan anses vara syftet med att göra värdepappersaffärer. De syften som presenteras nedan har ansetts vara otillbörliga om inget annat anges.

Det vanligaste syftet tycks vara att åtgärden syftar till att uppnå skattefördelar, särskilt gäller detta skenavtalsfallen. Genom att sälja aktier och sen köpa tillbaka dem kan man realisera en vinst eller en förlust, vilken sen kan kvittas mot förluster respektive vinster som härrör från andra affärer. Domstolarna har i de flesta fallen ansett att sådana skatteskal är otillbörliga. I ett fall ansågs dock skatteskal vara tillbörligt. Den tilltalade, en aktiemäklare, hade sålt en illikvid aktie mellan sex av sina kunder.

Det finns flera fall där åtgärden syftat till driva upp kursen. Det har skett genom köp- eller säljorder, vilseledande informationsspridning på Internet eller hemliga återköpsklausuler. Det kan också finnas bakomliggande orsaker till att man vill driva upp kursen. Det finns åtminstone ett fall där den tilltalades syfte var att driva upp volymen i aktien, för att öka intresset för den.

I ett fall anförde åklagaren att gärningsmannens åtgärd syftade till att få ner alternativt låsa kursen i aktien. Gärningsmannen hävdade däremot att syftet med hans åtgärd var att skydda sig mot försök till kursmanipulation, ett syfte som tingsrätten tycks ha ansett vara tillbörligt trots att man konstaterade att gärningsmannens åtgärd hade en kurspåverkande effekt. Hovrätten däremot ansåg att gärningsmannens åtgärd syftade till att förhindra en kursuppgång, vilket man ansåg var otillbörligt.

I två fall var syftet att driva upp köpkursen på en aktie för att kunna göra en vinst på en warrant som utgjorde derivat på aktien. I ett fall köptes riktiga aktier i syfte att driva upp kursen på motsvarande aktier i en låsasportfölj till en onaturligt hög nivå. I ett fall var syftet att minska risken i en depå och att frigöra likviditet för att kunna betala en skatteskuld, vilket Tingsrätten ansåg vara legitimt.

5 Otillåtna åtgärder

I detta avsnitt redogörs – utifrån allmänna utgångspunkter – för vilka åtgärder som typiskt sett är otillåtna. Även den mest ordinära åtgärd kan vara otillåten om den sker med ett otillbörligt syfte. Alla åtgärder som vidtas på marknaden kan således läggas till grund för straffrättsligt ansvar. Samtidigt kan typiskt sett otillåtna åtgärder vara tillåtna i fall då de sker med ett legitimt syfte.

Åtgärder på värdepappersmarknaden kan enligt min uppfattning inordnas på en skala. I ena änden på skalan finns åtgärder som typiskt sett är tillåtna. Som exempel kan nämnas att en aktör köper aktier och samtidigt köper derivat på aktien. I andra änden på skalan finns åtgärder som i praktiken alltid är otillåtna. Som exempel kan här nämnas att en aktör säljer aktier till sig själv. Oavsett var på skalan en åtgärd finns, krävs naturligtvis för straffrättsligt ansvar att samtliga rekvisit i det tillämpliga straffstadgandet är uppfyllda. I detta avsnitt kommer fokus att ligga på åtgärder som typiskt sett är otillåtna. Nedanstående åtgärder är inte de enda typiskt sett otillåtna åtgärderna som förekommer på marknaden men representerar de varianter som återkommer i lagstiftning, rättspraxis och doktrin.

Skenavtal, s.k. wash-sales, är så gott som alltid otillåtna. Skenavtal kännetecknas av att det är samma köpare som säljare. Det saknas således affärsmässiga skäl att ingå ett skenavtal. Det är svårare att upptäcka ett skenavtal om gärningsmannen använt två olika depåer. Då ser det vid en första anblick ut som att köparen och säljaren är två olika aktörer. Man kan också ingå skenavtalet på två olika marknadsplatser, vilket ytterligare torde försvåra upptäckt. En variant på skenavtal är att det förvisso är olika personer på köp- och säljsidan men att dessa samarbetar för att manipulera kursen. Sådana åtgärder benämns improper matched orders.¹³⁷

Hemliga återköpsklausuler och hemliga överlåtelseförbud syftar typiskt sett till att undandra instrumentet från allmän omsättning. Genom att säljaren förbehåller sig rätten att köpa tillbaka aktierna kan köparen inte sälja dem till någon annan vilket minskar utbudet på marknaden och i förlängningen driver upp kursen. Sådana klausuler är därför inte tillåtna. ABL ger förvisso ett visst utrymme för begränsningar av rätten att överlåta aktier men sådana hembudsklausuler ska vara inskrivna i bolagsordningen, 4 kap. 27 § ABL.

Spridande av medvetet missvisande investeringsrekommendationer eller annan kurspåverkande information är inte tillåtet. Typiskt sett kombineras informationsspridningen med egna affärer i det aktuella värdepappret; gärningsmannen köper aktierna, därefter rekommenderar han andra att köpa dem varpå kursen stiger, då säljer gärningsmannen sitt

¹³⁷ Af Sandeberg, s 157

innehav. Sådana pump-and-dump-upplägg eller scalping är otillåtna. En variant på detta är när en anställd hos ett värdepappersinstitut ger köprekommendationer till en kund men säljrekommendationer i samma värdepapper till en annan kund för att den ena kunden ska tjäna pengar på den andra kundens bekostnad, ett förfarande som också är otillåtet.

Det är otillåtet att handla med ett finansiellt instrument för att påverka priset på ett annat instrument. Ett exempel är att lägga parallella order på avista- och derivatmarknaderna om avista-ordern återkallas efter att avslut skett i derivatet. Syftet är här att ordern på avista-marknaden ska driva upp kursen på derivatet. Samtidigt är det viktigt att påpeka att det som utgångspunkt naturligtvis är tillåtet att förvärva ett derivat samtidigt som man förvärvar det underliggande instrumentet. Det normala syftet med en sådan åtgärd är antingen att öka avkastningen eller att minska risken i avista-affären, vilket är helt legitimt.

En variant på ovanstående är att avsiktlig utlösa en stopp-loss. Om en aktör får vetskap om att en annan aktör lagt en stop-loss-order kan den förstnämnda aktören förskjuta kursen till den nivå där stop-lossen löser ut. Detta driver kursen ännu längre i samma riktning, vilket gynnar den manipulerande aktören. Ett sådan åtgärd är också otillåten.¹³⁸

Window dressing innebär att en aktör, exempelvis en fond, driver upp kursen på en aktie till en onaturligt hög nivå vid ett särskilt tillfälle. Det kan t.ex. röra sig om en avstämningsdag som ligger till grund för utbetalning av ersättning till fonden. Det kan också ske för att aktören vill förbättra sitt belåningsvärde i samband med att man ska ta upp ett lån. Även om den förbjudna åtgärden bara tillfälligt påverkar kursen och kanske inte riskerar att vilseleda marknaden om värdet på aktien så riskerar åtgärden att ge en missvisande bild av utvecklingen i fonden och är därför otillåten.¹³⁹

En annan form av otillåtet beteende är att förvärva en så stor andel av aktierna i ett bolag att man får en dominerande position som man sedan utnyttjar för att manipulera kursen. Förfarandet benämns cornering och anses vara förbjudet.¹⁴⁰ Att ta en corner (förvärva 10 % av aktierna i ett bolag) är däremot tillåtet och helt legitimt. Likheten mellan termerna corner och cornering illustrerar väl de svårigheter som finns vid bedömningen av vilka beteenden på värdepappersmarknaden som är tillåtna respektive otillåtna.

¹³⁸ Svensson och Schedin, s 41 f

¹³⁹ Svensson och Schedin, s 40 f

¹⁴⁰ Af Sandeberg, s 157

6 Slutsatser

I detta avsnitt ska säcken knytas ihop. Tre frågeställningar presenterades i avsnitt 1.2 och de ska här besvaras. Avsnittet har en sammanfattande karaktär.

Syftet med uppsatsen är att ta reda på vad som är otillåtet när det gäller påverkan på värdepapperskurser. Att ex ante dra gränsen mellan tillåten och otillåten kurspåverkan har visat sig vara svårt.

Ett delmål med uppsatsen är att identifiera de regler som har samband med kursmanipulation för att få en överblick över regelverket. Detta mynnar ut i följande frågeställning:

- Vilka regler har samband med kursmanipulation och vad är innebörden av dessa regler?

Det finns en mängd regler som direkt eller indirekt berör kursmanipulation. Den närmare innebörden av dessa regler har behandlats i avsnitt 3.

Den centrala regeln i dag är förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan, dvs. 8 § MmL. Denna regel förbjuder kursmanipulation och träffar ett brett spektrum av åtgärder. Övriga straffrättsliga regler som kan bli aktuella vid kursmanipulation är smalare, åtminstone vad gäller deras tillämplighet på kursmanipulation. Svindleri kan bara användas vid vilseledande informationsspridning, bokföringsbrott förutsätter någon form av oriktig bokföring, bedrägeri kräver att någon blivit vilseledd.

Utöver de straffrättsliga reglerna finns flera förvaltningsrättsliga regler som bl.a. syftar till att förbättra transparensen på marknaden. Det rör sig bl.a. om flaggnings- och anmälningsskyldighet. Även om det primära syftet med dessa regler inte är att motverka kursmanipulation har de en sådan effekt.

Också i marknadens självreglering finns regler som tar sikte på kursmanipulation. Såväl Stockholmsbörsens som Fondhandlareföreningens regler riktar sig till borsmedlemmarna och reglerar hur dessa ska agera för att motverka kursmanipulation och hur de ska reagera när kursmanipulationen är ett faktum.

De viktigaste reglerna avseende kursmanipulation är straffrättsliga. När det gäller de reglerna är det två aspekter som framstår som viktigare än andra när det gäller att avgöra huruvida en åtgärd är otillåten: 1. Vad åtgärden består i; 2. Vad syftet med åtgärden är. Här aktualiseras följande frågeställningar:

- Vilka kurspåverkande åtgärder är otillåtna?

Det finns ett stort antal åtgärder som kan utgöra otillbörlig marknadspåverkan. Även ordinära åtgärder som normalt är legitima och tillåtna kan vara otillåtna om de företas med ett otillbörligt syfte. Samtidigt finns det åtgärder som typiskt sett är otillåtna. Det sammanhänger med att sådana åtgärder typiskt sett företas med ett otillbörligt syfte. Även sådana åtgärder kan dock vara tillåtna om de företas med ett syfte som inte är otillbörligt.

De åtgärder som typiskt sett är otillåtna tycks kunna indelas i tre olika grupper: Den första gruppen innehåller handelsåtgärder, dvs. köp- eller säljorder samt avslut. Till denna grupp kan räknas bl.a. avsiktlig utlösning av stop-loss-order och handel med aktie för att driva upp kursen på derivat. Den andra gruppen innehåller hemliga avtal. Det rör sig om hemliga återköpsklausuler och överlåtelseförbud. Den tredje gruppen innehåller vilseledande informationsspridning. Till denna grupp kan räknas pump-and-dump och scalping. Hit kan även räknas manipulerad bokföring, som ju också är en form av informationsspridning.

- Vilka syften är otillbörliga vid kurspåverkan?

De syften som har ansetts otillbörliga vid påverkan på värdepapperskurser har det gemensamt att de avviker från vad som normalt kan anses vara syftet med att göra värdepappersaffärer. Otillåtna åtgärder saknar ofta affärsmässigt syfte. I övrigt är det svårt att slå fast vissa särskilda syften som otillbörliga. Istället finns det en mängd olika syften som kan vara otillbörliga och ligga till grund för ansvar för otillbörlig marknadspåverkan. Exempel på syften som ansetts otillbörliga är att uppnå skattefördelar, att driva upp kursen eller volymen, att driva upp kursen i ett annat värdepapper eller att förhindra en kursuppgång. Det har påtalats att lagstiftningen om otillbörlig marknadspåverkan är genuint osäker.¹⁴¹ Det beror bl.a. på att det kan vara svårt att fastställa med vilket syfte en aktör vidtagit en viss åtgärd.

Ett avslutande exempel

Avslutningsvis ska en situation målas upp som illustrerar svårigheterna när det gäller att avgöra vilka åtgärder som utgör otillbörlig marknadspåverkan.

¹⁴¹ Samuelsson et al. s 6

En aktör köper warranten med Volvoaktien som underliggande instrument. Därefter lägger aktören en köporder i den underliggande Volvoaktien. Aktören säljer sen sina warranten, varpå han återkallar sin liggande köporder i Volvoaktien. Har aktören gjort sig skyldig till otillbörlig marknadspåverkan?

Av avgörande betydelse är här med vilket syfte aktören lade sina order. Låt säga att aktören var övertygad om att Volvoaktien var på väg upp och att hans syfte med köpet var att göra en kursvinst, samt att han köpte warranterna för att göra en ännu större kursvinst som en följd av hävstångseffekten. Anta vidare att en oväntad och negativ nyhet om Volvo publiceras vilket får aktören att ändra uppfattning om den framtida utvecklingen i Volvoaktien och warranten. Köpordern på warranterna har redan gått igenom medan köpordern på aktien inte har gjort det. Aktören säljer sina warranten och drar tillbaka köpordern i aktien. Det är – enligt min mening – svårt att se att detta förfarande ens skulle vara klandervärt, än mindre otillåtet. Men om samme aktör istället hade gjort exakt samma transaktioner men med syfte att driva upp kursen på warranterna genom att lägga köporder i Volvoaktien för att på sått göra en kursvinst på warranterna så föreligger ett förfarande som svenska domstolar har ansett utgöra otillbörlig marknadspåverkan.¹⁴²

Exemplet illustrerar att exakt samma förfarande, trots att det består av flera identiska åtgärder, kan vara antingen helt legitim eller definitivt otillbörlig, beroende på med vilket syfte det vidtagits. Det tycker jag visar på svårigheterna i att avgöra vilka åtgärder som är otillåtna respektive tillåtna vid påverkan på värdepapperskurser.

¹⁴² Industrivärden och Billerud

Källor

Rättsfall

Högsta Domstolen

NJA 1988 s 383

Hovrätterna

RH 1990:102

Svea Hovrätt, B 6675/00, 2001-10-30

Hovrätten över Skåne och Blekinge, B 1110-04, 2005-04-22

Svea Hovrätt, B 1985-07, 2007-05-16

Svea Hovrätt, B 4343-07, 2008-05-30

Hovrätten för övre Norrland, B 459-08, 2009-02-05

Svea Hovrätt, B 4507-09, 2009-10-27

Svea Hovrätt, B 453-09, 2009-11-06

Svea Hovrätt, B 2290-09, 2009-12-01

Svea Hovrätt, B 9790-08, 2009-12-16

Svea Hovrätt, B 8554-08, 2010-03-17

Svea Hovrätt, B 5277-09, 2010-04-12

Svea Hovrätt, B 2546-09, 2010-04-16

Svea Hovrätt, B 2618-09, 2010-04-23

Tingsrätterna

Stockholms tingsrätt, B 1432/99, 2001-01-25

Stockholms tingsrätt, B 6625/00, 2002-05-14

Uppsala tingsrätt, B 505-03, 2003-04-03

Stockholms Tingsrätt, B 11434-07, 2007-09-03

Stockholms Tingsrätt, B 15562-07, 2007-10-19

Stockholms Tingsrätt, B 22900-07, 2008-05-20

Stockholms Tingsrätt, B 5316-08, 2009-02-17

EU-domstolen

EG-domstolens dom av den 26 februari 1986 i mål 152/84, Marshall

EG-domstolens dom av den 14 juli 1994 i mål C-91/92, Faccini Dori

EG-domstolens dom av den 5 oktober 2004 i de förenade målen C-397/01–C-403/01, Pfeiffer m.fl.

EG-domstolens dom 3 maj 2005 i de förenade målen C-387/02, C391/02 och C 403/02 Berlusconi m.fl.

Offentligt tryck

Propositioner

Prop. 1990/91:42	Om insiderhandel
Prop. 1995/96:215	Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor
Prop. 1999/2000:109	Ny insiderlagstiftning
Prop. 2004/05:142	Marknadsmisbruk

Statens offentliga utredningar

SOU 1940:20	Straffrättskommitténs betänkande med förslag till lagstiftning om förmögenhetsbrott
SOU 1989:72	Värdepappersmarknaden i framtiden
SOU 1994:68	Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor
SOU 2004:69	Marknadsmisbruk, betänkande av Marknadsmisbruksutredningen

Kommittédirektiv

Dir. 1993:103	Översyn av vissa insiderfrågor
---------------	--------------------------------

Litteratur

- Afrell, Lars; Cavallin, Samuel; Samuelsson, Per och Sjöblom, Nils, Lagen om marknadsmisbruk och lagen om anmälningsskyldighet, En kommentar, Stockholm, 2005
- Beckman, Mats; Jansson, Gent; Wallin-Norman, Karin och Wendleby, Björn, Lagarna på värdepappersområdet: en kommentar till insiderstrafflagen m.fl. lagar, Stockholm, 2002
- Holmqvist, Lena; Leijonhufvud, Madeleine; Träskman, Per Ole; Wennberg, Suzanne, Brottsbalken: En kommentar, Del 1 (1-12 kap.): Brotten mot person och förmögenhetsbrotten m.m. Stockholm, 2009
- Kågerman, Pontus; Lohmander, Cecilia; de Ridder, Adri, Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden, Stockholm, 2008
- Lefèvre, Edwin, Reminiscences of a Stock Operator, Expert Trading, Ltd.1993
- af Sandeberg, Catarina, Marknadsmisbruk- insiderbrott och kursmanipulation, Uppsala, 2002
- Schedin, Hans & Svensson, Alf-Peter, Vägledning till rätt kurs på värdepappersmarknaden, Fondhandlareföreningen, (handbok), Stockholm, 2006

Övrigt

EU

Final report of the committee of wise men on the regulation of European securities markets, Brussels, 15 February 2001

Börsens utredningar

Fermenta, fakta och erfarenheter, En rapport till Stockholms Fondbörs, Stockholm, 1988

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

Internet

http://www.fi.se/Templates/Page_____2571.aspx