



UNIVERSITY OF GOTHENBURG
SCHOOL OF BUSINESS, ECONOMICS AND LAW

Henrik Nordling

De nya marknadsmissbruksreglerna

Med en inriktning på insiderinformation och insiderbrott

HRO800 Examensarbete
Juridiska institutionen

Examensarbete på juristprogrammet
30 högskolepoäng

Handledare: Rolf Dotevall

Termin: HT2014

SAMMANFATTNING

I takt med att värdepappersmarknaden utvidgas, både vad avser dess betydelse och omfattning, utvecklas även nya handelstekniker, vilket i sin tur ökar behovet av en i förhållande till de nya teknikerna aktuell lagstiftning. För att möta behovet av en marknadsmissbruksreglering som ligger i fas med samhällsutvecklingen antog EU under våren 2014 två nya rättsakter, marknadsmissbruksförordningen (Nr. 596/2014) samt det så kallade marknadsmissbruksdirektivet (Nr. 2014/57/EU). Förordningen, som hanterar administrativa sanktioner och som är direkt tillämplig i Sverige, träder ikraft den 3 juli 2016, och direktivet, som hanterar straffrättsliga sanktioner, ska implementeras i Sverige senast samma datum. Syftet med uppsatsen är att utreda, presentera och analysera de rättsliga skillnader som marknadsmissbruksförordningen samt marknadsmissbruksdirektivet kan komma att skapa i den svenska insiderlagstiftningen avseende rekvisiten "insiderinformation" och "insiderbrott/insiderhandel", samt att belysa de rättsliga konsekvenserna av dessa skillnader.

Beträffande definitionen "insiderinformation" införs ett antal förändringar i rättsakterna i jämförelse med vad som stadgas i MmL. Antalet finansiella instrument som omfattas av begreppet utvidgas till att även omfatta handel på OTF-plattformar samtidigt som rekvisiteten "förnuftig investerare" och "specifik natur" uttryckligen införs. Rekvisiten "förnuftig investerare" och "specifik natur" har dock behandlats i tidigare genomförandedirektiv samt i CESR riktlinjer. Införandet torde därför inte medföra några större rättsliga konsekvenserna för svensk del.

De nya rättsakterna medför även vissa skillnader beträffande definitionen av "insiderhandel". Istället för att enbart innefatta insiderinformation som man "får", kommer även information som man redan "har" att medföra ansvar vad gäller administrativa sanktioner, i och med att rekvisitet "förfogar" införs i förordningen. Då de straffrättsliga sanktionerna bygger på ett direktiv som ska implementeras, är det dock ännu oklart om ett "har"-rekvisit kommer införas vad gäller dessa. Genom rättsakterna kommer även en person som återkallar/ändrar en lagd order efter att insiderinformation erhållits men innan ordern verkställts att omfattas av definitionen insiderhandel. Även förvärv/avyttringar baserade på rekommendationer eller råd, då personen insett eller bort inse att rådet var grundat på insiderinformation kommer att omfattas av definitionen. Den så kallade "Tivoxluckan" har således spelat ut sin roll i svensk rätt. Ovanstående skillnader medför var för sig en utvidgning av definition insiderhandel. En annan skillnad är att det genom förordningen införs ett uttryckligt utnyttjanderekvisit avseende insiderinformation i svensk rätt (utnyttjandemodellen). Direktivet utgår också från en utnyttjandemodell men det är ännu osäkert om modellen kommer att införas i svensk rätt eller om nuvarande förfogandemodell kommer att behållas. Det finns således en risk för att det blir en skillnad i rättstillämpningen av förordningen i förhållande till MmL.

INNEHÅLL

1	INTRODUKTION	3
1.1	BAKGRUND.....	3
1.2	SYFTE	4
1.3	FRÅGESTÄLLNING	5
1.4	AVGRÄNSNINGAR	5
1.5	METOD OCH MATERIAL.....	6
1.6	DISPOSITION.....	7
2	VÄRDEPAPPERSMARKNADEN I STORT	8
2.1	INLEDNING	8
2.2	BEHOVET AV EN INSIDERLAGSTIFTNING	8
2.3	MARKNADSMISSBRUKSREGLERINGEN PÅ VÄRDEPAPPERSMARKNADEN	10
2.3.1	Lamfallussymodellen.....	11
2.3.2	Relevant lagstiftning.....	11
2.4	MARKNADSÖVERVAKNING	12
2.4.1	Finansinspektionen	12
2.4.1.1	Statistik	13
2.4.2	Ekobrottsmyndigheten.....	13
2.4.2.1	Finansmarknadskammaren.....	13
2.4.2.2	Statistik	14
2.4.3	Börser och andra auktoriserade marknadsplatser	14
2.5	PRIVATA-, PUBLIKA- OCH AVSTÄMNINGSBOLAG	14
3	INSIDERINFORMATION OCH INSIDERBROTT ENLIGT NUVARANDE LAGSTIFTNING	15
3.1	INSIDERINFORMATION	15
3.1.1	Inledning.....	15
3.1.2	Information	15
3.1.3	Offentliggjord eller allmänt känd	16
3.1.4	Ägnat att väsentligen påverka priset.....	17
3.1.5	Finansiella instrument.....	18
3.1.6	Specifik natur.....	19
3.1.7	Exempel.....	20
3.2	INSIDERBROTT.....	21
3.2.1	Inledning.....	21
3.2.2	”Den”	21
3.2.3	”Får”	22
3.2.4	”För egen eller annans räkning”	22
3.2.5	”Avyttring eller ett förvärv”	23
3.2.6	”Finansiella instrument som informationen rör”	23
3.2.7	”Råd eller på annat sätt”	23

3.2.7.1	Tivoxmålet.....	24
3.2.8	Utnyttjandekrav	25
3.2.8.1	Spector Photo Group	25
3.2.9	Subjektiva rekvisit	27
4	MARKNADSMISSBRUKSFÖRORDNINGEN OCH MARKNADSMISSBRUKSDIREKTIVET	28
4.1	RÄTTSAKTERNA I STORT	28
4.1.1	ESMA	28
4.2	HISTORIK	29
4.3	RÄTTSAKTERNAS SPRÅKLIGA UTFORMNING.....	29
4.4	RÄTTSAKTERNAS SAMVERKAN	30
4.5	RÄTTSAKTERNAS INFÖRLIVANDE I SVENSK LAGSTIFTNING.....	31
4.6	JURIDISKA PERSONER.....	32
4.7	INSIDERINFORMATION	32
4.7.1	Rättsliga skillnader mellan den svenska insiderlagstiftningen och de nya rättsakterna	32
4.7.1.1	"Finansiella instrument"	33
4.7.1.2	Information av "specifik natur"	34
4.7.1.3	"Förnuftig investerare"	34
4.7.2	Vad kan skillnaderna få för rättsliga konsekvenser på den svenska insiderlagstiftningen.....	35
4.7.2.1	"Finansiella instrument"	35
4.7.2.2	Information av "specifik natur"	36
4.7.2.3	"Förnuftig investerare"	36
4.7.2.4	Övriga egna reflektioner	37
4.8	INSIDERHANDEL/INSIDERBROTT	38
4.8.1	Har, får, förfogar	38
4.8.1.1	Rättsliga skillnader mellan den svenska insiderlagstiftningen och de nya rättsakterna samt dess rättsliga konsekvenser på den svenska insiderlagstiftningen.....	38
4.8.1.2	Övriga egna reflektioner	42
4.8.2	Återkalla eller ändra order	44
4.8.2.1	Rättsliga skillnader mellan den svenska insiderlagstiftningen och de nya rättsakterna samt dess rättsliga konsekvenser på den svenska insiderlagstiftningen.....	44
4.8.2.2	Övriga egna reflektioner	46
4.8.3	Förvärv eller avyttring baserat på rekommendation eller råd	48
4.8.3.1	Rättsliga skillnader mellan den svenska insiderlagstiftningen och de nya rättsakterna samt dess rättsliga konsekvenser på den svenska insiderlagstiftningen.....	48
4.8.3.2	Övriga egna reflektioner	50
4.8.4	Utnyttjar	51
4.8.4.1	Rättsliga skillnader mellan den svenska insiderlagstiftningen och de nya rättsakterna samt dess rättsliga konsekvenser på den svenska insiderlagstiftningen.....	51
4.8.4.2	Övriga egna reflektioner	54
5	SLUTSATS.....	55
6	KÄLLFÖRTECKNING	60
7	RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	64

Definitioner och förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
AnmL	Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument
BrB	Brottsbalken (1962:700)
Börs	ett svenskt aktiebolag eller en svensk ekonomisk förening som har fått tillstånd enligt Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden att driva en eller flera reglerade marknader
CESR	The Committee of European Securities Regulators
Derivat	samlingsnamnet för en form av värdepapper, till exempel terminer och optioner.
EBM	Ekobrottsmyndigheten
EG	Europeiska gemenskapen
EKMR	Europeiska konventionen om skydd för de mänskliga rättigheterna
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europeiska unionen
FI	Finansinspektionen
Finansiellt instrument	Se definitionen i 1 kap 4 § 1 p Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
Marknadsmisbruksdirektivet	Europaparlamentets och rådets direktiv nr 2014/57/EU av den 16 april 2014 om straffrättsliga påföljder för marknadsmisbruk
Marknadsmisbruksförordningen	Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmisbruk

MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
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
MTF-plattform	En handelsplats som drivs av ett värdepappersinstitut eller en börs och som sammanför ett flertal köp- och säljintressen i finansiella instrument från tredje man – inom systemet och i enlighet med icke skönsrättsliga regler – så att detta leder till avslut
NJA	Nytt juridiskt arkiv
Offentligt uppköpserbjudande	ett offentligt erbjudande till innehavare av aktier som har getts ut av ett svenskt eller utländskt aktiebolag att överlåta samtliga eller en del av dessa aktier
OTC	Over the counter
OTF-plattform	en OTF-plattform är en ny typ av handelsplats som införs genom MiFID II. Drivs av ett värdepappersinstitut eller en börs och som sammanför ett flertal köp- och säljintressen i finansiella instrument från tredje man – inom systemet utan krav på icke skönsrättsliga regler – så att detta leder till avslut
Prop.	Proposition
Reglerad marknad	ett multilateralt system inom EES som sammanför eller möjliggör sammanförande av ett flertal köp- och säljintressen i finansiella instrument från tredje man – regelmässigt, inom systemet och i enlighet med icke skönsrättsliga regler – så att detta leder till avslut
SOU	Statens offentliga utredningar
Vpml	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden

1 INTRODUKTION

Insiderbrott är något som väcker stor uppmärksamhet när det väl uppdagas. Anledningen till detta torde vara att brottet sker i en miljö som inte annars är förknippat med brottslig verksamhet. I finansbranschen har nämligen det personliga ryktet en väldigt stor betydelse för möjligheten till framtida affärer. Aktuellt exempel på detta statueras bland annat i det så kallade Vinge-målet¹. Den mediala uppmärksamheten kan även ha att göra med kopplingen som finns mellan finansmarknaden och allmänheten i stort. Genom bl.a. privatsparande har allmänheten ett direkt intresse av att marknaden fungerar korrekt och att bli upplyst när en person försöker utnyttja sitt illegala informationsövertag till skada för övriga aktörer på marknaden.

1.1 Bakgrund

Den 16 april 2014 antog Europaparlamentet och rådet en ny marknadsmissbruksförordning, *Nr 596/2014 om marknadsmissbruk* ("marknadsmissbruksförordningen") samt ett nytt marknadsmissbruksdirektiv, *2014/57/EU om straffrättsliga sanktioner för marknadsmissbruk* ("marknadsmissbruksdirektivet"). Rättsakterna kommer att ersätta det gamla direktivet från 2003, *Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan* ("MmD"). MmD bygger i sin tur på *Rådets direktiv 89/592/EEG angående samordning av regler om insiderhandel*, vilket även var den första gemensamma rättsakten som gavs ut av EU gällande insiderhandel.

Anledningen till att de nya rättsakterna tillkommit är den utveckling som skett på värdepappersmarknaden. Nya handelsplattformar, så som MTF:er och OTF:er och nya handelsteknologier, så som handel med råvaruderivat och utsläppsrätter, har skapat en efterfrågan på ett modernare regelverk². Utvecklingen har även lett till att det skiljer sig mellan medlemsländernas lagstiftningar³. Sanktionssystemen i medlemsländerna gällande marknadsmissbruk har utvecklats olika och skapat en splittring på den inre marknaden där vissa medlemsländer erhållit otillbörliga konkurrensfördelar. Även det faktum att den finansiella marknaden idag till stor del består av gränsöverskridande handel har ökat behovet av en union reglering.⁴ Målet med rättsakterna är att strama åt regleringen för att upprätthålla

¹ Mål nr B 10277-13 Svea Hovrätt (2014-11-06)

² Skäl 3-5 i Marknadsmissbruksförordningen samt skäl 7 och 8 i Marknadsmissbruksdirektivet.

³ Skäl 3-5 i Marknadsmissbruksförordningen samt skäl 7 och 8 i Marknadsmissbruksdirektivet.

⁴ s. 2 f., Kommissionens förslag till marknadsmissbruksförordning och s. 2 f., Kommissionens förslag till marknadsmissbruksdirektiv

investerarnas förtroende för marknaden, samtidigt som det ska skapas en mer enhetlig och harmoniserad reglering mellan EU-länderna, med ett fokus på administrativa såväl som straffrättsliga sanktioner.⁵

Marknadsmisbruksförordningen och marknadsmisbruksdirektivet komplementerar varandra. Förordningen innehåller bestämmelser kring vad som ska anses utgöra marknadsmisbruk, förbud mot marknadsmisbruk samt regler som ger de nationellt behöriga myndigheterna befogenheter att vidta åtgärder vid överträdelser av förordningen. Förordningen stadgar även krav på att medlemsländerna ska införa ett administrativt sanktionssystem. Direktivet kompletterar förordningens reglering genom att det omfattar straffrättsliga sanktioner.⁶ Direktivet är ett så kallat minimidirektiv vilket innebär att det sätts upp en miniminivå gällande implementeringskraven samtidigt som medlemsländerna är fria att införa strängare regler⁷. I art. 288 i Fördraget om Europeiska Unionens Funktionssätt framgår att en förordning ska ha allmän giltighet och vara direkt bindande för medlemsstaterna samt att ett direktiv är bindande avseende det resultat som ska uppnås men där medlemsstaterna själva beslutar form och tillvägagångssättet för genomförandet⁸.

Marknadsmisbruksförordningen kommer att träda i kraft den 3 juli 2016 och marknadsmisbruksdirektivet ska implementeras av medlemsstaterna senast samma datum.

Uppsatsen kommer särskilt att belysa rekvisiten "insiderinformation" och "insiderhandel". Genom antagandet av rättsakterna finns det ett behov av att analysera och klargöra vad som i framtiden kommer att anses utgöra insiderinformation och vad som kommer anses stipulera insiderbrott/handel. Skillnaderna i och konsekvenserna av de nu antagna rättsakterna jämfört med nu gällande marknadsmisbruksregler har inte tidigare, mer än då rättsakterna varit på förslagsnivå, behandlats i svensk doktrin.

1.2 Syfte

Syftet med uppsatsen är att utreda, presentera och analysera de rättsliga skillnader marknadsmisbruksförordningen samt marknadsmisbruksdirektivet kan komma att skapa i den

⁵ http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-774_en.htm (s. 1 och 3)

⁶ s. 17 f., SOU 2014:46

⁷ art. 1, Marknadsmisbruksdirektivet 2014/57/EU

⁸ art. 288, Fördraget om Europeiska Unionens Funktionssätt, 2012/C 326/01

svenska insiderlagstiftningen vad avser rekvisiten "insiderinformation" och "insiderbrott/insiderhandel", samt att belysa de rättsliga konsekvenserna av dessa skillnader.

1.3 Frågeställning

Vilka är de rättsliga *skillnaderna* mellan gällande svensk insiderlagstiftning och marknadsmissbruksförordningen/marknadsmissbruksdirektivet vad avser definitionen av "insiderinformation" och "insiderbrott/insiderhandel", och vilka rättsliga *konsekvenser* kommer dessa skillnader att få i den svenska insiderlagstiftningen?

1.4 Avgränsningar

Uppsatsen kommer, som framgått ovan, behandla nu gällande insiderlagstiftning samt de nya marknadsmissbruksreglerna från EU. För att få djup och konkretion avgränsar sig uppsatsen till de artiklar i rättsakterna som behandlar rekvisitet "insiderhandel" och då underförstått även rekvisitet "insiderinformation". Andra förändringar så som reglerna kring marknadsmanipulation, "whistle blowers", skyldigheten för emittenter att upprätta en insiderförteckning samt skyldigheten för emittenter att offentliggöra insiderinformation kommer på grund av uppsatsens inriktning och begränsning inte att behandlas. Uppsatsen kommer således endast att behandla insiderbrottet och därmed avgränsas från övriga brott enligt marknadsmissbrukslagen.

Vad gäller frågan kring förändringar avseende sanktioner kommer dessa att behandlas ytligt i en allmän informationsdel. Sanktionsfrågan är en stor del av de nya rättsakterna, främst då med tanke på det enhetliga administrativa sanktionssystemet som kommer införas i alla medlemsländer. För att på ett så tydligt och konkret sätt kunna uppnå uppsatsens syfte utan att tappa den röda tråden så krävs det att denna del avskiljs. Sanktionsfrågan hade även i omfattning utgjort en stor del av uppsatsen vilket, med beaktandet av syftet, inte kan anses önskvärt.

Uppsatsen kommer även att avgränsas från försöksbrott samt vårdslöshetsbrott. Det betyder att försök till insiderbrott samt vårdslöst insiderförfarande inte kommer att behandlas. Anledningen till detta är att dessa rubriceringar inte tillför något ytterligare för att uppnå syftet med uppsatsen.

Med anledning av uppsatsens inriktning kommer inte heller förändringar vad gäller tillsynsmyndigheten och tillsynsarbetet att behandlas mer än där förståelse för sammanhanget kräver det.

1.5 Metod och material

För att på bästa sätt kunna svara på uppsatsens frågeställning och uppfylla syftet har vissa metodval gjorts. Uppsatsen tar utgångspunkt i dagens rättsläge vad gäller regleringen kring insiderinformation och insiderbrott. Dessa regler finns i Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (MmL). Jämförelser görs mellan MmL och den nya marknadsmissbruksförordningen och marknadsmissbruksdirektivet för att påvisa kommande skillnader i lagstiftningen. Eftersom, vad gäller förordningen och direktivet, inte finns några typiska rättskällor att ta fasta på, så som förarbeten eller praxis, har jag i uppsatsen till stor del varit begränsad till ordalydelsen av dessa rättsakter. Konsekvensen av att de aktuella rättsakterna nyligen antogs är att det än så länge endast finns begränsat med doktrin och relevanta artiklar som behandlar rättsakterna i allmänhet och ur ett svenskt perspektiv i synnerhet. Relevanta svenska artiklar och publikationer som behandlat EU:s förslag till ny reglering, d.v.s. inte de antagna rättsakterna, har dock använts. Det finns inte heller några långt framskridna förarbeten, t.ex. en proposition, på området. Dock har en särskild utredning, Marknadsmissbruk II – SOU 2014:46, tillsatts för att analysera de förändringar som anses fordras i den svenska lagstiftningen i och med ikraftträdandet av de nya rättsakterna. I uppsatsen görs kontinuerligt komparativa referenser till utredningen i och med dess självklara koppling till uppsatsämnet. Doktrin, förarbeten och praxis till de nuvarande svenska marknadsmissbruksreglerna har studerats för att på ett bättre sätt förstå syftet och ändamålet med EU:s nya rättsakter. Även avgöranden från EU-domstolen har beaktats. Rapporter, artiklar och pressreleaser från olika EU instanser har även det beaktats i avhandlingen. Bristen på rättskällor, främst förarbeten, doktrin och praxis, kan ses som en svaghet i uppsatsen men belyser samtidigt problematiken vad gäller den kommande svenska tillämpningen av rättsakterna. Jag har således till stor del försökt att följa en traditionell rättsdogmatisk metod där utgångspunkt tagits i rättskällorna, förarbeten, praxis och lagtext, för att på så sätt penetrera frågeställningen. I och med uppsatsens inriktning, där olika rättsakter jämförs, har dock en sådan metod inte kunnat följas fullt ut.

1.6 Disposition

Uppsatsen är uppdelad i fyra delar. För att placera läsaren i en kontext inleds uppsatsen i kapitel 2 med en övergripande orientering inom värdepappersområdet. Därefter utreds vad som enligt nuvarande svensk lagstiftning avses med begreppen "insiderinformation" och "insiderbrott" i kapitel 3. En grundlig genomgång görs här för att läsaren ska erhålla en bakgrundskunskap och på ett tydligare sätt kunna iaktta och tillgodogöra sig skillnader de nya rättsakterna skapar. Därefter presenteras den nya marknadsmissbruksförordningen samt det nya marknadsmissbruksdirektivet i kapitel 4. Det görs sedan en djupanalys av de nya rättsakterna där skillnader och konsekvenser tas upp och jämförs med dagens lagstiftning. Uppsatsen utmynnar i kapitel 5 med att frågeställningen besvaras med slutsatser dragna från redovisat material.

2 VÄRDEPAPPERSMARKNADEN I STORT

2.1 Inledning

"Banking consists essentially of facilitating the movement of money from Point A, where it is, to point B, where it is needed." – Victor Rothschild (1910-1990)

Värdepappersmarknaden utgör en del av den så kallade kapitalmarknaden. Kapitalmarknadens huvudsyfte i samhället är att tillgängliggöra kapital på en marknad där aktörer förenklat tillåts att tjäna pengar på pengar. Kapitalmarknaden är namnet på den försörjningskanal som gör att företag, hushåll, organisationer och stater kan komma åt kapital för investeringar och drift⁹. Sparare och investerare sammanförs. Utan denna möjlighet för företag att få in kapital hade samhällsutvecklingen stått stilla och företagens möjlighet att expandera försvårats. Kapitalmarknaden har således utvecklats till en viktig beståndsdel i samhället. De finansiella marknaderna bidrar också till en effektiv riskhantering med dess olika möjligheter till investeringar¹⁰. Det finns idag en oändlig mängd värdepapper i omsättning. Med värdepapper menas här en handling vars värde kan bestämmas i pengar och som utgör en förmögenhetstillgång möjlig att omsättas på den allmänna marknaden¹¹. Värdepappersmarknaden består av aktier, obligationer och derivatinstrument.

2.2 Behovet av en insiderlagstiftning

En uppdaterad lagstiftning gällande marknadsmissbruk i allmänhet och insiderhandel i synnerhet motiveras av behovet att upprätthålla marknadens integritet och förtroende¹². På en marknad där insiderhandel förekommer anses likviditeten minska samtidigt som kapitalanskaffningskostnaden för bolagen ökar¹³. Värdepappersmarknadens sekundärmarknad bygger idag på anonymitet där ingen vet vem man köper av eller säljer till¹⁴. Denna anonymitet bidrar till ett växande behov av att kunna skydda sig mot olika typer av ekonomiska risker. Att alla aktörer har tillgång till samma information samtidigt blir således en grundpelare för att marknaden ska fungera¹⁵. Om så inte skulle vara fallet talar man om informationsasymmetri. En

⁹ s. 6 Riksbanken "Den svenska finansmarknaden 2014"

http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Finansmarknaden/2014/rap_finansm_140829_sve.pdf

¹⁰ s. 16 Riksbanken "Den svenska finansmarknaden 2014"

¹¹ Nationalencyklopedin, sökord: "Värdepapper"

¹² s. 30, Sevenius, Örtengren

¹³ s. 315, Vassilios

¹⁴ s. 34, Sevenius, Örtengren

¹⁵ s. 15, Elofsson m.fl.

sådan asymmetri hade lett till att marknads förtroende för värdepappershandeln urholkats, vilket orsakat en kraftigt minskad omsättning av värdepapper vilket i sin tur hade omintetgjort hela syftet med marknaden, d.v.s. bolags möjlighet att få in riskkapital.¹⁶

Eftersom t.ex. ett bolag innehar en större mängd information om sig själva, än vad övriga marknaden har, skapas en informationsasymmetri mellan bolaget självt och marknaden. Den väsentliga frågan i dessa fall är således hur man stävjar denna asymmetri och bygger upp ett förtroende för värdepappersmarknaden. För detta krävs regler kring hur personer som innehar en större mängd information än övriga marknaden kan begränsas i sin användning av sådan information. Här räcker inte kravet på transparens. Det är oundvikligt att dessa personer erhåller information om bolaget före marknaden i övrigt. Därför behövs det en reglering som även stävjar en sådan möjlighet till otillbörligt utnyttjande av informationen och som ökar förtroendet för marknaden.^{17,18}

Det brukar framföras främst två argument för att det överhuvudtaget ska finnas en insiderlagstiftning. Dels framförs förtroendeargumentet. Med det menas att lagstiftningen ska fungera förtroendeskapande. Utan allmänhetens förtroende kommer omsättningen på värdepappersmarknaden att minska och aktörerna kommer att söka sig till marknader där alla handlar på samma villkor. Värdepappersmarknaden spelar idag en stor roll i samhällsekonomin och för den ekonomiska tillväxten. En ej fungerande värdepappershandel där kapitalanskaffningen försvåras, kan komma att leda till arbetslöshet och konkurser.¹⁹

Det andra starka argumentet för en insiderreglering är det så kallade rättviseargumentet. Det bygger i stort på att det är moraliskt förkastligt och oetiskt att tjäna på insiderhandel. Informationsövertaget kan jämföras med att spela ett kortspel där motståndaren redan vet vilka kort du har på handen. Frågan är således varför en insider ska få denna möjlighet samtidigt som de andra aktörerna blir lidande.²⁰

Argumenten mot ett förbud mot insiderhandel bygger på teorin att all information är bra information i och med att ökad information innebär att kursen på värdepappren blir mer

¹⁶ s. 248, Sevenius, Örtengren

¹⁷ Se Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument

¹⁸ s. 117-118, Elofsson m.fl.

¹⁹ prop. 1990/91:42 s. 38, s. 20 Knuts, Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet

²⁰ s. 44, af Sandeberg

rättvisande. Signaler från insiders förvärv/ avyttringar ger marknaden en bra upplysning om hur bolagen går.²¹

Med insider förstås en person som har ett informationsövertag gentemot övriga marknaden vad gäller sådan information som har en inverkan på kursen på det finansiella instrumentet²². Värt att påpeka är att det finns två typer av insiderhandel, tillåten och otillåten. Med tillåten insiderhandel menas t.ex. när en styrelseledamot förvärvar eller avyttrar aktier i bolaget han är styrelseledamot i utan att ha insiderinformation. Personen i fråga har dock en sådan ställning i bolaget att han ska vara uppskriven i bolagets loggbok enligt 10 a § Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument (AnmL) samt anmäla sin handel till FI enligt 4 § AnmL. Med otillåten insiderhandel menas istället att en person med tillgång till insiderinformation väljer att använda sig av denna och då förvärva eller avyttra ett finansiellt instrument. Kraven för att informationen ska anses utgöra insiderinformation framgår nedan i uppsatsen.

2.3 Marknadsmisbruksregleringen på värdepappersmarknaden

Regleringen på värdepappersmarknaden är till stor del styrd av EU. EU-kommissionen och rådet antar kontinuerligt förordningar och direktiv medlemsländerna är bundna att följa, antingen strikt eller genom implementeringar²³. Orsaken till att just värdepappersmarknaden är så hårt reglerad från EU beror på dess internationella funktion. Transaktioner utförs frekvent över nationsgränserna. Eftersom värdepappersmarknaden är ett mycket omfattande område med många förgrenade lagstiftningar är det oerhört komplicerat att konkretisera alla dessa regler till en rättsakt som täcker hela området. Istället omfattar varje rättsakt som antas ett litet område inom värdepappersmarknaden. Så är således även fallet vad gäller marknadsmisbruksreglerna.

Som ett led i att stävja marknadsmisbruk och skapa en enhetlig reglering gällande dessa frågor antogs år 1989 direktivet *89/592/EEG angående samordning av regler om insiderhandel*. Reglerna har kontinuerligt uppdaterats, och senast år 2003 då EU-kommissionen och rådet antog ett nytt marknadsmisbruksdirektiv²⁴. Direktivet implementerades i svensk lagstiftning genom Lag (2005:377) om straff för marknadsmisbruk vid handel med finansiella instrument.

²¹ s. 663, Stattin

²² s. 15, Elofsson m.fl.

²³ s. 185, Lycke

²⁴ Direktivet (2003/6/EG) om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan

Lagstiftningen gällande marknadsmissbruk grundar sig således idag på implementerade EU-direktiv. I denna lagstiftning fastställs kontinuerligt även en rätt för regeringen att genom förordningar meddela detaljföreskrifter. Regeringen får enligt förordningarna även i sin tur bemyndiga olika myndigheter, t.ex. Finansinspektionen (FI), att meddela föreskrifter, så kallad subdelegation.

De nu aktuella rättsakterna från EU följer samma framtagningsprocess som MmD, d.v.s. den så kallade "Lamfallussymodellen", se nedan under rubrik 2.3.1. EU-förordningen är som bekant direkt tillämplig i medlemsländerna, (s.k. fullharmonisering)²⁵. EU-direktivet ska dock implementeras i svensk rätt²⁶. Hur denna införlivning görs är upp till medlemslandet att avgöra, t.ex. om det ska göras genom ändringar av befintliga lagar, införande av en helt ny lag eller en blandning av båda.

2.3.1 Lamfallussymodellen

Vid framtagandet och tillämpningen av EU:s rättsakter på värdepappersområdet följs numera den så kallade "Lamfallussymodellen". Syftet med modellen är att skapa ett snabbare lagstiftningsförfarande och en mer flexibel lagstiftning. Modellen delar in regelgivningen och uppföljningen i fyra olika steg. Nivå I utgörs av förordningar och direktiv som beslutats av rådet och parlamentet. På nivå II antar sedan kommissionen genomförandeåtgärder som mer i detalj anger hur lagstiftningen ska utformas i medlemsländerna. Nivå III grundar sig mer på gemensamma riktlinjer och rekommendationer vad gäller genomförandeåtgärder utfärdade av ESMA. Den sista nivån, nivå IV, reglerar själva säkerställandet av att lagstiftningen i medlemsländerna genomförs på ett liknande sätt.²⁷

2.3.2 Relevant lagstiftning

I *Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (MmL)* regleras vad som ska anses utgöra insiderinformation, insiderbrott, obehörigt röjande av insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan. Av lagen framgår även att FI är tillsynsmyndighet och hur dess verksamhet ska fungera. Lagen tillkom som en implementering av 2003 års Marknadsmissbruksdirektiv. MmL går dock utöver direktivets krav vad gäller bland

²⁵ art. 288 p.1 FEUF

²⁶ art. 288 p. 3 FEUF

²⁷ s. 434 ff., Afrell, Back

annat tillämpningsområde och personkrets²⁸. Vad gäller tillämpningsområdet så utvidgades det till att även omfatta transaktioner som sker utanför värdepappersmarknaden om transaktionen trots det berör finansiella instrument som är upptagna på en reglerad marknad. Alla transaktioner på värdepappersmarknaden omfattas, även handel på så kallade MTF:er. Vad gäller personkretsen så stadgas det i lagen att denna krets är absolut, d.v.s. alla som har tillgång till insiderinformation omfattas av handelsförbudet²⁹.

I *Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden* finns bland annat regler och krav kring värdepappersrörelser/värdepappersinstitut. Även regler kring handelsplattformar och reglerade marknader finns i lagen. Lagen fastställer även vad som ska anses utgöra ett finansiellt instrument samt uppställer krav på emittenten, d.v.s. utgivaren av värdepappret. Till exempel ska denne ge ut och offentliggöra information i syfte att preventivt motverka insiderhandel och i slutändan öka förtroendet för marknaden. Meningen är således att bolagets egen insiderinformation enbart ska vara det en så kort period som möjligt. I lagen finns även reglering kring möjligheten för FI att besluta om handelsstopp och tillsyn.

2.4 Marknadsövervakning

2.4.1 Finansinspektionen

FI ansvarar för tillsyn, regelgivning och tillståndsprövning på den svenska värdepappersmarknaden. FI är även den myndighet som övervakar att MmL följs. FI:s målsättning är att bidra till ett stabilt och väl fungerande finansiellt system med huvudsyfte på ett gott konsumentskydd³⁰. För att övervakningen ska fungera optimalt har FI vissa medel att tillgå. Det kan t.ex. röra sig om anmärkningar, varningar, beslut om straffavgifter eller förelägganden³¹. FI kan även återkalla tillstånd. Värt att påpeka är att börsnoterade bolag själva har en skyldighet att föra en så kallad loggbok över de personer som har tillgång till insiderinformation, 10 a § Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument. Denna loggbok underlättar i utredningar kring insiderbrott både för FI gällande övervakningen, men även för EKM gällande bevisföringen.

²⁸ prop. 2004/05:142 s. 52

²⁹ prop. 2004/05:142 s. 57 ff.

³⁰ prop. 2004/05:142 s. 48

³¹ <http://www.fi.se/Tillsyn/Sanktioner/Finansiella-foretag/>

Marknadsplatserna, bankerna samt värdepappersinstituten har även skyldighet att rapportera sådana transaktioner som kan antas strida mot MmL, 10 § MmL. Denna rapporteringsskyldighet är även bötesbelagd, 13 § MmL. Så fort inspektionen fattar misstanke om att ett brott har begåtts så ska fallet överlämnas till åklagare, 19 § MmL. FI har således inte rätt att inleda en egen förundersökning.^{32,33}

2.4.1.1 Statistik

Värt att påpeka är att antalet misstänka insiderbrott FI lämnat över till Ekobrottsmyndigheten (EBM) under åren 2011 till 2014 konstant har ökat. År 2013 var det 164 fall som överlämnades till EBM jämfört med 186 stycken hittills under 2014.³⁴

2.4.2 Ekobrottsmyndigheten

Efter att FI fattat misstanke om ekonomisk brottslighet på värdepappersmarknaden ska de överlämna fallet till EBM. EBM fattar då beslut om att antingen lägga ner frågan eller inleda en förundersökning. En anmälan resulterar således inte automatiskt till att en förundersökning inleds. En förundersökning kan i sin tur leda till att åtal sedan väcks mot den misstänkte.^{35,36}

Vad gäller brott mot MmL har EBM ansvaret för utredning och lagföring, 2 § 1 st 3 p. Förordningen (2007:972) med instruktion för EBM. Just dessa brott handläggs dock på en särskild avdelning av EBM, nämligen Finansmarknadskammaren.

2.4.2.1 Finansmarknadskammaren

Den 1 januari 2012 inrättade EBM en ny kammare. Denna fick namnet Finansmarknadskammaren. Anledningen till att EBM inrättade denna kammare var den kritik EBM fått för den låga upplärningsprocenten av marknadsmissbruksbrott i jämförelse med antalet anmälda marknadsmissbruksbrott³⁷. Finansmarknadskammaren inriktar sig enbart på finansmarknadsbrott, där brott mot MmL är ett typexempel, och dess personal besitter således en specialistkompetens vad gäller dessa brott. Målet är att uppnå en högre kvalitet och

³² 16 § Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument, <http://www.fi.se/Tillsyn/Statistik/Marknadsmissbruk/>

³³ s. 337 ff., Samuelsson m.fl.

³⁴ <http://www.fi.se/Tillsyn/Statistik/Marknadsmissbruk/Anmalt-till-aklagare/>

³⁵ 19 § Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument

³⁶ s. 164 f., af Sandeberg

³⁷ s. 24-25, Brandberg, Knutson

effektivitet vad gäller handläggningen av denna typ av brott för att på så sätt öka förtroendet för finansmarknaden.³⁸

2.4.2.2 Statistik

Av EBM:s årsredovisning från 2013 framgår att åtal endast väcktes i fem av de 164 inkomna fallen³⁹. Antalet åtal som väcks är således oerhört lågt jämfört med antalet anmälningar som kommer in till myndigheten.

2.4.3 Börs- och andra auktoriserade marknadsplatser

Även om FI är tillsynsmyndighet vad gäller marknadsmissbruksbrott ligger det primära ansvaret vad gäller marknadsövervakningen direkt på börserna och de auktoriserade marknadsplatserna själva, 13 kap 7 § Lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. De ovan nämnda marknadsplatserna har en generell plikt att till FI eller EBM rapportera eventuella misstänkta beteenden samt handel och prisrörelser. Det är upp till marknadsplatserna själva att inneha ett sådant övervakningssystem där eventuella händelser, som strider mot aktuella regelverk, kan upptäckas.

2.5 Privata-, publika- och avstämningsbolag

Det ställs ett antal krav för att ett bolags värdepapper ska kunna lanseras på en reglerad marknad eller annan alternativ marknadsplats och då bli föremål för värdepappershandel. För det första måste bolaget vara ett aktiebolag. Det måste således finnas möjlighet att överlåta en form av värdehandlingar (aktier) som symboliserar ägande. Bolaget måste för det andra vara publikt. Ett publikt bolag definieras motsatsvis av definitionen i 1:8 Aktiebolagslagen (2005:551) (ABL). I paragrafen framgår vad som anses utgöra ett privat aktiebolag. Värdepapper från privata bolag får inte, så länge bolaget är privat, bli föremål för handel på en reglerad marknad eller på någon annan organiserad marknadsplats. För det tredje måste ett bolag som vill introduceras på en börs/marknadsplats vara ett så kallat avstämningsbolag, 1:10 ABL. Detta beslutas av styrelsen och måste medtas i bolagsordningen. Aktiebrev i aktiebolaget samlas då in och registreras istället i ett avstämningsregister enligt lagen (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument (avstämningsförbehåll).

³⁸ s. 11, Ekobrottsmyndighetens årsredovisning 2012

³⁹ s. 26, Ekobrottsmyndighetens årsredovisning 2013

3 INSIDERINFORMATION OCH INSIDERBROTT ENLIGT NUVARANDE LAGSTIFTNING

3.1 Insiderinformation

3.1.1 Inledning

Den svenska regleringen kring marknadsmissbruk finns idag, som angetts ovan, i Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (MmL). Lagen är en implementering av Marknadsmissbruksdirektivet (2003/6/EG) (MmD). I 1 § MmL framgår bland annat vad som anses utgöra insiderinformation och vad som innefattas i begreppet. Där går det att utläsa att med insiderinformation menas information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument. Definitionen av insiderinformation i MmD är utformad mer utförligt än definitionen i MmL och inkluderar således fler rekvisit och preciseringar. Även om definitionerna skiljer sig åt vad gäller utformningen så ska MmL tolkas direktivkonformt vilket innebär att lydelsen av direktivet och dess genomförandedirektiv ska anses ingå i MmL:s definition, något som även framgår av förarbetena till MmL⁴⁰.

Lagen ställer således upp ett antal krav som ska vara uppfyllda för att informationen ska räknas som insiderinformation. För det första ska det röra sig om "information". För det andra får inte informationen vara offentliggjord eller allmänt känd. För det tredje så ska informationen vara ägnad att väsentligen påverka priset på ett finansiellt instrument.

3.1.2 Information

För att 1 § MmL ska bli tillämplig måste det således röra sig om någon typ av information. Det är svårt att kort och koncist svara på vad ordet innefattar då det används i så många olika sammanhang/scenarion. I lagkommentaren görs vissa försök med att definiera ordet⁴¹. Bland annat framhävs att ordet används som en generell beteckning på kunskap eller ett visst budskap som överförs via kommunikation, fakta, upplysningar eller liknande. Av förarbetena till nuvarande MmL samt till tidigare gällande insiderstrafflagen framgår att information anses vara en samlingsbenämning för uppgifter, kunskaper och vetande av vilket slag som helst och

⁴⁰ prop. 2004/05:142 s. 54 ff., s. 188 f. Lycke

⁴¹ s. 184 ff., Samuelsson m.fl.

rymmer alla typer av uppgifter oberoende av deras karaktär⁴². Det är dock viktigt att påpeka att det finns en skiljelinje mellan begreppen kunskap och information. Kunskap tyder på en form av insikt. En sådan insikt behöver inte innehas enbart för att man innehar information. Det är således ingen helt lätt gränsdragning. Mer uttryckligt än så torde det inte gå att definiera ordet information. Rekvisitet information har även en stark koppling till rekvisiten "har" och "får", d.v.s. om information som man redan har överhuvudtaget kan utgöra information, se under avsnitt 4.

3.1.3 Offentliggjord eller allmänt känd

Informationen som används får varken vara offentliggjord eller vara allmänt känd för att kunna utgöra insiderinformation. Det föreligger således en skillnad mellan begreppen. Att informationen är offentliggjord tar primärt syfte på att en bestämd uppgift tillgängliggjorts genom en medveten handling, medan information som är allmänt känd istället tar syfte på något som allmänheten faktiskt har en vetskap om⁴³. Exempel på när informationen är offentliggjord är när tidningar, TV-kanaler eller nyhetshemsidor publicerar och distribuerar informationen. När publicering sker i media får således informationen anses offentliggjord. Det väsentliga är att informationen har fått en allmän spridning och då blivit tillgänglig för allmänheten⁴⁴. Det är dock viktigt att påpeka att det räcker med att t.ex. en fondkommissionär gjort en analys som sedan personen i fråga spridit till kunder och börsombud för att informationen ska anses offentliggjord⁴⁵. Att i ett slutet sällskap utbyta information anses dock inte som ett offentliggörande eller att informationen därefter är allmänt känd. Det behövs således en yttre kommunikation med marknaden, d.v.s. en viss omfattning på spridningen. I propositionen till lagen framgår att informationen är allmänt känd om den är tillgänglig för var och en som vill söka efter den i något mediaforum⁴⁶. Det kan bland annat handla om uttalanden från bolaget, offentliga föredrag eller liknande.⁴⁷ Värt att nämna i sammanhanget är att det i 11 kap 6 § samt 15 kap 6 § Vpml införts en skyldighet för emittenter att lämna information till börsen som kan ha betydelse för bedömningen av kursvärdet på värdepapperen samt att även offentliggöra sådan information. Genom regeln reduceras tidsutrymmet då en person kan inneha insiderinformation innan den blir offentliggjord.

⁴² prop. 2004/05:142 s. 55 f. och prop. 1999/2000:109 s. 81

⁴³ s. 187 ff., Samuelsson m.fl.

⁴⁴ A.a. s. 187 ff.

⁴⁵ A.a. s. 187 ff.

⁴⁶ prop. 1990/91:42 s. 83

⁴⁷ s. 391 ff., Sjöblom

3.1.4 Ägnat att väsentligen påverka priset

Nästa rekvisit som måste vara uppfyllt är att informationen ska vara ägnad att väsentligen påverka priset på det finansiella instrumentet. Med detta förstås information som om den offentliggörs har mycket stor sannolikhet att vid tillkännagivandet av omständigheten påverka kursen uppåt eller neråt⁴⁸. Det saknar således betydelse om det i realiteten faktiskt inträffar en sådan förändring⁴⁹. Det viktiga är istället om den typen av information erfarenhetsmässigt påverkar kursen när den offentliggörs⁵⁰. Kursen på det finansiella instrumentet ska således vara över- eller undervärderad och där ett senare offentliggörande av informationen kan förutsättas orsaka en kursökning eller kurssänkning. En förändring i kursen måste alltså ha varit väntad⁵¹. En oväntad förändring i kursen kan inte medföra ansvar enligt insiderinformationsdefinitionen. Att det finns ett väsentlighetskrav höjer nivån för att informationen ska klassas som insiderinformation. I propositionen framgår att väsentlighetskravet kan beskrivas utifrån ett procentperspektiv⁵². En tioprocentig ändring av kursen på det finansiella instrumentet anses i allmänhet vara väsentligt⁵³. Denna procent används av tillsynsmyndigheten som en nivå för att avgöra vilka ärenden som måste utredas mer utförligt. Dock framgår av lagmotiven att en procentsats inte fullt ut ska tillämpas på grund av att varje marknad är olika vilket vid en strikt tillämpning hade lett till en allt för stor generalisering⁵⁴. Istället ska det vid bedömningen om informationen väsentligen påverkar kursen på ett finansiellt instrument beaktas bland annat allmänna tendenser på marknaden och det finansiella instrumentets speciella egenskaper. För att avgöra om väsentlighetskravet uppfylls kan utgångspunkt tas i art. 1.2 genomförandedirektivet⁵⁵ till MmD samt i CESR:s riktlinjer⁵⁶ beträffande MmD, där det framgår att kravet anses uppfyllt om en "förnuftig investerare" skulle kunna utnyttja informationen som en del av grunden för sitt investeringsbeslut.⁵⁷ Det framgår att en förnuftig investerare hade använt sig av informationen om investeraren med säkerhet kunnat förutse vilken påverkan informationen, om den skulle bli offentliggjord, hade haft på priset på det relevanta finansiella instrumentet. Som exempel tas upp information om ett kommande offentligt

⁴⁸ prop. 1990/91:42 s. 51, med hänvisning till prop. 1984/85:157 s. 89

⁴⁹ s. 393, Sjöblom

⁵⁰ NJA II 1942 s. 423

⁵¹ s. 31, Elofsson m.fl.

⁵² prop. 1984/85:157 s. 89

⁵³ s. 190, Samuelsson m.fl.

⁵⁴ prop. 2004/05:142 s. 56

⁵⁵ 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.

⁵⁶ p. 1.8 och p. 1.11, CESR "Market Abuse Directive"

⁵⁷ s. 32 ff., Elofsson m.fl.

uppköpserbjudande.⁵⁸ I propositionen till MmL stadgas, som framgick ovan, att MmD samt genomförandedirektivet⁵⁹ ingår i den svenska insiderinformationsdefinitionen⁶⁰. CESR:s riktlinjer ska dock endast ses som ett hjälpmedel i ländernas lagstiftningsprocesser och är inte bindande för medlemsländerna⁶¹. Exempel på när domstolen ansett att det rör sig om en väsentlig kurspåverkan är i det så kallade Tagmaster-målet⁶². I det aktuella fallet ansågs en kommande order på 45 000 euro plus möjligheten att erhålla fler affärer utgöra grund att väsentligen påverka priset då bolagets totala omsättning samma år var 56 miljoner kronor. Som framgick av senare års praxis torde dock en ovisshet om t.ex. en order kommer att bli verklighet, och när den i så fall kommer att ske, kunna utgöra fall då väsentlighetskravet inte anses uppfyllt⁶³.

3.1.5 Finansiella instrument

För att informationen ska anses vara insiderinformation måste den avse finansiella instrument. Vad som utgör ett finansiellt instrument enligt MmL framgår, genom en hänvisning i 1 § 3 p MmL, av 1 kap. 4 § första stycket 1 lag (2007:528) om värdepappersmarknaden (Vpml). Vpml:s utformning är en konsekvens av implementeringen av MiFID⁶⁴. I lagtexten framgår att med finansiella instrument avses överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, fondandelar och finansiella derivatinstrument. Varje begrepp i definitionen ovan klargörs även i 1 kap 4 § första stycket 2-5 Vpml. Vad som enligt svensk rätt ska ses som ett finansiellt instrument bygger på art. 4.1.15 i MiFID, med hänvisning till Bilaga 1 avsnitt C. Det väsentliga för att instrumentet ska anses utgöra ett finansiellt instrument är således att det kan bli föremål för handel på en värdepappersmarknad.

EU antog dock den 15 maj 2014 ett nytt direktiv 2014/65/EU (MiFID II) om marknader för finansiella instrument⁶⁵. Direktivet publicerades den 12 juni 2014 i Europeiska unionens officiella tidning⁶⁶. Medlemsländerna ska implementera MiFID II senast den 3 juli 2016, d.v.s. samma datum som den nya marknadsmissbruksförordningen träder i kraft och det nya marknadsmissbruksdirektivet ska vara implementerat. I art. 4.1.15 MiFID II, med hänvisning till

⁵⁸ p. 1.8, CESR "Market Abuse Directive"

⁵⁹ 2003/124/EG, 2003/6/EG

⁶⁰ prop. 2004/05:142 s. 54 ff.

⁶¹ p. 4-6 Introduction, CESR "Market Abuse Directive"

⁶² Svea hovrätt, mål B 6037-08

⁶³ RH 2009:29, Svea hovrätt, mål B 7638-09

⁶⁴ Europa Parlamentets och Rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG

⁶⁵ Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU

⁶⁶ Europeiska unionens officiella tidning, L 173, 12 juni 2014

Bilaga 1 avsnitt C, stadgas vad som ska anses utgöra ett finansiellt instrument enligt den nya definitionen. För att kunna fastställa om MiFID II utvidgar begreppet finansiella instrument i jämförelse med vad som framgår av VpML idag måste direktivet och lagen jämföras. Det kan då konstateras att det inte kommer ske någon drastisk skillnad angående vilka finansiella instrument som inkluderas. En större skillnad blir det dock mellan de MiFID II och MmD. Den enda märkbara skillnaden mellan MiFID II jämfört med VpML, och då även indirekt MmL, är att instrument som handlas på så kallade OTF:er och instrument vars värde är beroende av ett sådant finansiellt instrument kommer att ingå i definitionen av finansiella instrument.

Sverige ligger således i framkant gällande marknadsmissbruksregleringen med en mer omfattande lagstiftning än implementeringskraven enligt det gamla MiFID, och då indirekt även MmD, har som minimigräns. Skillnaden mellan MiFID II och MmD blir således större än vad skillnaden blir mellan MiFID II och den svenska lagstiftningen, VpML och indirekt MmL. Till exempel omfattas inte handel på MTF:er i MmD. I Sverige omfattades dock handel på MTF:er samt handel av sådana instrument vars värde är beroende av sådana finansiella instrument, exempelvis derivathandel, redan innan MiFID II antogs.⁶⁷ Någon större skillnad, utöver handel på OTF:er, gällande vilka finansiella instrument som omfattas av den svenska regleringen medför således inte MiFID II.

3.1.6 Specifik natur

Rekvisitet "specifik natur" framgår inte direkt av lagtexten i MmL. Dock finns ett sådant rekvisit i MmD. Som framgått ovan ingår MmD i den svenska insiderinformationsdefinitionen och således har det även tidigare funnits ett krav på att informationen ska vara av specifik natur.⁶⁸ Specifikationskravet lyfts även upp i rättsfallet NJA 2008 s. 292, Tivox-målet, se redogörelse av rättsfallet under rubrik 3.2 7.1. nedan.

I Mål C-628/13⁶⁹ som nu är uppe för prövning i EU-domstolen gäller frågan tolkningen av vad som ska anses utgöra insiderinformation. Rättsfallet tar just sikte på när information anses vara av sådan specifik natur som stadgas som krav i MmD. Rättsfallet har en stor betydelse för vad som ska anses utgöra specifik natur enligt den nya förordningen. Dock kan framföras att ett klagörande av rekvisitet redan finns i art 1.1 i genomförandedirektivet⁷⁰ till MmD och att CESR

⁶⁷ SOU 2014:46 s. 366

⁶⁸ prop. 2004/05:142 s.54 ff., SOU 2014:46 s. 376, s. 388, Sjöblom

⁶⁹ Mål C-628/13: Begäran om förhandsavgörande framställd la Cour de cassation (Frankrike) den 2 december 2013 — Jean-Bernard Lafonta mot Autorité des marchés financiers

⁷⁰ 2003/124/EG

redan tagit upp frågan i en av sina riktlinjer avseende MmD⁷¹. Genomförandedirektivet anger grunden som sedan utfylls av CESR:s riktlinjer.

Frågan är då vad som anses statuera information av "specifik natur". Av riktlinjerna från CESR framgår det först att detta får avgöras från fall till fall beroende på rådande omständigheter och kontext. Dock framhävs att om det finns säkra och objektiva bevis för att något kommer hända, till skillnad från enbart lösa rykten, talar detta för att det rör sig om information av specifik natur. Med säkra och objektiva bevis avses sådan information man kan dra någon form av slutsats från, t.ex. att informationen kommer att påverka priset på ett finansiellt instrument. Det framgår även att informationen inte behöver vara heltäckande för att anses vara specifik. Som exempel ges information om ett offentligt uppköpserbjudande utan att budgivaren bestämt ett exakt pris. CESR ger även två exempel på när en slutsats kan anses kunna dras att informationen kommer att påverka priset på ett finansiellt instrument. Det första exemplet tar sikte på information som en "förnuftig investerare" hade använt sig av vid sitt investeringsbeslut och som inneburit en låg risk, d.v.s. att investeraren kunnat förutse vad informationen kommer att leda till, se ovan under rubrik 3.1.4. Det andra exemplet på vad som anses utgöra insiderinformation av specifik natur är då informationen sannolikt direkt kommer att spridas över marknaden, d.v.s. att informationen är av den art att investerare skulle handla med denna så fort den offentliggjordes.⁷²

3.1.7 Exempel

Information som kan anses uppfylla ovanstående kriterier och utgöra insiderinformation kan exempelvis utgöras av vetskapen om att VD:n blivit uppsagd/sagt upp sig, vetskapen om ett kommande offentligt uppköpserbjudande i ett bolag eller vetskapen om en större förändring i bolagets resultat/balansräkning innan övriga marknaden vet om det⁷³. För att klassas som insiderinformation behöver informationen dock inte specifikt gälla ett visst bolag eller dess värdepapper, utan även allmänt kurspådrivande information kan utgöra insiderinformation⁷⁴, så som t.ex. kommande ränteläge.

⁷¹ CESR "Market Abuse Directive - Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market"

⁷² p. 1.4-1.8, CESR "Market Abuse Directive"

⁷³ s. 250, Sevenius, Örtengren

⁷⁴ prop. 1999/2000:109 s. 82

3.2 Insiderbrott

3.2.1 Inledning

I 2 § i MmL går det att utläsa att för insiderbrott kan den dömas som får insiderrinformation och som för egen eller någon annans räkning, genom handel på värdepappersmarknaden, förvärvar eller avyttrar sådana finansiella instrument informationen rör. Detsamma ska även gälla den som får insiderrinformation och som med råd eller på annat sådant sätt föranleder någon annan att förvärva eller avyttra sådana finansiella instrument som informationen rör genom handel på värdepappersmarknaden. För att någon ska kunna dömas för insiderbrott krävs det således att ovanstående rekvisit är uppfyllda.

Insiderbrottet innehåller dels ett handelsförbud, d.v.s. att man inte får handla med insiderrinformation, och dels ett rådgivarförbud, d.v.s. att man inte får rådge en annan person då rådet grundar sig på insiderrinformation man fått. Hur personen som erhållit rådet i fråga har fått informationen har dock ingen betydelse. Detta framgår av det så kallade Biacore-målet⁷⁵ där domstolen fastslår att åklagaren inte behöver visa vilken information som lämnats utan det räcker att visa att insiderrinformation faktiskt lämnats över. Det är således viktigt att poängtera att ingen får handla med finansiella instrument man fått insiderrinformation om, d.v.s. personkretsen som omfattas är absolut⁷⁶.

3.2.2 "Den"

Det är endast fysiska personer som kan bli ansvariga enligt handels- och rådgivningsförbudet i 2 § MmL. Juridiska personer kan inte begå brott enligt svensk marknadsmissbruksreglering. Dock kan de sanktioneras rent ekonomiskt, genom en så kallad företagsbot⁷⁷. Det kan gälla ageranden där bolaget brister i sin interna kontroll, eller där sådan kringgåtts helt eller i väsentlig del⁷⁸. Dock framgår det av propositionen att "även om det enligt lagen inte finns något straffansvar för juridiska personer, medför bestämmelserna i praktiken att även juridiska personers värdepappersaffärer omfattas av handelsförbudet, eftersom det alltid finns en fysisk person som faktiskt agerar å den juridiska personens vägnar"⁷⁹.

⁷⁵ Svea hovrätt, mål B 7956-07

⁷⁶ s. 248-249, Sevenius, Örtengren

⁷⁷ 36 kap Brottsbalken (1962:700)

⁷⁸ s. 41 ff., Elofsson m.fl.

⁷⁹ s. 220, Samuelsson m.fl., prop. 1990/91:42 s. 43 f.

3.2.3 "Får"

För att kunna dömas för insiderbrott krävs att personen i fråga har fått information. Hur detta sker har som sagt ingen betydelse. Det uppställs således ett transformationskrav vad gäller insiderinformationen⁸⁰. Egen tankeverksamhet och vetskapen om egna avsikter att införskaffa eller sälja en större post av ett finansiellt instrument omfattas således inte⁸¹. Inte heller analyser av allmänt tillgängliga eller offentliga uppgifter som personen själv gjort omfattas i rekvisitet "får". Ett ytterligare exempel som utesluts genom rekvisitet "får" är t.ex. vetskapen om att man själv kommer att lägga en framtida stororder avseende bolagets varor/tjänster eller anhängiggöra ett skiljeförfarande mot det aktuella bolaget, d.v.s. ageranden utan koppling till värdepappersmarknaden⁸². I lagkommentaren förs resonemanget att rekvisitet "får" utgör ett undantag till huvudregeln att ingen får handla med insiderinformation. Detta eftersom insiderinformation som man redan har inte omfattas av regleringen.⁸³ I lagkommentaren till MmL anförs även att ett införande av rekvisitet "har" i lagtexten hade varit överflödigt. Med det menas att ordet "har" redan faller på definitionen av insiderinformation i 1 §, d.v.s. att insikten man har, så som vetskap om eget agerande samt egna analyser, överhuvudtaget inte kan utgöra "information" som åsyftas i lagen⁸⁴. Se nedan under rubrik 4.8.1.

I 2 § tredje stycket MmL framgår dock att även insiderinformation man redan "har" kan omfattas av insiderbrottsdefinitionen om insiderinformation består i vetskap om egen brottslig verksamhet. Genom detta stadgande framgår tydligt att lagstiftaren åsyftat att det ska föreligga en skillnad mellan rekvisitet "har" och "får" i 2 § 1 st respektive 2 § 3 st, då rekvisitet "får" bytts ut till "har" i det sistnämnda stycket.⁸⁵

3.2.4 "För egen eller annans räkning"

Nästa rekvisit anger att det måste röra sig om en handel för egen eller annans räkning. Med detta menas varje fysisk person som handlar för antingen en juridisk person eller en annan fysisk person. Juridiska personer omfattas indirekt av förbudet genom att företrädarna i bolaget eller de som agerat i bolagets namn, d.v.s. fysiska personer, istället ådöms ansvar, se ovan under rubrik 3.2.2⁸⁶.

⁸⁰ s. 48 f. Knuts, Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet

⁸¹ s. 217-220, Samuelsson m.fl., Prop. 2004/05:142 s. 59, SOU 2000:4 s. 22

⁸² s. 51 f. Knuts, Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet

⁸³ s. 59, prop. 2004/05, s. 217-220 Samuelsson m.fl.

⁸⁴ s. 217-220, Samuelsson m.fl.

⁸⁵ s. 48-49 Knuts, Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet

⁸⁶ prop. 1990/91:42 s.43 f.

3.2.5 "Avyttring eller ett förvärv"

Det som åsyftas här är själva agerandet. Av lagkommentaren framgår att det väsentliga är att en avyttring eller ett förvärv har gjorts då det funnits tillgång till insiderinformation vid handeln.⁸⁷ Se nedan under rubriken 3.2.8. Ett uppsåtligt agerande genom att använda sig av insiderinformationen för ekonomisk vinning får sedan betydelse för brottets gradering⁸⁸. I paragrafen finns ett underliggande aktivitetskrav, d.v.s. det krävs en aktiv handling för att kunna ådömas ansvar. Att t.ex. avstå från att köpa eller sälja ett finansiellt instrument p.g.a. att man erhållit insiderinformation kan aldrig utgöra insiderbrott.

3.2.6 "Finansiella instrument som informationen rör"

Insiderbrottet omfattar endast insiderinformation som påverkar just det specifika finansiella instrumentet man handlar med. Att få insiderinformation om ett visst bolag och sedan införskaffa instrument i ett helt annat bolag utgör självklart inte insiderbrott. Viss insiderinformation kan omfatta flera bolag och branscher. Att handla i något av bolagen i den bransch insiderinformationen gäller kan då stipulera insiderbrott.⁸⁹ Vad som utgör finansiella instrument klargörs ovan under rubrik 3.1.5.

3.2.7 "Råd eller på annat sätt"

I första stycket andra meningen i MmL framgår att även den som får insiderinformation och sedan genom råd föranleder någon annan att förvärva eller avyttra ett finansiellt instrument som informationen rör gör sig skyldig till insiderbrott. Även här är det endast insiderinformation man får som omfattas. Att ge någon råd kan göras på flertalet sätt. Målet med att ge råd är att på något sätt vägleda någon i ett framtida beslutsfattande⁹⁰. En person kan aldrig vara bunden av ett råd likt en direkt order. Gällande finansiella instrument kan ett råd bestå av antingen ett sälj-, köp eller behållråd. Om rådet innehåller insiderinformation skulle mottagaren av rådet göra sig skyldig till insiderbrott, enligt första stycket första meningen 2 § MmL, om han använder sig av den. Den som rådgör gör sig skyldig till insiderbrott enligt första stycket andra meningen 2 § MmL. Det måste inte heller bevisas att personen som lämnat rådet motiverats att lämna rådet p.g.a. den insiderinformation som han haft utan enbart att insiderinformation överlämnats. Orden "på annat sådant sätt" har ingen klar betydelse utan kan omfatta flertalet

⁸⁷ s. 221-224, Samuelsson m.fl.

⁸⁸ NJA 1994 s. 404

⁸⁹ s. 224, Samuelsson m.fl.

⁹⁰ s. 225-226, Samuelsson m.fl.

ageranden. Dock måste det finnas ett snarlikt samband med rådgivning för att straffansvar ska aktualiseras vilket framgår av ordet "sådan" ⁹¹. Ett exempel på detta kan vara att tipsa någon om att agera på ett visst sätt ⁹².

3.2.7.1 Tivoxmålet

Rättsfallet NJA 2008 s. 292 som även går under benämningen Tivoxmålet gällde personen (Y) som var adjungerad till styrelsen i bolaget Tivox AB. Tivox AB var moderbolag till Tivox Automation AB som var en del av Tivox-koncernen. Det var även i dotterbolaget Tivox Automation AB verksamheten till största del bedrevs. Tivox Automation AB var listat på börsens O-lista. Y hade genom sin position fått insyn i bolaget och erhållit insiderinformation om att banken valt att ställa in bolagets fakturakrediter. Koncernen hade under en längre tid gått dåligt och under 2005 ansökte Tivox Automation AB:s styrelse om konkurs. De inställda fakturakrediterna var således droppen som fick bägaren att rinna över. I och med konkursen stoppades naturligtvis även börshandeln i bolagets aktier. Y hade en vän (Q) som ägde en stor post aktier i Tivox Automation AB. Y lämnade under ett telefonsamtal rådet till Q att Q gjorde bäst i att sälja sina aktier i bolaget. Rådet gavs av Y dagen innan bolaget försattes i konkurs. Y gav således inte Q någon direkt insiderinformation utan enbart ett tips om att sälja sina aktier. Detta medförde att Q inte kunde ådömas ansvar för insiderbrott då han enligt HD aldrig fått någon insiderinformation. HD framhävde att rena säljrekommendationer inte utgör insiderinformation, även om mottagaren av rekommendationen haft vetskap om att uppgiftslämnaren har insiderinformation. Det föreligger således ett krav på att insiderinformationen skall vara av mer specifik natur för att mottagaren ska kunna dömas för insiderbrott ⁹³. Y som hade tipsat Q dömdes dock till insiderbrott enligt rådgivningsansvaret. Detta eftersom informationen inte var offentliggjord eller allmänt känd på marknaden och att den även var ägnad att väsentligen påverka kursen på aktierna i Tivox Automation AB. Tivoxmålet statuerar således att den som erhållit ett tips/råd, men ingen insiderinformation, går fri från ansvar med betoning på vad som ska anses utgöra information av "specifik natur". Viktigt att framhäva är emellertid att det av domen även framgår att ett råd anses kunna stipulera insiderinformation om personen som erhåller rådet förstår vilken omständighet av specifik natur som föranleder rådet, d.v.s. om personen haft vetskap om en omständighet av specifik natur som varit av sådan specifik natur att han av rekommendationen kunnat dra

⁹¹ SOU 1994:68 s. 91

⁹² prop. 1999/2000:109 s. 83

⁹³ s. 389 ff. Sjöblom

slutsatser om effekterna vad gäller kursen på instrumentet⁹⁴. Exempel på sådana fall kan vara där uppmaningen som ges med lätthet kan fyllas ut med information om ett bolags ställning⁹⁵. Legalitetsprincipen måste dock beaktas strikt, vilket får konsekvenser för om ett råd verkligen kan anses utgöra information i enlighet med lagtexten.

3.2.8 Utnyttjandekrav

Att inneha insiderinformation utan att använda sig av den kan aldrig stipulera ansvar för insiderbrott. Det finns ett uttryckligt utnyttjanderekvisit fastslaget i artikel 2.1 i MmD. I svensk lagstiftning, 2 § MmL, finns emellertid inget sådant rekvisit. MmL baseras på en förfogandemodell medan MmD istället baseras på en utnyttjandemodell⁹⁶. I den första modellen läggs fokus på själva innehavet av insiderinformationen. Om insiderinformation innehafts och handel skett i det aktuella värdepappret anses det föreligga insiderhandel, d.v.s. det behöver inte bevisas ett utnyttjande. Utnyttjandemodellen innebär istället att ett uttryckligt utnyttjanderekvisit framgår av paragrafen och där utnyttjandet måste bevisas av åklagaren. Båda modellerna har accepterats av EU-domstolen i avgörandet Spector Photo Group där frågan kring just kravet på utnyttjande enligt art. 2.1 MmD tas upp⁹⁷.

3.2.8.1 Spector Photo Group

Spector Photo Group NV var ett börsnoterat bolag som bildats enligt belgisk rätt. Bolaget hade infört ett optionsprogram där de anställda erbjöds att få köpa aktier i bolaget. För att det skulle finnas en möjlighet att uppfylla åtagandet tänkte bolaget använda sig av aktier de redan innehade men då dessa inte räckte till, även återköpa egna aktier på marknaden. För att uppfylla optionsprogrammet var bolaget tvunget att förvärva över 45 000 aktier på marknaden. Aktierna återköptes i olika omgångar till ett genomsnittspris av 9,97 euro. Kort efter transaktionerna offentliggjorde bolaget information gällande sina resultat och affärsplaner vilket fick aktiekursen att stiga till 12,50 euro. Enligt den belgiska tillsynsmyndigheten ansågs bolaget och personen som utfört återköpen skyldiga för insiderbrott och ålades sanktionsavgifter.⁹⁸

Rättsfallet avsåg om den omständigheten att en person som förfogat över insiderinformation förvärvar eller avyttrar finansiella instrument som omfattas av denna information i sig innebär

⁹⁴ s. 389 ff., Sjöblom, s. 667-668, Stattin

⁹⁵ s. 668, Stattin

⁹⁶ s. 688, Mårten Knuts, "Insiderhandelsförbudet i Norden efter Spectoravgörandet"

⁹⁷ Mål C-45/08 - "Spector Photo Group NV och Chris Van Raemdonck mot Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)"

⁹⁸ p. 11-14 i domen

att denne utnyttjat insiderinformation. Belgisk rätt innehöll, i motsats till svensk rätt, ett uttryckligt utnyttjanderekvisit vid det aktuella tillfället.

Av rättsfallet framgår att art. 2.1 MmD ska anses fastställa en utnyttjandepresumtion gällande att man utnyttjat insiderinformation som man haft tillgång till då man handlat med berörda finansiella instrument. Rättsfallet klargör dock att det måste finnas en möjlighet för en person att kunna bryta den presumtionen genom att motbevisa att man ej använt sig av informationen. Möjligheten att kunna bryta presumtionen ska finnas för att inte reglerna ska stå i strid med den straffrättsliga oskuldspresumtionen i Europakonventionen⁹⁹. Av domen går även att utläsa att det endast är otillbörliga utnyttjanden av insiderinformation som utgör förbjuden insiderhandel¹⁰⁰. Exempel på fall som inte är att ses som otillbörligt utnyttjande är då båda parter har samma information d.v.s. likställda insiders¹⁰¹, transaktioner som förverkligas av värdepappersmäklare för kunds räkning¹⁰² och transaktioner som förverkligas mot insiderinformationens riktning^{103, 104}.

Eftersom den svenska lagen grundar sig på förfogandemodellen och då inte stadgar ett uttryckligt utnyttjanderekvisit i lagtexten läggs fokus på en undantagskatalog. Denna finns i 5 § MmL och kan sägas bestå av ett antal presumtionsbrytande grunder¹⁰⁵. Undantagen utgörs av fall där insiderinformation innehafts men där användningen inte anses stipulera insiderhandel, d.v.s. bryta mot lagens/MmD:s huvudsyfte¹⁰⁶. Exempel på undantag som görs i 5 § MmL är då en person, som arbetar i ett företag som bedriver värdepappersrörelse och som innehar insiderinformation, fått i uppdrag av en kund att förvärva/avyttra aktuella finansiella instrument. Ett annat exempel är i de fall förvärv sker då insiderinformationen är ägnad att sänka priset på instrumentet samt då avyttring sker då insiderinformationen är avsedd att höja priset på instrumentet. Exempelen påminner således till stor del av de presumtionsbrytande grunderna som finns Spector Photo.

Ett problem som uppstår med en uttömmande undantagskatalogen är att denna fort blir omodern då det sker förändringar på marknaden¹⁰⁷. Fall som egentligen inte är att se som

⁹⁹ Artikel 6.2 Europeiska konventionen om skydd för de mänskliga rättigheterna och de grundläggande friheterna (Europakonventionen)

¹⁰⁰ p. 62 i Spector

¹⁰¹ mål C-391/04 (Georgakis) samt p. 48 i Spector

¹⁰² p. 57-58 i Spector

¹⁰³ p. 46 i Spector

¹⁰⁴ s. 693-694, Mårten Knuts, "Insiderhandelsförbudet i Norden – efter Spector-avgörandet"

¹⁰⁵ s. 680, Sjöman

¹⁰⁶ s. 251, Samuelsson m.fl., s. 676, Sjöman, p. 61 Spector Photo

¹⁰⁷ 57-58 Knuts, Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet

insiderhandel klassas som detta eftersom det inte finns några tillämpliga undantag. Vid en jämförelse med Spector Photo fallet så kan även konstateras att katalogen inte omfattar alla de möjliga undantag från presumtionen som MmD öppnar upp för¹⁰⁸. Dock torde numera utnyttjanden som inte finns med i 5 § MmL enligt Spector Photo omfattas av möjligheten att i övrigt motbevisa utnyttjandepresumtionen. Det finns således två möjligheter att undgå denna presumtion.

Av ovanstående rättsfall kan slutsatsen dras att det finns två möjligheter för ett medlemsland att formulera lagstiftningen. Antingen så inför man ett uttryckligt utnyttjanderekvisit i lagtexten där en åklagare får bevisbördan för att informationen verkligen utnyttjats, vilket underlättas av presumtionen på utnyttjande (utnyttjandemodellen). I det andra alternativet som även det är förenligt med EU-rätten tas inget uttryckligt utnyttjanderekvisit in i lagtexten, utan istället anses den som har insiderinformation och som förvärvat/ avyttrat ett instrument som informationen rör ha utnyttjat insiderinformationen, (förfogandemodellen). Åklagaren behöver i det här fallet inte bevisa ett utnyttjande. För att utnyttjandepresumtionen i de två fallen ska anses förenlig med EU-rätten/EKMR måste det dock finnas möjlighet att motbevisa denna presumtion.

3.2.9 Subjektiva rekvisit

Viktigt att påpeka är även att gärningsmannen måste uppfylla de subjektiva rekvisiten för att han/hon ska anses ha gjort sig skyldig för insiderbrott. Som huvudregel inom straffrätten krävs det uppsåt gällande alla objektiva rekvisit¹⁰⁹. Vad gäller insiderbrottet har lagstiftaren dock valt att införa en annan variant. Uppsåtsbedömningen ska då istället ske mot rekvisitet insiderinformation. Den som har haft information av ett visst slag ska ha insett att detta var insiderinformation. Om personen i fråga har insett detta har åklagaren uppfyllt bevisbördan gällande subjektiva rekvisit. Själva avyttringen eller förvärvet anses nämligen alltid vara avsiktlig/uppsåtlig.¹¹⁰ Vilken typ av uppsåt som krävs anges inte. Vilken av avsiktsuppsåt, insiktssuppsåt eller likgiltighetsuppsåt som uppnåtts har således ingen betydelse¹¹¹.

¹⁰⁸ s. 680, Sjöman

¹⁰⁹ 1 kap. 2 § BrB

¹¹⁰ s. 249, Sevenius, Örtengren

¹¹¹ s. 396, Sjöblom

4 MARKNADSMISSBRUKSFÖRORDNINGEN OCH MARKNADSMISSBRUKSDIREKTIVET

4.1 Rättsakterna i stort

Som framgått ovan antog Europaparlamentet och rådet den 16 april 2014 en ny förordning (marknadsmisbruksförordningen¹¹²) och ett nytt direktiv (marknadsmisbruksdirektivet¹¹³) som avser att modernisera medlemsländernas marknadsmisbruksregler. Rättsakterna publicerades den 12 juni i Europeiska unionens officiella tidning¹¹⁴. De två rättsakterna kommer att ersätta det gamla marknadsmisbruksdirektivet¹¹⁵. EU-förordningen är direkt tillämplig i Sverige från och med 3 juli 2016 medan direktivet ska implementeras i svensk lagstiftning senast samma datum. Att EU-kommissionen valt att anta just en förordning framgår av skäl 3 i marknadsmisbruksförordningen där det motiveras med en eftersträvan av ett tydligt unisont harmoniserat regelverk i medlemsländerna¹¹⁶.

Vad gäller de nya marknadsmisbruksreglerna har ESMA fått i uppdrag att lämna förslag på tekniska råd och standarder som ska överlämnas till kommissionen. Kommissionen kommer sedan besluta om dessa tekniska standarder, i form av förordningar eller direktiv, ska antas eller inte.¹¹⁷ Därefter kommer medlemsländerna, där möjlighet ges i rättsakterna, att anta en nationell reglering.¹¹⁸ ESMA lämnade den 15 juli 2014 förslag på tekniska standarder och tekniska råd gällande Marknadsmisbruksförordningen.

4.1.1 ESMA

ESMA, vars namn tidigare var CESR, är ett oberoende EU-organ som hjälper till att utforma marknadsövervakningsreglering inom den europeiska finansmarknaden och har som målsättning att åstadkomma integritet, transparens samt effektivitet på marknaden. Allt för att trygga investerarskyddet. ESMA jobbar utefter att skapa en så enhetlig tillämpning av tillsynsreglerna som möjligt där aktörerna som erbjuder finansiella tjänster ska kunna

¹¹² Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014

¹¹³ Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2014/57/EU av den 16 april 2014

¹¹⁴ Europeiska unionens officiella tidning, L 173, 12 juni 2014

¹¹⁵ Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003

¹¹⁶ s. 306, Vassilios

¹¹⁷ skäl 83, Marknadsmisbruksförordning 596/2014

¹¹⁸ s. 92 SOU 2014:46

konkurrera på samma villkor. Eftersom ESMA är ett oberoende organ till kommissionen har de en kontinuerlig rapporteringskyldighet gällande sitt arbete.¹¹⁹

4.2 Historik

Michael Barnier (f.d. kommissionsledamot med ansvar för Inre marknaden och tjänster) kommenterade i ett pressmeddelande från Europeiska kommissionen den 20 oktober 2011, *"Marknadsmisbruk är inte ett offerlöst brott. Insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan snedvrider marknadspriserna och skadar därigenom investerarnas förtroende och marknadens integritet"*¹²⁰.

Behovet av en ny marknadsmisbruksreglering uppstod som en konsekvens av den snabba utveckling som skett på värdepappersmarknaden¹²¹. Nya multilaterala handelsplattformar (MTF:er och OTF:er) har uppstått, OTC-handeln har utvecklats och olika nya tekniska lösningar som till exempel högfrekventshandel har skapat en efterfrågan på nya regler, inte bara i Sverige utan i hela Europa. En omfattande utveckling på råvarumarknaden och derivatmarknaden har även ökat behovet av en ny modernare lagstiftning. En ytterligare anledning till att regelverket sågs över och moderniserades var att medlemsländernas lagstiftning ansågs vara osammanhängande och oharmoniserad vilket ledde till olika konkurrensvillkor med ökade kostnader för laglydiga investerare som följd. EU-kommissionen ville överlag se en mer union tillämpning av EU-rätten med ett visst fokus på medlemsländernas sanktionssystem. Kommissionen ville således skärpa ansvaret för marknadsmisbruksbrotten. Det ställs genom rättsakterna krav på att samtliga medlemsstater ska införa straffrättsliga påföljder för de allvarigare marknadsmisbruksreglerna och administrativa påföljder för de mindre allvarliga brotten. I direktivet fastställs även en miniminivå avseende de straffsanktioner medlemsstaterna kan påföra de personer som begår marknadsmisbruksbrott för att uppfylla de ovan nämnda syftena.¹²²

4.3 Rättsakternas språkliga utformning

Rekvisiten insiderinformation och insiderhandel har genomgått en revidering genom införandet av de nya rättsakterna från EU. Relevanta artiklar i marknadsmisbruksförordningen och i

¹¹⁹ <http://www.esma.europa.eu/page/esma-short>

¹²⁰ http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-1217_sv.htm

¹²¹ http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mad/consultation_paper.pdf

¹²² http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-78_en.htm?locale=en

marknadsmisbruksdirektivet finns under Bilaga 1 och 2. Vilka revideringar som gjorts av definitionerna kommer att presenteras i samband med nedanstående analys.

4.4 Rättsakternas samverkan

Anledningen till att det antagits två rättsakter, en förordning och ett direktiv, är p.g.a. sanktionsfrågan. I förordningen, som är direkt bindande i medlemsstaterna, hanteras endast möjligheten att utdöma administrativa sanktioner. EU kan nämligen inte slutligt besluta över medlemsstaternas straffrättsliga reglering¹²³. Vad gäller straffrätten är medlemsstaterna således helt suveräna i sitt beslutsfattande. EU har dock mandatet att meddela direktiv, som således inte är direkt bindande/tillämpliga/gällande i medlemsländerna utan som medlemsländerna istället ska implementera i sin lagstiftning. Marknadsmisbruksdirektivet är ett så kallat minimidirektiv som ställer upp ett krav på att medlemsländerna ska införa straffrättsliga påföljder för de allvarligaste marknadsmisbruksbrotten¹²⁴.

Av vikt är således att framföra att eftersom direktivet inte är direkt tillämpligt kan direktivets regler komma att implementeras på ett annat sätt än vad som stadgas av direktivets ordalydelse. Att dra alltför långtgående slutsatser av dess lydelse ska därför undvikas. Vissa slutsatser kan dock dras av artiklarnas utformning i de fall där lydelsen är av sådant slag att medlemsstaterna inte kan uppfylla direktivets syfte på annat sätt än genom att införa rekvisiten.

Ett problem som uppstår i och med att regleringen utgörs av en förordning avseende administrativa sanktioner samt ett direktiv avseende straffrättsliga sanktioner är det vägval som måste göras mellan förfarandena. Vilken handling ska anses medföra ett administrativt förfarande och vilken ska anses leda till ett straffrättsligt?¹²⁵ Även om denna uppsats avgränsats från att behandla sanktionsfrågan så är det dock av vikt att påvisa att införandet i svensk rätt inte kommer att vara helt oproblematiskt.¹²⁶ Hur det administrativa sanktionssystemet förhåller sig till Europeiska konventionen om skydd för de mänskliga rättigheterna (EKMR) och främst då rätten till en rättvis rättegång i art. 6 samt förbudet vad gäller "ne bis in idem" i art. 4 i EKMR:s

¹²³ art. 69 a-b, Lissabonfördraget om ändring av fördraget om Europeiska unionen och fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen, (2007/C 306/01)

¹²⁴ Skäl 14 och 16 samt art. 1 Marknadsmisbruksdirektivet 2014/57/EU

¹²⁵ s. 65-66 Knuts, Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet

¹²⁶ SOU 2014:46 s. 225 ff., Svenska fondhandlareföreningens remissyttrande 2014-11-10

sjunde tilläggsprotokoll är inte helt okontroversiellt¹²⁷. Ett införande av ett administrativt sanktionssystem har ansetts vara möjligt redan enligt art. 14 MmD och har även diskuterats i tidigare förarbeten men har då avfärdats med hänvisning till rättssäkerhetsaspekter¹²⁸.

4.5 Rättsakternas införlivande i svensk lagstiftning

EU-kommissionens och rådets antagande av marknadsmissbruksförordningen och marknadsmissbruksdirektivet har lett till att den svenska lagstiftaren nu måste utreda och besluta hur svensk lagstiftning ska utformas för att Sverige ska uppfylla EU:s införlivnings- och implementeringskrav. Regeringen beslutade redan den 18 oktober 2012 att tillkalla en särskild utredare som skulle lämna förslag på lösningar för en bättre anpassning till EU:s marknadsmissbruksregler. Utredningens betänkande har dock steg för steg skjutits upp p.g.a. att EU:s arbete blivit försenat avseende framtagandet av den nya marknadsmissbruksförordningen och det nya marknadsmissbruksdirektivet. Utredningen, vars namn varit 2012 års marknadsmissbruksutredning, överlämnade sitt betänkande "Marknadsmissbruk II, SOU 2014:46" till statsrådet Peter Norman den 27 juni 2014. I betänkandet tar utredningen upp frågan kring de ändringar och anpassningar som anses krävas i den svenska lagstiftningen för att uppfylla rättsakternas krav. De lämnar även förslag på utformning av ny lagtext. Även om utredningen primärt tar sikte på sanktionssystemet, straffrättsligt såväl som administrativt, går det också att utläsa tydliga förändringar i övriga delar i insiderregleringen. Flertalet tillägg görs t.ex. beträffande olika lagtextdefinitioner vilket utvidgar det straffbara området. Betänkandet har ännu inte lett till något lagförslag från regeringens sida.

Ett införlivande av de nya rättsakterna i den svenska lagstiftningen medför emellertid vissa konsekvenser. Genom att den nya marknadsmissbruksförordningen införlivas samt det nya marknadsmissbruksdirektivet implementeras kommer nu gällande svensk marknadsmissbrukspraxis att bli obsolet. Istället kommer, som framgått ovan, ESMA ge ut riktlinjer/rekommendationer som efter kommissionens antagande kompletterar förordningen. En annan konsekvens som kan bli verklighet genom rättsakternas införande är att medlemsländernas egna möjligheter till att lagstifta eller utforma egna riktlinjer omöjliggörs. Istället befinner man sig i händerna på EU som unisont i stora delar beslutar hur ländernas lagstiftning ska utformas. Eftersom ländernas finansiella marknader kan se olika ut, fungera på

¹²⁷ s. 39-41 Knuts, Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet

¹²⁸ prop. 1999/2000:109 s. 40 f., prop. 2004/2005:142 s. 41 ff., s. 400, Sjöblom

olika sätt samt ha olika behov kan rättsakterna motarbeta vissa länders möjlighet till utveckling.¹²⁹

4.6 Juridiska personer

I MmL framgår det att endast fysiska personer kan ådömas ansvar för insiderbrott. Juridiska personer omfattas således inte av bestämmelserna i lagen. Istället kan en juridisk person få en så kallad företagsbot riktad mot sig, 36 kap 7 § BrB. Detta kan ske då ett brott som kan leda till strängare påföljd än penningböter har begåtts i näringsverksamheten. Det väsentliga är att ett brott har begåtts, inte att en viss person kan hållas ansvarig¹³⁰. Förutsättningarna för att en företagsbot ska kunna dömas ut är att näringsidkaren inte gjort vad som skäligen kan krävas av honom eller henne för att förebygga brottsligheten eller att brottet begåtts av vissa i paragrafen uppräknade personer med särskilt ansvar inom bolaget.¹³¹

I den nya marknadsmissbruksförordningen omfattas både fysiska och juridiska personer. Således kan både fysiska och juridiska personer ansvara för insiderhandel. Problem kan då uppstå i den svenska regleringen avseende valet av påföljd gällande de juridiska personerna. Dels finns möjligheten att utdöma en företagsbot och dels möjligheten att döma till administrativa sanktioner. Var denna gräns ska dras diskuteras i SOU 2014:46 och är inte helt okomplicerad¹³². Slutsatsen som dras i utredningen är dock att gränsdragningen får göras vid uppsåtsbedömningen. I de fall där brottet har begåtts uppsåtligen ska företagsbotalternativet användas och i de övriga fallen ska de administrativa sanktionerna tillämpas. Enligt marknadsmissbruksutredningen kommer införandet av administrativa sanktioner i övrigt inte att påverka det svenska systemet.¹³³

4.7 Insiderinformation

4.7.1 Rättsliga skillnader mellan den svenska insiderlagstiftningen och de nya rättsakterna

Vad som enligt MmL anses utgöra insiderinformation återges ovan under rubrik 3.1, d.v.s. *"information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att*

¹²⁹ s. 30, Landelius och Lycke

¹³⁰ prop. 1985/86:23 s. 62

¹³¹ s. 41-43, Elofsson m.fl.

¹³² SOU 2014:46, s. 397

¹³³ SOU 2014:46, s. 396 f.

*väsentligt påverka priset på finansiella instrument*¹³⁴. Genom den nya definitionen i art. 7 i marknadsmissbruksförordningen, se bilaga 1, förändras utformningen av begreppet insiderinformation också i svensk rätt. Av marknadsmissbruksdirektivet art. 2.4 framgår att definitionen av rekvisitet insiderinformation ska ha samma innebörd som art. 7 i förordningen. Nedan kommer således endast referenser till förordningen att göras. Den för uppsatsen relevanta frågan är om själva innebörden av ordet insiderinformation i och med den nya utformningen också kommer förändras?

MmD har även en betydligt utförligare definition av ordet insiderinformation än vad som framgår av 1 § i MmL. I lagmotiven till paragrafen framhävs dock att trots att definitionen i svensk rätt är begränsad till sin utformning omfattas MmD och EU-kommissionens genomförandedirektiv¹³⁵ underförstått av definitionen. Lagstiftaren gjorde helt enkelt valet att utforma definitionen så minimalistisk som möjligt i syfte att reducera möjligheten för ett uteslutande av någon form av insiderbrott. Man gjorde följaktligen paragrafen tidlös, oavsett hur handeln på värdepappersmarknaden förändrades skulle således så många ageranden som möjligt täckas in av rekvisiten.¹³⁶

För att avgöra om en förändring av innebörden av insiderinformation har skett genom antagandet av de nya rättsakterna från EU kan således förordningens definition först jämföras med vad som stadgas i MmD. Vid en sådan jämförelse kan konstateras att ett antal större förändringar skett. Den nya definitionen av insiderinformation i förordningen innefattar vissa nytillkomna rekvisit samt ett antal nya finansiella instrument som tillkommit efter 2003, exempelvis instrument som handlas på MTF:er, OTF:er samt OTC handel. Som framgått ovan går dock den svenska lagstiftningen utöver vad som krävs i MmD vilket gör att skillnaden mellan svensk rätt och de nya rättsakterna inte blir lika omfattande.

4.7.1.1 "Finansiella instrument"

För att fullständigt kunna utreda de förändringar den nya marknadsmissbruksförordningen medför för svensk del avseende rekvisitet "insiderinformation" måste det klargöras vilka "finansiella instrument" som kommer att omfattas av insiderinformationsdefinitionen. Problematiken tas även upp i betänkandet SOU 2014:46¹³⁷. Vilka finansiella instrument som kommer att omfattas i den nya marknadsmissbruksförordningen framgår av art. 3.1 som

¹³⁴ 1 § Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument

¹³⁵ 2003/124/EG

¹³⁶ prop. 2004/05:142 s. 54-56, SOU 2014:46 s. 376

¹³⁷ SOU 2014:46, s. 365 ff.

hänvisar till direktiv 2014/65/EU, MiFID II¹³⁸. Som framgått ovan, under rubrik 3.1.5., kommer skillnaden mellan MmL och den nya marknadsmissbruksförordningen inte att bli särskilt stor avseende definitionen av finansiella instrument. Dock sker det en betydande utvidgning genom att även instrument på så kallade OTF plattformar numera omfattas av definitionen.

4.7.1.2 Information av "specifik natur"

I art. 7.2 i marknadsmissbruksförordningen har även ett förtydligande av rekvisitet att informationen ska vara av "specifik natur" enligt art. 7.1 medtagits¹³⁹. Detta krav stadgas inte i MmL men väl i MmD. Genom förordningen lyfts definitionen in i tillämpningen på ett tydligare sätt än tidigare. Rekvisitet klargörs i genomförandedirektivet¹⁴⁰ till MmD samt genom riktlinjer från CESR¹⁴¹, se ovan under rubrik 3.1.6. En jämförelse får således göras mellan genomförandedirektivets lydelse och lydelsen i de nya rättsakterna. Det kan då konstateras att bestämmelserna i de olika rättsakterna är nästintill identiska. Införandet av ett uttryckligt krav på att informationen ska vara av specifik natur kommer enbart utgöra ett förtydligande av redan rådande rättsläge då svensk rätt ska tolkas i enlighet med MmD och dess genomförandedirektiv. Några större rättsliga skillnader eller rättsliga konsekvenser beträffande att informationen ska vara av "specifik natur" torde således inte uppkomma genom de nya rättsakterna i jämförelse med vad som redan gäller enligt MmL/ MmD¹⁴².

4.7.1.3 "Förnuftig investerare"

Utöver ovanstående har en ny lydelse jämfört med MmD tagits in i definitionen av insiderinformation i förordningen. Denna lydelse är, bortsett från art. 1.1 genomförandedirektivet¹⁴³ till MmD samt de presenterade riktlinjerna från CESR, ny för den svenska lagstiftningen. I art. 7.4, som hänvisar till art. 7.1, sägs att informationen måste uppnå en viss "standard" för att den ska anses ha en väsentlig inverkan på priset på finansiella instrument, och då kunna utgöra insiderinformation. Det framgår att informationen ska avse sådan information som en "förnuftig investerare" sannolikt skulle utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut¹⁴⁴. En objektiv bedömning av informationens standard får

¹³⁸ Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU

¹³⁹ se även art. 2.4 Marknadsmissbruksdirektivet

¹⁴⁰ 2003/124/EG

¹⁴¹ "Market Abuse Directive - Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market", CESR

¹⁴² s. 16, Kersting

¹⁴³ Kommissionens direktiv 2003/124/EG av den 22 december 2003

¹⁴⁴ art. 7.4 Marknadsmissbruksförordningen nr 596/2014

således göras i efterhand. Det faktum att det i EU-rätten saknas motsvarighet till svenska förarbeten till rättsakterna utgör ett hinder för att bestämt redogöra för vilken typ av information som ska anses nå upp till denna standard. Dock finns, som ovan nämnts, ett genomförandedirektiv beträffande MmD samt riktlinjer från CESR som tydliggör vad som ska anses vara en förnuftig investerare¹⁴⁵. Genomförandedirektivet påverkar idag tolkningen av reglerna i MmL¹⁴⁶. Marknadsmisbruksförordningen kan sägas utgöra ett förtydligande av genomförandedirektivet och CESR riktlinjer och rättstillämparen torde därför vid tillämpningen kunna hämta stöd ur dessa. Viktigt att påpeka är dock att genomförandedirektivet och CESR riktlinjer självklart inte har någon bäring vad gäller den nya marknadsmisbruksförordningen. Riktlinjerna från CESR är inte heller bindande för medlemsstaterna att följa utan ska endast fungera som hjälp för lagstiftaren gällande implementeringen av MmD¹⁴⁷. Om det verkligen föreligger en skillnad mellan MmL och den nya marknadsmisbruksförordningen är svårt att i förtid fastställa med beaktande av genomförandedirektivet och CESR:s riktlinjer till MmD. Eftersom genomförandedirektivet redan innehåller definitionen "förnuftig investerare" torde dock skillnaden mot de nya rättsakterna inte bli avsevärd.¹⁴⁸

4.7.2 Vad kan skillnaderna få för rättsliga konsekvenser på den svenska insiderlagstiftningen

Som framgått ovan kan den nuvarande lagstiftningen, MmL, påverkas på främst tre punkter. Fler finansiella instrument omfattas, det införs ett uttryckligt krav på att informationen ska vara "specifik natur" för att klassas som insiderinformation samt att rekvisitet "förnuftig investerare" införs. I övrigt omfattas de nya rättsakterna i stort av MmL.

4.7.2.1 "Finansiella instrument"

För det första har definitionen av "finansiella instrument" utvidgats i marknadsmisbruksförordningen till att även omfatta handel på så kallade OTF:er. Begreppet insiderinformation har således breddats mot vad som gäller enligt MmD genom att nya slag av finansiella instrument nu inkluderas. Som framgått ovan gick dock Sverige vid implementering av MmD längre i sin lagstiftning än vad direktivet krävde. I och med att det inte sker någon större utvidgning definitionen får utvidgningen inte heller några särskilda konsekvenser i svensk

¹⁴⁵ "Market Abuse Directive - Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market", CESR

¹⁴⁶ prop. 2004/05:142 s. 55 ff.

¹⁴⁷ s. 3, p. 4-6, CESR "Market Abuse Directive

¹⁴⁸ s. 27, Landelius och Lycke

rätt utöver att möjligheten att omfattas av ett insiderförfarande utvidgas till viss del, men i princip är den samma som tidigare, d.v.s. antalet finansiella instrument som omfattas har inte förändrats bortsett från handel på OTF:er.

4.7.2.2 Information av "specifik natur"

För det andra har kravet på att informationen ska vara av specifik natur numera förtydligats genom ett införande av rekvisitet i marknadsmissbruksförordningen. Även om rekvisitet inte uttryckligen ingått i MmL har detta rekvisitet implicit funnits i lagtexten, se Tivox målet¹⁴⁹. Detta som en konsekvens av att MmL ska tolkas i enlighet med MmD som uttryckligen innehåller ett sådant rekvisit. Någon större skillnad mellan den MmL och marknadsmissbruksförordningen finns således inte vad gäller rekvisitet. Det är endast ett förtydligande som inte torde skapa några märkbara konsekvenser mer än att rättstillämparen numera tydligt kommer att behöva bedöma om rekvisitet är uppfyllt.

4.7.2.3 "Förnuftig investerare"

För det tredje ställs således ett krav på att informationen måste uppnå en viss "standard" för att anses väsentligen påverka priset på ett finansiellt instrument och då kunna utgöra insiderinformation. Informationen måste avse information som en "förnuftig investerare" skulle använda sig av. Även om rekvisitet förnuftig investerare funnits med i genomförandedirektivet till MmD, vilket svensk lag ska tolkas i enlighet med, samt tydliggjorts i CESR riktlinjer torde en oklarhet uppstå gällande tolkningen rekvisitet enligt marknadsmissbruksförordningen. En konsekvensbeskrivning av den nya marknadsmissbruksförordningen torde dock ändå kunna ta utgångspunkt i riktlinjerna från CESR. Se ovan under rubrik 3.1.4. där det framgår att en förnuftig investerare hade använt sig av informationen om investeraren med säkerhet kunnat förutse hur informationen, om den skulle bli offentliggjord, hade haft för påverkan på priset på relevanta finansiella instrument. Om den egentliga konsekvensen blir att ribban höjs beträffande vad som kan anses utgöra insiderinformation är dock svårt att i förväg avgöra. ESMA:s riktlinjer avseende vilken typ av information som kan anses omfattas av rekvisitet kommer således att bli av stor vikt för tolkningen av rekvisitet. Innan sådana riktlinjer fastställs kommer rekvisitets innebörd att vara oklart.

Anmärkningsvärt är att man i betänkandet SOU 2014:46 inte valt att ta upp denna fråga till diskussion, d.v.s. utreda vad införandet av rekvisitet kan komma att leda till. Eftersom den

¹⁴⁹ NJA 2008 s. 292

svenska rättstillämparen för tillfället inte har någon vägledning att utgå från, utöver art. 1.2 i genomförandedirektivet och CESR:s riktlinjer till MmD, är det omöjligt att veta vilken typ av information som anses uppnå denna "standard". Detta kan komma att leda till ett osäkerhetsmoment på marknaden vilket i sin tur kan leda till en minskad förutsebarhet för aktörerna. Kommande riktlinjer från ESMA, förarbeten samt de första avgöranden från domstolarna kommer således att bli vägledande för vad som anses vara information som en förnuftig investerare skulle använda sig av. Kanske kommer införandet av rekvisitet "förnuftig investerare" inte få någon större påverkan på gällande rätt då rättstillämparen anser att all information som redan idag, genom genomförandedirektivet till MmD, omfattas av rekvisitet även anses uppnå rekvisitet enligt den nya förordningen. Några särskilda konsekvenser uppstår då inte p.g.a. införandet av rekvisitet. Ribban kan dock även komma att höjas då ytterligare preciseringar av rekvisitet kan komma att göras i framtida tolkningar. Att resonera kring sådana konsekvenser torde dock i dagsläget sakna relevans.

4.7.2.4 Övriga egna reflektioner

Fördelaktigt med den nya regleringen är att man genom utformningen av art. 7 i marknadsmissbruksförordningen nu får en tydligare bild av vad som anses utgöra insiderinformation, d.v.s. att det framgår direkt av lagtexten. Detta ökar förutsebarheten på marknaden vilket, som framgått ovan, är en grundförutsättning för att börsmarknaden ska fungera. En nackdel med att utforma lagtext så utförligt är dock, motsatsvis, att den inte kommer att kunna omfatta alla de moderniseringar/förändringar som sker på värdepappersmarknaden utan att lagtexten modifieras. Det betyder att lagstiftningen blir orörlig i förhållande till den snabbt förändrade värdepappersmarknaden. Genom att ha en öppen formulering av lagtexten, vilket Sverige har idag, möjliggör man att reglerna även klarar av att möta förändringar som sker på marknaden. En sådan formulering skapar dock förvirring och oklarhet vad gäller vilken information som egentligen omfattas av definitionen t.ex. utelämnas rekvisit som "specifik natur" och "förnuftig investerare". Lagstiftaren befinner sig således i en svår position där båda alternativen för med sig olika nackdelar.

Samtidigt som antalet finansiella instrument som omfattas av den nya definitionen ökar begränsas även möjligheten för att informationen ska klassas som insiderinformation genom rekvisitet "förnuftig investerare".

Eftersom det idag inte finns något klagande i form av förarbeten, praxis eller riktlinjer, över vad som ska anses utgöra information som en förnuftig investerare hade utnyttjat vid sitt

investeringsbeslut uppstår det således en osäkerhet på marknaden, där förutsebarheten minskar. Det enda som finns att ta fasta på är genomförandedirektivet och CESR:s riktlinjer till MmD. Framtida avgöranden får utvisa i vilka fall svenska domstolar/EU-domstolen kommer att anse att informationen uppfyller rekvisitet. Det förtjänar att påpekas att en tendens i de svenska domstolarnas rättstillämpning är att man under inflytande av EU-rätten i större utsträckning än tidigare avstår från att hämta ledning i förarbetena för att tolka lagtext som grundar sig i det harmoniserade lagstiftningsområdet¹⁵⁰.

4.8 Insiderhandel/Insiderbrott

4.8.1 Har, får, förfogar

4.8.1.1 Rättsliga skillnader mellan den svenska insiderlagstiftningen och de nya rättsakterna samt dess rättsliga konsekvenser på den svenska insiderlagstiftningen

I marknadsmissbrukslagen stadgas, som framgått ovan, ett transformationskrav att en person ska ha "fått" insiderinformation för att man ska kunna dömas till insiderbrott¹⁵¹. Kravet på att en person ska ha "fått" insiderinformationen har sedan antagandet och implementeringen av MmD varit under diskussion. I MmD framgår det nämligen att ansvar för insiderbrott kan uppkomma om en person "förfogar" över insiderinformation, d.v.s. där både ett får och ett har rekvisit inkluderas. Lagstiftaren valde dock av olika anledningar, se ovan under rubriken 3.2.3., att enbart ta med rekvisitet "får".¹⁵² Exempel på anledningar var bland annat att man inte ville att de transaktioner som görs med vetskap om egna avsikter att förvärva eller avyttra finansiella instrument eller transaktioner som görs på grundval av egna analyser av allmänt tillgänglig information skulle omfattas av handelsförbudet. Detta förefaller även ha varit syftet med lagstiftningen.¹⁵³ Frågan som således är aktuell vid införandet av de nya rättsakterna gäller om lagstiftaren vid implementeringen av MmD, genom att inte införa rekvisitet "har", omedvetet utelämnat vissa ageranden som egentligen ska ses som illegitim insiderhandel.

Det är således enbart insiderinformation man "får" som enligt MmL kan utgöra grunden till insiderbrott. Det betyder att personen måste ha erhållit informationen genom någon yttre omständighet, se nedan. Åklagaren måste bevisa, inte bara att informationen i sig är

¹⁵⁰ s. 203, Munck

¹⁵¹ 2 § Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument

¹⁵² prop. 2004/05:142 s. 59 f. med hänvisning till SOU 2004:69 s. 77

¹⁵³ s. 49 Knuts, Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet

insiderinformation, utan även att personen i fråga har fått denna. Dock saknar det betydelse hur man har fått informationen¹⁵⁴. Denna del är således irrelevant så länge man kan konstatera att personen faktiskt fått insiderinformation.

I den nya marknadsmissbruksförordningen¹⁵⁵ och det nya marknadsmissbruksdirektivet¹⁵⁶ stadgas nu återigen att insiderinformation man "förfogar" över ska utgöra grunden för insiderhandel. Det blir således återigen aktuellt att utreda om även ordet "har" innefattas av rekvisitet "förfogar" enligt de nya rättsakterna. I SOU 2014:46 framförs argumentet att "förfogar" och "har" i princip är synonyma med endast någon nyansskillnad vad gäller materiella företeelser¹⁵⁷. Vad gäller immateriella företeelser som insiderinformation utgör torde det inte vara någon skillnad. Frågan är om det nu skett en sådan förändring avseende de under rubriken 3.2.3 presenterade anledningarna att det möjliggör en sådan intolkning.

I marknadsmissbruksutredningens betänkande föreslås en utvidgning av definitionen insiderbrott beträffande ett "har"-rekvisit¹⁵⁸. Det är dock viktigt att återigen poängtera att marknadsmissbruksförordningen är direkt tillämplig i Sverige. Detta betyder att rekvisitet "förfogar" kommer att gälla som lag i Sverige. Att rekvisitet då innehåller både ett "har" och ett "får" rekvisit får anses som självklart. Det kommer dock bli upp till rättstillämparen att klargöra rekvisitets innebörd.

Vad gäller marknadsmissbruksdirektivet ska detta implementeras i svensk rätt. Möjligheten finns således att rekvisitet "förfogar" kan komma att ersättas med ett annat rekvisit, om syftet med direktivet fortfarande uppfylls och en direktivkonform tolkning gjorts¹⁵⁹. Definitionen i direktivet ska enligt marknadsmissbruksutredningen nu innehålla både ett "har"- och ett "får"-rekvisit. Det är dock av vikt att framföra att det är rekvisitet "förfogar" som stadgas i direktivet. Det är således i betänkandet som man kommit fram till att paragrafen ska utökas till att omfatta rekvisitet "har". I advokatsamfundets remissyttrande tillstyrks ett införande av "har"-rekvisitet då det är nödvändigt för att åstadkomma ett direktivnära genomförande¹⁶⁰. Den slutgiltiga lagstiftningsdefinitionen av ordet "förfogar" kan komma att bli en annan än betänkandets.

¹⁵⁴ s. 25, Knuts, Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet

¹⁵⁵ art. 8 Marknadsmissbruksförordningen nr. 596/2014

¹⁵⁶ art. 3 Marknadsmissbruksdirektivet 2014/57/EU

¹⁵⁷ SOU 2014:46 s. 379

¹⁵⁸ SOU 2014:46, s. 378 f.

¹⁵⁹ art. 288 p. 3 FEUF

¹⁶⁰ s. 2, Advokatsamfundets remissyttrande R-2014/1085 den 4 november 2014

Frågan är då vilka ageranden som kommer att förbjudas i och med ett införande av ett "har"-rekvisit? Det är av vikt att utreda om sådana transaktioner som gjorts med information man redan har, t.ex. handlar finansiella instrument med vetskap om sitt eget framtida agerande och transaktioner som gjorts p.g.a. egna analyser av allmänt tillgänglig information verkligen kan anses utgöra "insiderinformation" i den mening som framgår av artikeln. Kan sådana planer eller analyser någonsin vara att betrakta som information som omfattas av definitionen av insiderbrott? Frågan blir vad som anses utgöra "information" och diskussionen tenderar att bli teoretisk och abstrakt och mer återknyta till rubriken 3.1.2 ovan.

Egna analyser av allmänt känd och/eller offentlig information på marknaden är i sig inget skapande av information. Personen i fråga har i detta läge inte insiderinformation och har inte heller fått någon sådan. Istället har redan tillgänglig information satts ihop till en egen analys. Att en sådan analys skulle kunna omfattas av definitionen insiderinformation framstår som orimligt då all den information personen baserar sin analys på redan är offentliggjord¹⁶¹. Argumentationen har stöd även i definitionen av insiderinformation i art. 7 i marknadsmissbruksförordningen.

En annan orsak till att lagstiftaren inte införde ett "har"-rekvisit i MmL var, som framgått ovan under rubriken 3.2.3, risken för att en person som haft vetskap om att han kommer att förvärva/avyttra finansiella instrument i samband med förvärv eller avyttring av instrumenten skulle kunna göra sig skyldig för insiderbrott. Ett sådant förbud hade hämmat värdepappershandeln genom att omöjliggöra transaktioner. Oftast vet aktören som köper ett finansiellt instrument att han kommer förvärva ytterligare. Genom de nya rättsakterna avlägsnas denna risk att göra sig skyldig till insiderhandel genom ett införande av undantag för vad som anses utgöra ett utnyttjande av insiderinformation. Undantaget finns i art. 9.5 i marknadsmissbruksförordningen dit även art. 3.8 i marknadsmissbruksdirektivet hänvisar. Se nedan under rubriken 4.8.4. Där framgår att vetskapen om egna avsikter att förvärva eller avyttra finansiella instrument inte kan anses utgöra ett utnyttjande av insiderinformation.

En annan sak är då personen som har sådana uppgifter som behandlas i de två ovanstående styckena väljer att delge dessa till en utomstående. I så fall skulle dessa uppgifter inkluderas i definitionen insiderinformation.¹⁶²

¹⁶¹ s. 50 (fotnot 164), Knuts, Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet

¹⁶² s. 218, Samuelsson m.fl.

Dock torde det fallet att en person dagen efter utförd transaktion av finansiella instrument väljer att lägga en stor order/beställning av varor från det aktuella bolaget eller att personen väljer att anhängiggöra ett skiljeförfarande precis efter att personen i fråga sålt av finansiella instrument¹⁶³ kunna anses som insiderinformation och då även insiderhandel. Även här rör det sig om en transaktion som gjorts med vetskap om sitt eget framtida kommande agerande. Sådana ageranden kan inte, till skillnad mot ovanstående stycke, ses som legitima utan riskerar att medföra ansvar för insiderhandel¹⁶⁴. Vetskapen om att man i framtiden ska köpa finansiella instrument i ett bolag kan, som framgått ovan, emellertid inte utgöra insiderinformation. Detta framgår av art. 9.5 i undantagskatalogen för legitima beteenden i marknadsmissbruksförordningen. Artikel 9 baseras på handlingar som endast utgörs av ett moment, d.v.s. vetskapen innehas och transaktionen görs i ett och samma finansiella instrument. Någon insiderinformation har då inte hunnit uppkomma. För att det ska kunna ses som insiderinformation, när man "har" sådan, torde det istället krävas minst två moment, ett inre (inom värdepappersområdet) och ett yttre (utanför värdepappersområdet). Med andra ord måste det röra sig om självgenererad information utan nära konnexitet till handel med finansiella instrument¹⁶⁵.

Det gäller således att först avgöra om det överhuvudtaget rör sig om insiderinformation eller inte. Därefter övergår bedömningen till att avgöra om personen "fått" eller "har" insiderinformation. Om man konstaterat att det rör sig om insiderinformation och även att personen har haft eller har fått sådan information så blir det tredje steget att kontrollera om det finns några tillämpliga undantag för att undgå ansvar för insiderbrott. Detta eftersom en del information man själv har, som ovan beskrivits, aldrig kan utgöra grund för insiderbrott medan en viss typ av information man har mycket väl kan göra det.

Frågan är då vad det är som skiljer sig idag mot resonemanget som fördes vid implementeringen av MmD, som även det innehöll rekvisitet "förfogar"? Till skillnad mot vad som gällde vid införandet av nuvarande marknadsmissbrukslag finns det, som nämnts ovan, nu undantag i art. 9 i marknadsmissbruksförordningen avseende legitima beteenden. Genom dessa regler lämnas en garanti för de fall en person innehar insiderinformation men inte utnyttjar/använder sig av denna. På så sätt upphör risken för att ett utnyttjande av egna avsikter/planer, som fanns vid den förra marknadsmissbruksutredningen, ska anses utgöra

¹⁶³ s. 51 Knuts, Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet

¹⁶⁴ s. 51 f. Knuts, Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet

¹⁶⁵ A.a. s. 51 f.

insiderhandel¹⁶⁶. Enligt MmD fanns det inte fastställt några undantag i lagtexten för legitima beteenden vad gäller egna analyser och egna avsikter att förvärva finansiella instrument, vilket var en av anledningarna till att lagstiftaren valde att inte ta in ett "har"-rekvisit i paragrafen¹⁶⁷. Om ett "har"-rekvisit hade införts och det samtidigt inte funnits några möjligheter till undantag för legitima beteenden skulle det leda till att personer som oundvikligen haft vetskap om sina framtida ageranden på värdepappersmarknaden hade kunnat göra sig skyldiga för insiderbrott.

Ovanstående diskussion kring "har"-rekvisitet kan dock redan anses indirekt behandlat i EU-domstolens avgörande "Spector Photo", se ovan under rubriken 3.2.8.1. Av rättsfallet framgår att det finns en utnyttjande-presumtion att en person som "förfogar" över insiderinformation och då förvärvar/avytttrar finansiella instrument även utnyttjar denna information. Dock framgår det av rättsfallet att det måste finnas en möjlighet att motbevisa denna presumtion. Eftersom EU-domstolens avgörande är bindande för medlemsländerna vad gäller tolkningen av EU-rätten så kan även det sägas utgöra ett argument varför det redan funnits ett "har" och "får"-rekvisit inbundet i rekvisitet "förfogar" i direktivet. Genom att det i rättsfallet dels fastslås att ordet förfogar utgör det avgörande rekvisitet samt att det finns en möjlighet att bryta presumtionen upphör även anledningen till att inte ha ett "har"-rekvisit i den svenska lagstiftningen. På så sätt kan rättsfallet anses ha öppnat upp för ett underförstått "har"-rekvisit i den svenska marknadsmissbruksregleringen.¹⁶⁸

Den aktuella diskussionen har således en stark koppling till diskussionen kring vad som anses utgöra ett "utnyttjande" av insiderinformation, se under rubriken 4.8.4.

En parentes som kan nämnas är dock att det för en person som handlar finansiella instrument med vetskapen om ens eget handlande och som således inte kan ådömas ansvar för insiderbrott möjligtvis istället kan dömas till ansvar för otillbörlig marknadspåverkan enligt de nuvarande reglerna i 8 § MmL. Detta eftersom personen på ett medvetet otillbörligt sätt, genom kontinuerliga köp, kan ha påverkat marknadspriset på det finansiella instrumentet.

4.8.1.2 Övriga egna reflektioner

Som framgått ovan så väljer man i SOU 2014:46, i likhet med SOU 2004:69¹⁶⁹, att införa rekvisitet "har" i lagtexten. Genom en sådan justering breddar man således möjligheten för vad

¹⁶⁶ SOU 2014:46 s. 378 f.

¹⁶⁷ prop. 2004/05:142, s. 58 f.

¹⁶⁸ s. 693 f., Knuts, "Insiderhandelsförbudet i Norden efter spectoravgörandet"

¹⁶⁹ SOU 2004:69, SOU 2014:46 s. 378 samt prop. 2004/05:142 s. 59

som kan anses utgöra insiderbrott. Det förorsakar även att åklagaren inte längre skulle behöva påvisa att personen i fråga fått informationen utan det räcker med att personen har haft denna.

Konsekvensen blir således att området för vad som kan anses utgöra insiderhandel utvidgas, d.v.s. möjligheten att ådra sig ansvar ökar. Som framgått ovan anses dock inte resultatet av egna analyser av redan allmänt tillgänglig information eller vetskapen om sina egna planer att införskaffa finansiella instrument omfattas. Dock torde numera vetskapen om att man t.ex. kommer att lägga en kommande order avseende bolagets tjänster/produkter att utgöra insiderinformation när man införskaffar finansiella instrument i det aktuella bolaget. Det krävs således två moment för att en person ska kunna ådömas ansvar för egen tankeverksamhet. Dels ett köp av finansiella instrument och dels ett agerande utanför värdepappersmarknaden. Det har således funnits ett hål i den svenska lagstiftningen där möjligheten att faktiskt utnyttja insiderinformation, som man redan innehar, har varit helt lagligt. Genom att den nya regleringen täpper igen dessa hål torde förtroendet för marknaden öka då transaktioner som legat i gråzonen inte längre anses legitima. Ett ökat förtroende leder även till en förhöjd investeringsvilja bland marknadsaktörerna.

En motsatt konsekvens som också kan uppkomma är att det kan komma att bildas en osäkerhet på marknaden över vad som kan anses vara ett lagligt agerande, d.v.s. vilken sorts information man får använda sig av vid sitt investeringsbeslut. Det kan således uppstå en osäkerhet över vilken information, som man redan har, som omfattas av definitionen av insiderhandel. Denna konsekvens torde emellertid endast bli marginell då det, som framgått ovan, endast är information gällande sitt eget agerande utanför värdepappersmarknaden som kan utgöra insiderbrott. En exemplifiering i förarbetena skulle även underlätta och tydliggöra vilka situationer som omfattas i och med att ett "har"-rekvisit införs¹⁷⁰.

Den stora fördelen med införandet av "har"-rekvisitet är att marknads förtroende för att alla aktörer har tillgång till samma information samtidigt ökar, d.v.s. att det finns en informationssymmetri på marknaden. Ett ökat förtroende och en ökad tillit främjar viljan att investera. Förändringen kommer även att medföra ett mer återhållsamt beteende vad gäller personers förvärv/avyttringar när man har information som enligt den nya definitionen kan utgöra insiderinformation. Införandet av ett "har"-rekvisit medför således både positiva och negativa konsekvenser. Dels reduceras naturligtvis alla de misstankar som funnits innan vad gäller möjligheten att utnyttja sådan typ av information samtidigt som rädslan hos den som

¹⁷⁰ s. 2, Advokatsamfundets remissyttrande R-2014/1085 den 4 november 2014

innehåller sådan information som eventuellt kan anses utgöra insiderinformation kan reducera viljan att investera i de aktuella finansiella instrumenten.

4.8.2 Återkalla eller ändra order

4.8.2.1 Rättsliga skillnader mellan den svenska insiderlagstiftningen och de nya rättsakterna samt dess rättsliga konsekvenser på den svenska insiderlagstiftningen

I art. 8.1 marknadsmissbruksförordningen och i art. 3.4 marknadsmissbruksdirektivet fastställs att ett utnyttjande av insiderinformation genom att återkalla eller ändra en handelsorder som avser ett finansiellt instrument också ska anses utgöra insiderhandel¹⁷¹. Det som krävs för att agerandet ska anses utgöra insiderhandel är att handelsordern läggs innan personen får tillgång till insiderinformationen och att ändringen/återkallningen sker efter erhållandet av insiderinformation men innan verkställighet av ordern. Det är således en utvidgning av insiderbrottets omfattning mot vad som gällt enligt MmD samt enligt MmL.

Nuvarande lagstiftning reglerar inte situationen då en person ändrar eller tar tillbaka en lagd order p.g.a. att man erhållit insiderinformation efter själva orderläggandet. Dock framgår det av förarbetena till MmL att *"om en investerare får tillgång till insiderinformation efter det att en order lämnats men innan ordern verkställts, torde uppsåtligt brott föreligga om investeraren vet att ordern inte är verkställd och ändå inte återkallar den. Och i vart fall torde det åtminstone kunna anses oaktsamt att inte försöka återkalla ordern"*¹⁷².

Det är således en snarlik situation som beskrivs i förarbetena till lagen. Förarbetena går längre än vad som stadgas i MmL och i MmD. Att ett sådant agerande som nämns ovan varit fullt lagligt enligt direktivet framstår som självklart, främst med beaktande av möjligheten till förutsebarhet i lagstiftningen och då främst kopplingen till legalitetsprincipen¹⁷³. De svenska förarbetena till MmL går således längre än vad MmD kräver och genom att inte uttryckligen reglera utvidgningen i lagtexten torde förarbetsuttalandet stå i strid mot en av straffrättens grundläggande principer nämligen legalitetsprincipen och dess krav på förutsebarhet. Lagmotiv kan inte tillåtas utvidga tolkningen av ett förbud till att även täcka sådant som förbudets

¹⁷¹ art. 8 marknadsmissbruksförordningen, art. 4 i marknadsmissbruksdirektivet

¹⁷² prop. 2004/05:142 s. 163, s. 237 Samuelsson m.fl.

¹⁷³ s. 53 Knuts, Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet

lagstadgade ordalydelse inte täcker, d.v.s. underlåtenhet att agera¹⁷⁴. Det kan således ifrågasättas om förarbetena i denna del har någon bäring¹⁷⁵.

Skillnaden som föreligger mellan förarbetena och de nya rättsakterna är att det i lagmotiven läggs fokus på själva underlåtenheten att återkalla ordern, medan rättsakterna istället lägger fokus på själva handlingen, d.v.s. återkallandet. Förarbetena uppställer således ett passivitetsbrott. Enligt dessa skulle en person kunna ådömas ansvar för att man inte agerar på grund av förvärvad insiderinformation som erhållits mellan lagd order och verkställighet av ordern. Således skulle även förvärv/avyttringar som inte baserats på insiderinformation anses utgöra insiderbrott om den inte tas tillbaka efter erhållandet av sådan information. Det hade även inneburit att en person som fått negativ insiderinformation mellan order och verkställighet hade tjänat på att återkalla en lagd order utan att riskera att begå insiderbrott. En sådan reglering måste anses stå i strid med de nämnda straffrättsliga principerna. Nedanstående jämförelse kommer därför, i enlighet med det förda resonemanget, utgå ifrån att lagmotivet i denna del inte varit tillämpligt i svensk rätt.

Möjligheten att ha kunnat utnyttja den tidigare luckan i lagstiftningen torde vara begränsad till de fall då aktuell order varit av så stor omfattning att den tagit en längre tid att genomföra. För att ansvar ska uppkomma enligt de nya reglerna krävs att personen måste ha förfogat över informationen rörande det finansiella instrumentet mellan lagd order och ändringen/återtagandet av denna. Av dagens marknadsmissbrukslag framgår att det endast är förvärv eller avyttringar p.g.a. insiderinformation som omfattas av det straffbara området. Fokus ligger på själva manifestationen, d.v.s. avyttringen eller förvärvet. Att avstå från att köpa eller sälja p.g.a. erhållen insiderinformation kan dock inte omfattas av insiderbrottets definition.

Som en följd av införandet av art. 3.4 marknadsmissbruksdirektivet lyfts denna fråga upp i SOU 2014:46. Det är viktigt att återigen påpeka att marknadsmissbruksförordningen är direkt gällande och marknadsmissbruksutredningen behöver därför inte behandla problematiken avseende att införandet av art. 8.1 i marknadsmissbruksförordningen avseende rekvisiten "återkallande/ ändring av order". Utredningen framför att det skulle vara fullt logiskt att behandla ett underlåtet förvärv eller en underlåten avyttring på samma sätt som ett vanligt förvärv eller avyttring¹⁷⁶. Detta eftersom en person kan tjäna lika mycket på ett sådant

¹⁷⁴ s. 54 Knuts, Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet

¹⁷⁵ s. 68 Knuts, Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet

¹⁷⁶ SOU 2014:46 s. 388

agerande som vid ett faktiskt förvärv eller avyttring. Dock går inte marknadsmissbruksförordningen och marknadsmissbrukdirektivet riktigt så långt.

Genom de nya reglerna behöver det inte längre ske något explicit förvärv eller avyttring för att en handling ska omfattas av definitionen utan det räcker med återkallande/ändring av redan lagd order. Ordspråket "lagt kort ligger" utgör således en utmärkt liknelse. Man flyttar fram den "kritiska punkten" för när ett insiderbrott anses ha begåtts, från själva förvärvet/avyttringen till ändringar/justeringar av lagd order. En person kan dock inte å dömas ansvar för att man inte agerar på grund av erhållen insiderinformation. Det kan röra sig om att man avvaktar en planerad försäljning p.g.a. vetskapen om att kursen ska gå upp eller ett planerat köp p.g.a. av vetskapen att kursen ska gå ner. Det är endast köp, avyttringar och ändringar, d.v.s. ett aktivt agerande/manifestation¹⁷⁷, som omfattas av den nya regleringen och inte en underlåtenhet att agera.

Även här finns det dock ett krav på att återkallelsen/ändringen baserats på insiderinformationen, se under rubriken 4.8.4.

Ett exempel på när de nya reglerna kan bli aktuella är när en verkställande direktör eller annan person med ledande befattning beslutar sig för att investera i bolagets egna aktier. VD:n får efter lagd order, men innan den verkställs, reda på insiderinformation från bolaget som när informationen publiceras kommer orsaka en kraftig höjning av kursen. VD:n kan då vara intresserad av att återkalla sin order för att inte dra på sig misstankar och ett minskat förtroende från marknaden. I ett sådant fall utgör ett återkallande inte insiderbrott. Detta eftersom VD:n inte utnyttjat insiderinformationen på ett sådant sätt som genererar ansvar. Om dock insiderinformationen visar på att kursen kommer rasa kraftigt utgör VD:ns agerande att sälja ett insiderbrott eftersom han anses utnyttja insiderinformationen på ett otillbörligt sätt.

4.8.2.2 Övriga egna reflektioner

Genom införandet av ovanstående rekvisit i den nya marknadsmissbruksförordningen och marknadsmissbrukdirektivet stramas lagstiftningen upp. Sådana agerande som tidigare var att anse som legitima blir numera illegitima och direkt olagliga. Återkallelser och ändringar av ordrar har således utgjort hål i regelverket som lagstiftaren förbisett. Genom de nya reglerna täpps således dessa hål igen genom att den "kritiska punkten" flyttas framåt i tiden med konsekvensen att fler ageranden nu omfattas i begreppet insiderhandel/insiderbrott. Genom att

¹⁷⁷ SOU 2014:46 s. 388

försluta dessa hål torde förtroendet för värdepappersmarknaden samt viljan att investera öka. Genom ändringen förtydligas även regleringen vilket leder till en ökad förutsebarhet. Gråzonen som funnits innan ändringen, t.ex. otydliga förarbeten, har således suddats ut och ersatts med tydliga regler. Den nya regleringen kan dock föra med sig problem vad gäller legitima ageranden.

Det kan till exempel röra sig om att en person som av en legitim anledning, så som att personen i fråga egentligen inte har råd att göra investeringen, behöver återkalla sin order. Om dock personen har erhållit insiderinformation om att kursen kommer gå ner skulle en sådan återkallelse ses som insiderhandel. Detta trots att försäljningen inte skett i syfte att använda sig av informationen utan varit helt legitim. Enbart det faktum att personen erhållit insiderinformationen skulle då stoppa personen från att kunna göra något med ordern. Ordern kommer att ses som fastlåst. Ett sådant regelverk kan skapa osäkerhet bland investerarna där förutsebarheten minskar och förtroendet på marknaden sjunker. Detta eftersom ingen investerare vill riskera att stå fastlåst under en längre tid med en order innan den verkligen verkställs. Om det skulle hända något under denna period vill man ha möjligheten att dra sig ur utan att det kommer ses som insiderhandel.

Det skulle således behövas en möjlighet/en säkerhetsventil som stadgar att om man har en legitim anledning att ändra/återkalla en order efter att man erhållit insiderinformation ska man få göra detta. Att förordningen och direktivet inte tar in en sådan möjlighet i bedömningen är rättsosäkert. Det är dock av vikt att påpeka att det finns ett underförstått utnyttjandekrav i nuvarande lagstiftning samt ett uttryckligt utnyttjanderekvisit i de nya rättsakterna, se nedan under rubriken 4.8.4. Där fastställs att det måste ha skett ett utnyttjande av insiderinformationen för att man ska kunna hållas ansvarig för insiderbrott. Detta kan anses utgöra en sådan säkerhetsventil som behövs vad avser reglerna kring återkallelse/ändring av en order. Det är emellertid oklart hur "utnyttjande"-presumtionen och möjligheten att bryta denna presumtion enligt rättsfallet Spector Photo ska tolkas vad gäller de nu införda rekvisiten "återkallning/ändring av order". Det föreligger således här en osäkerhet vad gäller möjligheten att av legitima skäl undgå ansvar för insiderbrott. Även om Spector Photo fallet skulle anses tillämpligt i den aktuella situationen torde inte detta vara ett tillräckligt skydd för investerarna som kan ha stora problem att påvisa att insiderinformation inte använts vid återkallningen/ändringen. Ytterligare säkerhetsventiler torde behöva införas i art. 9 marknadsmissbruksförordningen för att verkligen motverka inlåsnings effekter.

Syftet med den nya bestämmelsen är som framgått ovan just att stävja missbruket av möjligheterna att av icke legitima anledningar ändra/återkalla ordrar som lagts efter man erhållit insiderinformationen. Detta syfte skulle kunna uppnås även efter införandet av nämnda säkerhetsventiler för legitima ageranden.

Att förbudet utvidgas till att även omfatta ändringar och återkallningar för således med sig både för- och nackdelar. Det bakomliggande syftet med införandet av regleringen är att stävja illegitima beteenden och öka förtroendet för värdepappersmarknaden¹⁷⁸. Eftersom man genom regleringen fångar upp sådana ageranden som befunnit sig i en gråzon ökar även förutsebarheten på marknaden. Vid en överblick torde även risken för att investerare illegitimt använder den nuvarande luckan i lagen för handel vara högre än en investerares risk att bli fastbunden av en lagd order.

4.8.3 Förvärv eller avyttring baserat på rekommendation eller råd

4.8.3.1 Rättsliga skillnader mellan den svenska insiderlagstiftningen och de nya rättsakterna samt dess rättsliga konsekvenser på den svenska insiderlagstiftningen

Enligt dagens regler i MmL kan de personer som följer ett råd som är grundat på insiderinformation som huvudregel inte dömas för insiderbrott, oavsett om de förstått att rådet var grundat på sådan information. Detta framgår direkt av lagtexten samt av det välkända avgörandet, Tivoxmålet¹⁷⁹, se ovan under rubrik 3.2.7.1. Argument har lyfts för att "Tivox-luckan" inte behöver täppas igen genom lagstiftning utan att det ska överlämnas till rättstillämparen att åtgärda genom skapandet av ny praxis. Som grund för detta anförs att rekvisitet insiderinformation skulle kunna utsträckas till att även omfatta sådan information man erhållit i form av råd/rekommendationer från andra då den aktuella informationen sammanfogas med övriga rådande omständigheter¹⁸⁰. Denna argumentation har dock inte riktigt fått något fäste, vilket t.ex. visar sig i utformningen av den nya marknadsmissbruksförordningen och det nya marknadsmissbruksdirektivet.

Som framgått ovan under rubrik 3.2.7.1 öppnar HD i Tivox-målet upp för möjligheten att även en person som enbart erhållit ett råd och inte någon direkt insiderinformation kan anses ansvarig för insiderbrott. Det krävs enligt HD att personen som erhållit rådet även vet om

¹⁷⁸ Skäl 2 i marknadsmissbruksförordningen och skäl 1 i marknadsmissbruksdirektivet

¹⁷⁹ NJA 2008 s. 292

¹⁸⁰ s. 59-62 Knuts, Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet

omständigheter av specifik natur som föranlett rådgivaren att lämna rådet. I och med en sådan kunskap hos mottagaren av rådet anses det som om personen fått insiderinformation. Det är dock, efter en analys av domen, svårt att fastställa vad som ska anses stipulera ett sådant ansvar. Värt att påpeka är att HD i det aktuella fallet inte ansåg att det rörde sig om insiderinformation. Tivox-luckan som HD skapat genom avgörandet inskränks således av domstolens eget resonemang. Exempel på situationer när undantag för Tivox-luckan kan vara aktuellt framgår inte av rättsfallet.¹⁸¹

Den nya förbudsbestämmelsen i marknadsmissbruksförordningen omfattar således även personer som följer ett råd eller en rekommendation om att förvärva eller avyttra finansiella instrument om personen i fråga "inser eller borde inse" att rådet är grundat på insiderinformation¹⁸². I det nya marknadsmissbruksdirektivet framgår det dock att det endast är när personen som erhåller rekommendationen "inser" att rekommendationen bygger på insiderinformation som ansvar kan uppkomma, d.v.s. inte "borde inse". I enlighet med direktivet har marknadsmissbruksutredningen lämnat ett lagförslag där endast rekvisitet "inser" tas med, d.v.s. man bortser från rekvisiten "borde inse" som stadgas i förordningen¹⁸³. Det finns således en diskrepans mellan förordningen och direktivet gällande den insikt personen ska ha haft. En person kan enligt marknadsmissbruksförordningen åläggas administrativa sanktionsavgifter om denne borde insett att rådet grundat sig på insiderinformation till skillnad från straffsanktionerna enligt marknadsmissbruksdirektivet där det krävs att personen insett att rekommendationen grundats på insiderinformation.

Som framgått ovan är rättsakternas utvidgning av handelsförbudet inte reglerad i dagens marknadsmissbrukslag. Den som har fått ett råd/rekommendation men inte själva insiderinformationen kan inte dömas för insiderbrott. Genom den nya förordningen kommer således den så kallade Tivox-luckan att upphöra. Det betyder att personer som erhållit råd byggda på insiderinformation utan att själva insiderinformationen lämnas men där personen i fråga vetat om eller borde vetat om att information grundat sig på sådan numera gör sig skyldiga till insiderhandel. Det räcker således med att personen bort inse att rekommendationen bygger på insiderinformation för att administrativt ansvar enligt förordningen ska uppkomma och full insikt för straffrättsligt ansvar enligt direktivet. Någon egentlig insiderinformation behöver personen inte erhålla. En person som erhållit en rekommendation eller ett råd kan dock

¹⁸¹ s. 390, Sjöblom, s. 667-668, Stattin

¹⁸² art. 8 p. 3 marknadsmissbruksförordningen

¹⁸³ SOU 2014:46 s. 389

inte ådömas ansvar för insiderbrott om han ej vetat eller borde vetat om att rekommendationen baserats på insiderinformation.

4.8.3.2 Övriga egna reflektioner

Med risk för att göra sig skyldig för insiderhandel kommer de nya reglerna främst att leda till en ökad försiktighet på marknaden vad gäller investeringar som bygger på att följa råd och rekommendationer från utomstående. Enligt de nya reglerna måste personen som fått rekommendationen veta om/eller i alla fall bort veta om att denna grundat sig på insiderinformation för att själv kunna åläggas ansvar för insiderhandel. Vad som ska anses menas med att en person vetat om/ bort veta om är ännu inte fastslaget. En sådan oklarhet i lagstiftningen kan komma att leda till en stor osäkerhet och en reducerad förutsebarhet vad gäller risken att göra sig skyldig för insiderhandel. Räcker det för en person som erhållit rekommendationen att enbart förlita sig på intrycket som rekommendationsgivaren gav vid ett aktuellt tillfälle eller måste personen aktivt fråga ut rekommendationsgivaren gällande informationens källa? Praxisavgöranden behövs för att fylla ut regleringen för när en person ska anses ha vetat eller bort vetat om att rådet baserats på insiderinformation. Som en konsekvens av de subjektiva rekvisiten uppstår även svårigheten att kunna bevisa att den personen som fått ett råd förstått att rådet var baserat på insiderinformation.

Konsekvensen kan således komma att bli att en person blir mer restriktiv i sitt användande av rekommendationer och råd, med risken för att annars anses insiderhandla. Dock torde en sådan uppstramning av reglerna kring att handla på andras rekommendationer innebära en mer sund handel där aktörerna inte längre kan kringgå reglerna genom att använda en tredje person. Förtroendet för marknaden torde även öka i och med ett införande av bestämmelsen, då möjligheten till informationsasymmetri reduceras. Rättsakterna utökar således det straffbara området i jämförelse med vad som gällt enligt MmL och Tivoxmålet har genom införandet av de nya rättsakterna spelat ut sin roll.

Införandet av regleringen medför dock inte enbart fördelar. En person som beslutat sig för att förvärva vissa finansiella instrument och som innan personen lägger ordern erhåller ett sådant råd eller en sådan rekommendation som beskrivs ovan kan således komma att bli låst att handla om han/hon bort inse eller insett att det rådet byggt på insiderinformation. Rädslan för att kunna hållas ansvarig för insiderhandel torde kunna hämma investeringsviljan på marknaden vad gäller affärer som tidigare varit fullt legitima. Rättsreglerna torde således skapa, inte bara ett ökat förtroende, utan även en ökad osäkerhet.

Den skyddsregel som finns för mottagaren av ett råd eller en rekommendation är att det är åklagaren som bär bevisbördan att påvisa att personen faktiskt vetat om att informationen utgjort insiderinformation, något som kan skapa vissa bevissvårigheter. Det är som sagt i dagsläget dock oklart när en person ska anses ha haft en sådan insikt.

4.8.4 Utnyttjar

4.8.4.1 Rättsliga skillnader mellan den svenska insiderlagstiftningen och de nya rättsakterna samt dess rättsliga konsekvenser på den svenska insiderlagstiftningen

Som framgått ovan under rubrik 3.2.8. finns det i dagens lagstiftning, MmL, inget uttryckligt utnyttjanderekvisit som stadgar att personen måste ha utnyttjat insiderinformationen för att kunna dömas till ansvar för insiderbrott (förfogandemodellen). Genom förhandsavgörandet "Spector Photo"¹⁸⁴ förtydligade dock EU-domstolen att det, oavsett om det uttryckligen framgår av medlemsländernas lagstiftning, underförstått ändå finns en utnyttjandepresumtion enligt MmD. Presumtionen innebär att om en person innehaft insiderinformation om ett visst finansiellt instrument och sedan handlar i detta instrument så har insiderinformationen utnyttjats. Denna presumtion måste enligt domstolens avgörande dock även kunna motbevisas. Som framgått ovan under rubrik 3.2.8.1. har det funnits två möjligheter för medlemsländerna att uppfylla MmD:s utnyttjandekrav, förfogandemodellen och utnyttjandemodellen.

I art. 8.1 marknadsmissbruksförordningen, som kommer bli svensk lag, har man valt att införa ett uttryckligt utnyttjanderekvisit (utnyttjandemodellen). Av skäl 24 i förordningen framgår det även att rekvisitet "utnyttjar" i art. 8 ska tolkas som en presumtion, d.v.s. att den som förfogat över insiderinformation även ska anses ha utnyttjat denna. Genom att i skälen till förordningen förtydliga detta knyts således den nya förordningen ihop med ovan nämnda förhandsavgörande gällande tolkningen av MmD.

Även i art. 3.2 marknadsmissbruksdirektivet stadgas ett uttryckligt utnyttjanderekvisit. Det är, som framgått ovan, direktivet som reglerar de straffrättsliga sanktionerna vad gäller marknadsmissbruksreglerna. Direktivet är inte direkt tillämpligt i Sverige utan ska implementeras in i svensk rätt. Direktivet är ett minimidirektiv där krav ställs på att

¹⁸⁴ Mål C-45/08 "Spector Photo Group NV och Chris Van Raemdonck mot Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)"

implementeringsåtgärderna ska uppnå en viss nivå. Sverige är således fritt att införa andra rekvisit i lagtexten än vad som stadgas i direktivet så länge utformningen skulle uppfylla direktivets krav och syfte.

Det har som sagt tidigare inte funnits något uttryckligt utnyttjanderekvisit i MmL. I SOU 2014:46 görs bedömningen, med beaktande av utnyttjandepresumtionen, att det även i fortsättningen inte ska finnas något sådant rekvisit vad gäller de straffrättsliga sanktionerna. Utredningen framhäver att ett sådant införande skulle kunna leda till stora bedömningssvårigheter och bevisvårigheter gällande straffbestämmelserna då det skulle innebära att bevisbördan för att ett sådant rekvisit är uppfyllt inte åvilar åklagaren. Istället skulle det vara upp till den anklagade att visa att rekvisitet inte är uppfyllt.¹⁸⁵ Resonemanget har även stöd i förarbetena till MmL vad gäller lagstiftningens utformning där det framgår att den motiverats av effektivitetsskäl¹⁸⁶. En lösning där ett rekvisit i lagtexten presumeras vara uppfyllt utan att åklagaren behöver bevisa detta är enligt utredningen ovanlig i svensk straffrätt¹⁸⁷.

Det kan således uppkomma en situation där marknadsmissbruksförordningen, vad gäller administrativa sanktioner, kommer att stadga ett uttryckligt utnyttjanderekvisit (utnyttjandemodellen) samtidigt som den svenska lagstiftningen, vad gäller straffrättsliga sanktioner, inte kommer att innefatta ett sådant uttryckligt rekvisit (förfogandemodellen).

Marknadsmissbruksutredningen väljer att förtydliga möjligheten att kunna motbevisa presumtionen att man utnyttjat insiderinformationen när man förfogat över sådan genom att uttryckligen införa en sådan möjlighet i 2 § MmL, utöver de legitima beteendena som redan stadgas i 5 § MmL. Även om den svenska lagstiftningen uttryckligen endast innehåller undantagskatalogen i 5 § så har det, som återges ovan under rubrik 3.2.8.1, genom Spector Photo fallet funnits en möjlighet att på andra sätt motbevisa utnyttjandepresumtionen. Som framgått ovan så är det endast ett otillbörligt utnyttjande som kan utgöra förbjuden insiderhandel. En person som utnyttjar insiderinformation har således två möjligheter att undgå ansvar för ett utnyttjande. Dels genom möjligheten till att bryta utnyttjandepresumtionen och dels genom undantagskatalogen i 5 §. Fokus ligger följaktligen på den anklagades möjligheter att bevisa att han inte utnyttjat informationen. Den anklagade har även bevisbördan för tillämpningen av undantagen i 5 §. Genom ett sådant genomförande av

¹⁸⁵ SOU 2014:46 s. 384

¹⁸⁶ prop. 2004/05:142, s. 59.

¹⁸⁷ SOU 2014:46 s. 380

marknadsmisbruksdirektivet anser utredningen att kraven i direktivet och i Spector Photo fallet uppnås. Genom att Spector Photo fallet införde en utnyttjandepresumtion över den insiderinformationen som en person innehar måste således även lagstiftningens utformning förändras för att korrelera med oskyldighetspresumtionen enligt art. 6 Europakonventionen. Några avsevärda skillnader föreligger således inte mellan nuvarande och kommande regler.¹⁸⁸

Av art. 9 i marknadsmisbruksförordningen framgår att vissa förfogande av insiderinformation ska anses vara legitima och då inte heller stipulera ansvar för insiderbrott. Sådana undantag från straffbestämmelserna görs, som framgått ovan, även idag i 5 § marknadsmisbrukslagen. Ett regelsystem med en uttömmande undantagskatalog där det enbart funnits en lista av undantag och ingen annan möjlighet att motbevisa ett utnyttjande kan utgöra en fara för rättsäkerheten. Detta eftersom eventuella nya fall som inte inkluderats i listan men där insiderinformation innehåfts och varit legitimt inte kunde motbevisas¹⁸⁹, d.v.s. undantagskatalogen riskerar att bli inflexibel¹⁹⁰. Som framgått ovan föreslås dock, i enlighet med Spector Photo fallet samt med marknadsmisbruksdirektivet, en möjlighet att motbevisa utnyttjandepresumtionen i lagtexten vilket begränsar risken med en sådan undantagskatalog.

Det är så kallade legitima beteenden som undantas från definitionen i art. 3.8 marknadsmisbruksdirektivet, som hänvisar till art. 9 marknadsmisbruksförordningen. Ett exempel finns i art 9.5 där det framgår att enbart det faktum att en person utnyttjar sin egen vetskap om att han eller hon har beslutat att förvärva eller avyttra finansiella instrument när personen i fråga gör ett förvärv eller en avyttring av de aktuella finansiella instrumenten, inte utgör utnyttjande av insiderinformation. Art 9.5 har således en stark koppling till ovan förda diskussion kring införandet av "har"-rekvisitet i insiderhandeln. Undantaget i art 9.5 måste finnas för att ett "har"-rekvisit ska kunna införas i den svenska lagstiftningen, se ovan under rubriken 4.8.1.1.

Det är dock viktigt att påpeka att i art. 9.6 i förordningen, som även direktivet hänvisar till i art. 3.8, framgår att trots om ett förfarande skulle innefattas av art. 9, d.v.s. som huvudregel anses som legitimt, kan det trots detta anses som icke-legitimt om en åklagare skulle kunna bevisa detta.

¹⁸⁸ s. 28, Landelius och Lycke

¹⁸⁹ SOU 2014:46 s. 383

¹⁹⁰ s. 57 f. Knuts, Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet

Utredningens förslag i SOU 2014:46 är att helt utmönstra undantagskatalogen i 5 § marknadsmissbrukslagen och istället hänvisa direkt till art. 9 marknadsmissbruksförordningen¹⁹¹. Detta för att uppnå en direktivnära lagstiftning som möjligt.

4.8.4.2 Övriga egna reflektioner

Ett införande av möjligheten för en anklagad att motbevisa ett utnyttjande skapar en trygghet och rättsäkerhet för personen ifråga, till skillnad mot dagens reglering. Som framhållits innan medför dock införandet av rätten att kunna motbevisa presumptionen ingen större skillnad mot dagens regler med hänvisning till Spector Photo avgörandet. Att införa art. 9 marknadsmissbruksförordningen i den svenska marknadsmissbrukslagstiftningen torde öka förutsebarheten på marknaden då undantagskatalogen utökas och på ett klarare sätt korrelerar med det nya direktivets och förordningens bestämmelser. Framförallt öppnar regleringen som sagt upp för ett införande av "har"-rekvisitet i svensk rätt.

Även om möjligheten att kunna motbevisa utnyttjandepresumtionen har funnits tidigare, se Spector Photo fallet, torde en uttrycklig möjlighet att kunna motbevisa ett utnyttjande öka marknadens integritet genom en förhöjd förutsebarhet och då även tryggheten.

Som framgått ovan under rubrik 4.8.1. så kommer ett införande av art. 9 i marknadsmissbruksförordningen i den svenska lagtexten att förhindra illegitima beteenden på värdepappersmarknaden, ageranden som utgjort hål i lagstiftningen. Genom regleringen stärks förtroendet för marknaden samt aktörernas vilja att investera eftersom risken till informationsasymmetri, där vissa personer kan utnyttja ett informationsövertag till nackdel/skada för övriga marknaden, minskar.

¹⁹¹ SOU 2014:46 s. 386

5 SLUTSATS

Som framgått av utredningen har en hel del förändringar skett på värdepappersmarknaden sedan 2003 då EU antog MmD. Nya handelsplattformar och handelstekniker har lett till att medlemsländernas lagstiftningar utvecklats olika och det har skapat en efterfrågan på ett mer moderniserat och mer unisont regelverk. Genom antagandet av en ny marknadsmissbruksförordning och ett nytt marknadsmissbruksdirektiv har EU försökt att besvara denna efterfrågan. Marknadsmissbruksförordningen reglerar administrativa sanktioner medan marknadsmissbruksdirektivet reglerar straffrättsliga sanktioner. Rättsakterna är bundna till varandra genom att hänvisningar sker i direktivet till förordningen vad gäller olika definitioner, d.v.s. innebörden av begreppen i rättsakterna är till stor del överensstämmande. Uppsatsens syfte och frågeställning har varit att utreda vilka de rättsliga *skillnaderna* är mellan gällande svensk insiderlagstiftning och marknadsmissbruksförordningen/ marknadsmissbruksdirektivet vad avser definitionerna "insiderinformation" och "insiderhandel", samt vilka rättsliga konsekvenser som dessa skillnader kommer att få i den svenska insiderlagstiftningen.

För det första kommer definitionen av insiderinformation revideras. I och med antagandet av MiFID II kommer antalet finansiella instrument som omfattas av de nya rättsakterna att öka. De nya rättsakterna medför att handel på så kallade OTF plattformar kommer att omfattas av den svenska regleringen. Att i lagstiftningen införa fler värdepapper som en konsekvens av marknadsutvecklingen är en självklarhet för att kunna bibehålla marknadens integritet samt förtroende.

Samtidigt införs begränsningen att det enbart är sådan information som en "förnuftig investerare sannolikt hade utnyttjat som en del av grunden för sitt investeringsbeslut" som kan anses utgöra insiderinformation. Rekvisitet klargör vad som ska anses utgöra en väsentlig påverkan på priset på ett finansiellt instrument, och då indirekt även vad som kan anses utgöra insiderinformation. Av genomförandedirektivet till MmD samt CESR:s riktlinjer framgår dock att denna begränsning redan funnits innan de nya rättsakterna antogs. Svensk rätt ska även tolkas i enlighet med genomförandedirektivet. Även om genomförandedirektivet samt riktlinjerna inte är bindande avseende de nya rättsakternas lydelse så torde inte de rättsliga skillnaderna och konsekvenserna av rekvisitets införande bli särskilt stor vad avser MmL och de nya rättsakterna då rekvisitet förnuftig investerare redan etablerats i tidigare nu tillämpade rättsakter. Då det än inte finns några sådana riktlinjer eller genomförandedirektiv vad gäller de nya rättsakterna är

det dock oklart vilken sorts information rekvisitet verkligen omfattar. Nya riktlinjer från ESMA samt ny rättspraxis som klargör begreppen är således att önska.

Genom de nya rättsakterna kommer ett uttryckligt krav ställas på att informationen måste vara av "specifik natur" för att kunna ses som insiderinformation. Även detta rekvisit har tillämpats i svensk rätt redan innan det infördes i de nya rättsakterna. Rekvisitet finns i nuvarande MmD dit även HD i det så kallade Tivox-målet har hänvisat och tagit in rekvisitet i sin bedömning vad gäller om en viss typ av information kunnat anses som insiderinformation. Rekvisitet har även klargjorts i genomförandedirektivet till MmD samt genom riktlinjer utgivna av CESR. Den rättsliga skillnaden mellan MmL och de nya rättsakterna torde därför inte bli avsevärd även om CESR:s riktlinjer avseende MmD inte är bindande beträffande de nya rättsakterna. Inte heller torde några större rättsliga konsekvenser uppstå genom införandet av ett sådant uttryckligt rekvisit.

Marknadsmisbruksförordningen och marknadsmisbruksdirektivet kommer även att påverka den svenska lagstiftningen avseende definitionen av "insiderbrott".

Enligt marknadsmisbruksförordningen, som gäller direkt som svensk rätt, kommer en person som "förfogat" över insiderinformation att kunna påföras administrativa sanktioner. Vad gäller de straffrättsliga sanktionerna, som regleras i marknadsmisbruksdirektivet och som ska implementeras i svensk rätt, kan information som en person redan "har" och inte enbart "får" komma att omfattas av insiderbrottsdefinitionen. Detta förslag har lämnats av Marknadsmisbruksutredningen, SOU 2014:46. Om förslaget kommer att genomföras beror på om den svenska lagstiftaren anser det vara behövligt och inte anser att syftet med direktivet kan uppnås på ett annat sätt än genom ett införande av ett "har"-rekvisit. Det under rubrik 4.8.1. förda resonemanget visar att utredningens förslag torde vara det alternativ som utgör den mest direktivnära tolkningen. Denna rättsliga skillnad för även med sig vissa rättsliga konsekvenser. Genom att ett "har"-rekvisit införs i lagstiftningen kommer handelsförbudet att utökas till att även omfatta sådan information som man redan har. Denna möjlighet begränsas av undantagskatalogen i art. 9 marknadsmisbruksförordningen samt den allmänna möjligheten att bryta utnyttjandepresumtionen, se Spector Photo-fallet. De ytterligare ågeranden som kommer att omfattas av ett införande av ett "har"-rekvisit är sådana som omfattar två moment, ett inom värdepappershandeln och ett utom. Det kan t.ex. röra sig om att personen förvärvar finansiella instrument i ett noterat bolag och dagen efter väljer att lägga en stor order avseende bolagets produkter/tjänster. Ett annat exempel är om personen i fråga skulle avyttra finansiella

instrument i det noterade bolaget för att sedan anhängiggöra ett skiljeförfarande. Egen tankeverksamhet och vetskap om det egna kommande agerandet kan dock aldrig leda till insiderbrott om det endast rör sig om förvärv/avyttringar på värdepappersmarknaden. Det är art. 9 i förordningen tillsammans med Spector Photo-fallet som möjliggör ett införande av "har"-rekvisitet i svensk rätt.

De nya rättsakterna medför ytterligare en rättslig skillnad genom att det införs förbudsbestämmelser om ändring och återkallelse av order. Denna bestämmelse har införts både i förordningen och direktivet. Rekvisitet torde även kräva en direkt implementering i lagstiftningen för att direktivets syfte ska uppfyllas. Den rättsliga konsekvensen av införandet blir att den "kritiska punkten" för när ett insiderbrott kan anses ha begåtts, flyttas framåt i tiden, från avyttring/förvärv till ändring/återkallelse av order. Genom införande av detta rekvisit utvidgas således handelsförbudet ytterligare. Situationen blir emellertid endast aktuell under tidsperioden mellan orderläggande och verkställighet av order vilket betyder att regeln till stor del endast kommer att drabba personer vars ordrar är av större volym.

En annan skillnad som rättsakterna skapar är att det inte enbart kommer att vara förbjudet att lämna en rekommendation som baseras på insiderinformation och som sedan leder till avyttring/förvärv. Det kommer även enligt direktivet att bli straffbart att avyttra/förvärva värdepapper grundat på en sådan rekommendation om personen som fått rekommendationen insett att den baserats på insiderinformation. Marknadsmisbruksförordningen går dock längre än direktivet och stadgar att det räcker med att personen som erhållit rekommendationen "borde insett" att den byggde på insiderinformation. Att bryta mot förordningen innebär som framgått att en administrativ sanktion kan påföras. Genom de nya rättsakterna täpps således den så kallade Tivox-luckan igen. Det har dock genom HD:s resonemang i Tivox-fallet funnits en möjlighet att anse att en person som erhållit en rekommendation och som sedan förvärvat/avyttrat aktuellt instrument gör sig skyldig till insiderbrott om övriga omständigheter varit av sådan specifik natur att han av rekommendationen kunnat dra slutsatser om effekterna på kursen på instrumentet, d.v.s. att rekommendationen kunnat anses utgöra insiderinformation. Den tillämpning HD öppnar upp för har aldrig använts. Genom rättsakterna klargörs även på ett tydligt sätt vilka subjektiva rekvisit, inse eller bort inse, som ska vara uppfyllda för att en person som agerar på en rekommendation ska göra sig skyldig för insiderhandel. Under vilka omständigheter de subjektiva rekvisiten ska anses uppfyllda framgår dock inte vilket torde skapa en viss osäkerhet på marknaden. Tydliga riktlinjer och utfyllande praxis är således att önska. Bestämmelsen kommer att skapa ett utvidgat handelsförbud

samtidigt som rådgivningsförbudet kvarstår orört. Möjligheten att ett förvärv/avyttring anses utgöra insiderhandel ökar således. Införandet av ett utvidgat handelsförbud torde sammantaget öka värdepappersmarknadens integritet. Reglerna kommer få konsekvensen att en person som erhållit ett råd kommer att vilja fråga ut rekommendationsgivaren för att få en förståelse för hur personen erhållit informationen för att på så sätt säkra sin goda tro/insikt. En allmänt ökad restriktivitet torde bli konsekvensen av införandet av de nya rekvisiten.

Ytterligare en förändring som rättsakterna skapar gäller förändringen av utnyttjandekravet. Utnyttjandet anses, efter Spector Photo-fallet, vara en presumtion. I svensk lagstiftning finns inget uttryckligt utnyttjanderekvisit utan istället anses det underförstått att en person utnyttjat insiderinformationen om handel skett i instrument som informationen rör, (förfogandemodellen). I marknadsmissbruksförordningen vad gäller de administrativa sanktionerna kommer denna förfogandemodell att bytas ut mot en utnyttjandemodell. Vad avser marknadsmissbruksdirektivet och de straffrättsliga sanktionerna anses det stå i strid med svenska straffrättsliga principer att införa ett utnyttjande-rekvisit i lagtexten där inte åklagaren bär bevisbördan för att rekvisitet är uppfyllt. Marknadsmissbruksutredningen föreslår därför att förfogandemodellen kvarstår i fråga om de straffrättsliga sanktionerna med den modifikation att det i lagtexten införs en uttrycklig möjlighet att kunna motbevisa utnyttjandepresumtionen. Undantagskatalogen i 5 § MmL föreslås bli ersatt med en direkt hänvisning till art. 9 i marknadsmissbruksförordningen för att på så sätt knyta an till införandet av "har"-rekvisitet. Det föreligger således en risk att svensk rätt i framtiden kommer att innehålla två olika modeller, en utnyttjandemodell avseende administrativa sanktioner och en förfogandemodell avseende straffrättsliga sanktioner, något som kommer leda till en skillnad i rättstillämpningen mellan de administrativa sanktionerna enligt förordningen och de straffrättsliga sanktionerna enligt MmL.

Den generella slutsatsen som kan dras av ovanstående uppsats är således att den svenska marknadsmissbrukslagstiftningen kommer att stramas åt i och med antagandet av marknadsmissbruksförordningen och marknadsmissbruksdirektivet. Skillnaden mot nuvarande MmL kommer emellertid inte bli alltför stor i och med att Sverige legat i framkant inom EU vad gäller att hålla regelverket aktuellt. Skillnaden torde dock bli större i andra medlemsländer. En nackdel med de nya rättsakterna är att rättspraxis och tolkningen av den inte längre kommer att vara användbar med hänsyn till de nya rekvisiten som införs i marknadsmissbruksförordningen och dit marknadsmissbruksdirektivet hänvisar. Medlemsländerna kommer istället i avvaktan på ny rättspraxis att få hämta ledning i ESMA:s

icke bindande riktlinjer för hur rekvisiten ska tolkas. Det är antagligen genom medlemsländernas begäran om förhandsbesked som EU-domstolen genom sina avgöranden kommer att skapa en rättspraxis byggd på de nya rättsakterna. Det är ett komplext sakområde som kontinuerligt förändras vilket betyder att även lagstiftningen måste göra detta. I och med införandet av de nya rättsakterna har tidigare luckor i regleringen täppts igen och EU-regleringen ligger därmed i fas med samhällets utveckling. Målsättningen att höja integriteten på värdepappersmarknaden och samtidigt öka förutsebarheten och investerarnas förtroende får således anses uppnått.

6 KÄLLFÖRTECKNING

Lagtext

Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument

Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument

Lagen (2007:528) om Värdepappersmarknaden

Aktiebolagslagen (2005:551)

Lagen (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument

Brottsbalken (1962:700)

Svenska förordningar

Förordningen (2007:972) med instruktion för ekobrottsmyndigheten

EU-rättsliga källor

Fördraget om Europeiska unionen och fördraget om Europeiska unionens funktionssätt, 2012/C 326/01

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordning) och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG Text av betydelse för EES

Europaparlamentets och rådets direktiv nr 2014/57/EU av den 16 april 2014 om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk (marknadsmissbruksdirektiv)

Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk)

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

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

Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk), KOM/2011/0651 slutlig - 2011/0295 (COD)

Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om straffrättsliga påföljder för insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan, KOM/2011/0654 slutlig - 2011/0297 (COD)

Europaparlamentets och Rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG

Europakommissionen, Public Consultation on a revision of the market abuse directive (MAD), 25 juni 2010

Doktrin

Af Sandeberg, Catarina, *Marknadsmisbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, 1:a uppl., Iustus Förlag, Uppsala, 2002
(Citeras: af Sandeberg m.fl.)

Elofsson, Sigurd, Engstedt, Robert, Falck, Mattias, Ljung Fredrik, *Insiderinformation: Hantering och kontroll*, 1:a uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2013
(Citeras: Elofsson m.fl.)

Samuelsson, Per, Afrell, Lars, Cavallin, Samuel, Sjöblom, Nils, *Lagen om marknadsmisbruk och lagen om anmälningsskyldighet, En kommentar*, 1. uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2005.
(Citeras: Samuelsson m.fl.)

Sevenius, Robert, Örtengren, Torsten (red.), *Börsrätt*, 3:e uppl., Studentlitteratur, Lund, 2012.
(Citeras: Sevenius, Örtengren)

Lycke, Johan, *Marknadsmisbruk på svenska v. EU:s rättsakter*, En vänskrift till Johan Munck, Jure, Stockholm, 2013
(Citeras: Lycke)

Offentliga tryck

SOU 2014:46 - Marknadsmisbruk II

SOU 2004:69 - Marknadsmisbruk

SOU 1994:68 - Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor

Prop. 1990/91:42 - Om insiderhandel

Prop. 1984/85:157 - Med förslag till lag om värdepappersmarknaden

Prop. 1985/86:23 - om ändring i brottsbalken m.m. (företagsbot)

Prop. 2004/05:142 - Marknadsmisbruk

Prop. 1999/2000:109 - Ny insiderlagstiftning, m.m.

Europeiska unionens officiella tidning, L 173, 12 juni 2014, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/?uri=OJ:L:2014:173:TOC>

Artiklar

Afrell, Lars, Back, Katarina, *Lamfalussymodellen – en ny lagstiftningsprocess inom EU*, Europarättslig tidskrift, Nr 3 2005, Årgång 8
(Citeras: Afrell m.fl.)

Brandberg, Ulrika, Knutson, Tom, *Svårt att fälla ekobrottslingar*, Advokaten, 2011, nr 2 årgång 77.
(Citeras: Brandberg, Knutsson)

Kersting, Christian, *Insider Dealing and Ad Hoc Disclosure Requirements in the New EU Market Abuse Regulation*, Banking & Financial Services Policy Report, volym 33, nummer 1, januari 2014
(Citeras: Kersting)

Knuts, Mårten, *Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet*, Finansmarknadskommitténs Rapport nr 9, december 2011.
(Citeras: Knuts, Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet)

Knuts, Mårten, *Insiderhandelsförbudet i Norden – efter Spector-avgörandet*, Juridisk Tidskrift, Nr 3 2010/11
(Citeras: Knuts, Insiderhandelsförbudet i Norden – efter Spector-avgörandet)

Landelius, Gustav, Lycke, Johan, *Nya föreslagna EU-regler om marknadsmissbruk*, Ny Juridik 3:2012, 3:e upplagan, 2012.
(Citeras: Landelius, Lycke)

Munck, Johan, *Rättskällor förr och nu*, Juridisk Publikation, Särtryck ur Jubileumsnummer 2014
(Citeras: Munck)

Vassilios D. Tountopoulos, *Market Abuse and Private Enforcement*, *European Company and Financial Law Review*, volym 11, nummer 3, oktober 2014
(Citeras: Vassilios)

Sjöblom, Nils, *Insiderbrott - några anteckningar i anslutning till senare års praxis*, svensk juristtidning, SvJT 2012 s. 384
(Citeras: Sjöblom)

Sjöman, Erik, *Marknadsmissbruksdirektivets utnyttjanderekvisit*, Juridisk Tidskrift, Nr 3 2009/10
(Citeras: Sjöman)

Stattin, Daniel, *Något om begreppet insiderinformation*, Juridisk tidskrift, Nr 3 2008/09
(Citeras: Stattin)

Rapporter

Den svenska finansmarknaden 2014, Sveriges Riksbank,

http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Finansmarknaden/2014/rap_finansm_140829_sve.pdf

Ekobrottsmyndighetens årsredovisning 2012, Ekobrottsmyndigheten,

<http://www.ekobrottsmyndigheten.se/Documents/Årsredovisningar/Årsredovisning%202013.pdf>

Ekobrottsmyndighetens årsredovisning 2013, Ekobrottsmyndigheten,

<http://www.ekobrottsmyndigheten.se/Documents/Årsredovisningar/EBM%20årsredovisning%202012.pdf>

Övriga källor

Svenska fondhandlareföreningens remissyttrande avseende SOU 2014:46, 10 november 2014

Advokatsamfundets remissyttrande R-2014/1085, 4 november 2014

"Market Abuse Directive - Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market", Ref: CESR/06-562b, The committee of European Securities Regulators, (CESR), juli 2007

Europeiska kommissionen, memo, Directive on criminal sanctions for market abuse – Frequently Asked Questions, Brussels, 4 February 2014, http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-78_en.htm?locale=en

Europeiska kommissionen, memo, "European Parliament's endorsement of the political agreement on Market Abuse Regulation", Bryssel, 10 september 2013, http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-774_en.htm

Europeiska kommissionen, pressmeddelande, "Hårda tag mot insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan", Bryssel 20 oktober 2011, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-1217_sv.htm

7 RÄTTSFALLSFÖRTECKNING

Högsta domstolen

NJA 2008 s. 292

NJA II 1942 s. 423

NJA 1994 s. 404

Hovrätterna

Mål nr. B 10277-13, Svea Hovrätt

Mål nr. B 6037-08, Svea Hovrätt

RH 2009:29, Svea hovrätt

Mål B 7956-07, Svea hovrätt

EU-domstolen

Mål C-45/08 - "Spector Photo Group NV och Chris Van Raemdonck mot Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)"

Mål C-628/13: Begäran om förhandsavgörande framställd la Cour de cassation (Frankrike) den 2 december 2013 — Jean-Bernard Lafonta mot Autorité des marchés financiers

Mål C-391/04 - Georgakis

BILAGA 1

Marknadsmisbruksförordningen (nr. 596/2014)

Artikel 7

1. I denna förordning avses med insiderinformation följande typer av information:

a) Information av specifik natur som inte har offentliggjorts, som direkt eller indirekt rör en eller flera emittenter eller ett eller flera finansiella instrument och som, om den offentliggjordes, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade finansiella derivatinstrument.

b) När det gäller råvaruderivat: information av specifik natur som inte har offentliggjorts, som direkt eller indirekt rör ett eller flera sådana derivat eller som direkt rör relaterade spotavtal avseende råvaror och som, om den offentliggjordes, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på dessa derivat eller relaterade spotavtal avseende råvaror och där detta är information som rimligen kan förväntas offentliggöras eller som ska offentliggöras i enlighet med lagar och andra bestämmelser på unionsnivå eller nationell nivå, marknadsregler, standardavtal, praxis eller sedvänja, på de relevanta råvaruderivatens marknader eller spotmarknaderna.

c) När det gäller utsläppsrätter eller auktionerade produkter baserade på sådana: information av specifik natur som inte har offentliggjorts, som direkt eller indirekt rör ett eller flera sådana instrument och som, om den offentliggjordes, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på sådana instrument eller på priset på relaterade finansiella derivatinstrument.

d) För personer som har som uppgift att genomföra handelsorder avseende finansiella instrument ska med insiderinformation även avses information som lämnats av en uppdragsgivare och rör dennes ännu ej genomförda handelsorder avseende finansiella instrument, som är av specifik natur, som direkt eller indirekt rör en eller flera emittenter eller ett eller flera finansiella instrument och som, om informationen offentliggjordes, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument, på priset på relaterade spotavtal avseende råvaror eller på priset på relaterade finansiella derivatinstrument.

2. Vid tillämpning av punkt 1 ska information anses vara av specifik natur om den anger omständigheter som föreligger eller rimligtvis kan komma att föreligga eller en händelse som har inträffat eller som rimligtvis kan förväntas inträffa och om denna information är tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på priserna på finansiella instrument eller på relaterade finansiella derivatinstrument, på relaterade spotavtal avseende råvaror eller på auktionerade produkter baserade på utsläppsrätter. I fråga om en över tiden pågående process som syftar till att förverkliga, eller som resulterar i, vissa omständigheter eller en händelse, kan i detta

hänseende de framtida omständigheterna eller den framtida händelsen och även de mellanliggande stegen i den processen som är knutna till förverkligandet av de framtida omständigheterna eller den framtida händelsen anses vara specifik information.

3. Ett mellanliggande steg i en över tiden pågående process ska anses vara insiderinformation om den i sig uppfyller de kriterier för insiderinformation som avses i denna artikel.

4. Vid tillämpning av punkt 1 ska information som, om den offentliggjordes, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på finansiella instrument, finansiella derivatinstrument, på relaterade spotavtal avseende råvaror eller på auktionerade produkter baserade på utsläppsrätter avse information som en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut. När det gäller deltagare på marknaden för utsläppsrätter med samlade utsläpp eller en installerad tillförd effekt på eller under den tröskel som fastställts i enlighet med artikel 17.2 andra stycket, ska information om deras fysiska verksamhet inte anses ha en väsentlig inverkan på priset på utsläppsrätter, på auktionerade produkter baserade på utsläppsrätter eller på finansiella derivatinstrument.

5. Esmas ska utfärda riktlinjer för att upprätta en icke uttömmande förteckning över uppgifter som rimligen kan förväntas eller som måste offentliggöras i enlighet med lagar och andra bestämmelser på unionsnivå eller i nationell rätt, marknadsregler, avtal, praxis eller sedvänja, om de relevanta råvaruderivatmarknaderna eller spotmarknaderna som avses i punkt 1 b. Esmas ska ta vederbörlig hänsyn till de marknadernas särdrag.

Artikel 8

Insiderhandel

1. Vid tillämpningen av denna förordning anses insiderhandel föreligga när en person förfogar över insiderinformation och utnyttjar denna genom att för egen eller annans räkning, direkt eller indirekt, förvärva eller avyttra finansiella instrument som denna information rör. Att utnyttja insiderinformation genom att återkalla eller ändra en handelsorder som avser ett finansiellt instrument som informationen rör om handelsordern lades innan personen fick tillgång till insiderinformationen, ska också anses vara insiderhandel. I fråga om sådana auktioner för utsläppsrätter eller andra auktionerade produkter baserade på utsläppsrätter som hålls enligt förordning (EU) nr 1031/2010 ska utnyttjande av insiderinformation också inbegripa en persons läggande, ändring eller tillbakadragande av ett bud för sin egen eller någon annans räkning.

2. Att rekommendera eller förmå en annan person att ägna sig åt insiderhandel är vid tillämpningen av den här förordningen en situation som uppstår om personen förfogar över insiderinformation och

a) rekommenderar på grundval av den informationen, att en annan person förvärvar eller avyttrar finansiella instrument

som den informationen rör, eller förmår denna person att göra ett sådant förvärv eller avyttring, eller

b) rekommenderar på grundval av den informationen, att en annan person återkallar eller ändrar en handelsorder avseende ett finansiellt instrument som den informationen rör, eller förmår denna person att göra en sådan återkallelse eller en sådan ändring.

3. Utnyttjandet av de rekommendationer eller uppmaningar som avses i punkt 2 utgör insiderhandel i denna artikels mening när personen som använder rekommendationen eller uppmaningen inser eller borde inse att det bygger på insiderinformation.

4. Denna artikel ska tillämpas på varje person som förfogar över insiderinformation till följd av att den personen

- a) är medlem av emittentens administrations-, lednings- eller kontrollorgan eller av administrations-, lednings- eller kontrollorgan för deltagare på marknaden för utsläppsrätter,
- b) har aktieinnehav i emittenten,
- c) har tillgång till informationen genom fullgörande av tjänst, verksamhet eller åligganden, eller
- d) ägnar sig åt kriminell verksamhet.

Denna artikel är även tillämplig på alla personer som förfogar över insiderinformation under andra omständigheter än de som avses i första stycket om denna person inser eller borde ha insett att det rör sig om insiderinformation

5. När det rör sig om en juridisk person, är denna artikel även tillämplig, i enlighet med nationell rätt, på de fysiska personer som deltar i beslutet att genomföra förvärvet eller avyttringen eller återkallelsen eller ändringen av en handelsorder för den juridiska personens räkning.

Artikel 9

Legitimt beteende

1. Vid tillämpningen av artiklarna 8 och 14 ska enbart det faktum att en juridisk person förfogar eller har förfogat över insiderinformation inte anses innebära att den personen har utnyttjat den informationen och därmed har ägnat sig åt insiderhandel på grundval av ett förvärv eller en avyttring, om den juridiska personen
 - a. har infört, tillämpat och upprätthållit adekvata och effektiva interna system och förfaranden som effektivt säkerställer att varken den fysiska person som på den juridiska personens vägnar fattade beslutet att förvärva eller avyttra finansiella instrument som informationen rör, eller någon annan fysisk person som kan ha haft möjlighet att påverka detta beslut, förfogade över insiderinformation, och
 - b. inte har uppmantrat, rekommenderat, förmått eller på annat sätt påverkat den fysiska person som på den juridiska personens vägnar fattade beslutet att förvärva eller avyttra finansiella instrument som informationen rör.

2. Vid tillämpningen av artiklarna 8 och 14 ska enbart det faktum att en person förfogar över insiderinformation inte anses innebära att den personen har utnyttjat den informationen och därmed har ägnat sig åt insiderhandel på grundval av ett förvärv eller en avyttring, om den personen
 - a. för det finansiella instrument som informationen rör är en marknadsgarant eller en person auktoriserad att agera som en motpart och förvärvet eller avyttringen av finansiella instrument som informationen rör görs på ett legitimt sätt som ett normalt led i fullgörandet av dess uppgift som marknadsgarant eller motpart för detta finansiella instrument, eller
 - b. är auktoriserad att utföra handelsorder på tredje parts vägnar och förvärvet eller avyttringen av de finansiella instrument som omfattas av handelsordern görs för att utföra en sådan handelsorder på ett legitimt sätt som ett normalt led i fullgörande av den personens tjänst, verksamhet eller åligganden.
3. Vid tillämpningen av artiklarna 8 och 14 ska enbart det faktum att en person förfogar över insiderinformation inte anses innebära att den personen har utnyttjat den informationen och därmed har ägnat sig åt insiderhandel på grundval av ett förvärv eller en avyttring, om den personen utför en transaktion för att förvärva eller avyttra finansiella instrument, och denna transaktion utförs för att i god tro uppfylla ett åtagande som har förfallit och inte för att kringgå förbudet mot insiderhandel, och
 - a. detta åtagande följer av en handelsorder som lagts eller ett avtal som ingåtts innan personen i fråga förfogade över insiderinformation, eller
 - b. detta åtagande görs för att uppfylla sådana skyldigheter i lagstiftning eller bestämmelser som uppstod innan personen i fråga förfogade över insiderinformationen
4. Vid tillämpningen av artiklarna 8 och 14 ska enbart det faktum att en person förfogar över insiderinformation inte anses innebära att den personen har utnyttjat den informationen eller därmed har ägnat sig åt insiderhandel när en sådan person har fått den insiderinformationen i samband med genomförandet av ett offentligt uppköpserbjudande eller fusion med ett företag och använt den insiderinformationen endast i syfte att förverkliga denna fusion eller detta uppköp, förutsatt att vid den tidpunkt då företagets aktieägare godkänner fusionen eller uppköpserbjudandet all eventuell insiderinformation har offentliggjorts eller att sådan information på annat sätt har upphört att utgöra insiderinformation.

Denna punkt ska inte tillämpas på positionsbyggande.
5. Vid tillämpningen av artiklarna 8 och 14 ska enbart det faktum att en person utnyttjar sin egen vetskap om att han eller hon har beslutat att förvärva eller avyttra finansiella instrument i samband med förvärv eller avyttring av de finansiella instrumenten, inte utgöra utnyttjande av insiderinformation.
6. Utan hinder av punkterna 1–5 i denna artikel kan en överträdelse av förbudet mot insiderhandel enligt artikel 14 trots allt anses ha begåtts om den behöriga myndigheten

påvisar att det fanns ett icke-legitimt skäl till dessa handelsorder, transaktioner eller beteenden.

Artikel 14

Förbud mot insiderhandel och olagligt röjande av information

En person får inte

- a) Ägna sig åt eller försöka ägna sig åt insiderhandel,
- b) Rekommendera att någon annan person ägnar sig åt insiderhandel eller förmår någon annan person att ägna sig åt insiderhandel, eller
- c) Olagligen röja insiderinformation.

BILAGA 2

Marknadsmisbruksdirektivet (2014/57/EU)

Artikel 3

Insiderhandel samt att rekommendera eller förmå en annan person att ägna sig åt insiderhandel

1. Medlemsstaterna ska vidta de åtgärder som krävs för att se till att insiderhandel, att rekommendera eller förmå en annan person att ägna sig åt insiderhandel som avses i punkterna 2–8 utgör straffbara handlingar, åtminstone i allvarliga fall och när de begås med uppsåt.

2. I detta direktiv anses insiderhandel föreligga när en person som förfogar över insiderinformation direkt eller indirekt utnyttjar denna för att, för egen eller annans räkning, förvärva eller avyttra finansiella instrument som den informationen gäller.

3. Denna artikel är tillämplig på varje person som förfogar över insiderinformation till följd av att den personen

- a) är medlem av emittentens administrations-, lednings- eller kontrollorgan, eller av administrations-, lednings- eller kontrollorgan för deltagare på marknaden för utsläppshandel,
- b) har aktieinnehav i emittenten eller i deltagare på marknaden för utsläppshandel,
- c) har tillgång till informationen genom fullgörandet av tjänst, verksamhet eller åligganden, eller
- d) är inblandad i kriminell verksamhet.

Denna artikel är även tillämplig på varje person som har erhållit insiderinformation under andra omständigheter än vad som nämns i första stycket, om denna person inser att det rör sig om insiderinformation.

4. Att utnyttja insiderinformation genom att återkalla eller ändra en handelsorder som avser ett finansiellt instrument som informationen rör, när handelsordern lades innan personen fick tillgång till insiderinformationen, ska också anses vara insiderhandel.

5. När det gäller auktioner för utsläppsrätter eller andra auktionerade produkter baserade på utsläppsrätter som hålls enligt förordning (EU) nr 1031/2010 ska utnyttjandet av insiderinformation enligt punkt 4 i denna artikel också inbegripa en persons läggande, ändring eller tillbakadragande av ett bud för egen eller annans räkning.

6. Att rekommendera eller förmå en annan person att ägna sig åt insiderhandel är vid tillämpningen av detta direktiv en situation som uppstår när en person förfogar över insiderinformation och

a) rekommenderar, på grundval av den informationen, en annan person att förvärva eller avyttra finansiella instrument som den informationen rör, eller förmår denna person att göra ett sådant förvärv eller en sådan avyttring, eller

b) rekommenderar, på grundval av den informationen, en annan person att återkalla eller ändra en handelsorder avseende ett finansiellt instrument som den informationen rör, eller förmår denna person att göra en sådan återkallelse eller en sådan ändring.

7. Utnyttjandet av de rekommendationer eller de uppmaningar som avses i punkt 6 utgör insiderhandel när den person som utnyttjar rekommendationen eller uppmaningen inser att det bygger på insiderinformation.

8. Vid tillämpningen av denna artikel ska det inte bedömas utifrån enbart det faktum att en person förfogar eller har förfogat över insiderinformation som så att den personen utnyttjat den informationen och därmed har ägnat sig åt insiderhandel vid förvärv eller avyttring om personens beteende kan anses utgöra legitimt beteende enligt artikel 9 i förordning (EU) nr 596/2014.

BILAGA 3

1 kap 4 § Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden

I denna lag betyder

- 1) finansiella instrument: överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, fondandelar och finansiella derivatinstrument,
- 2) överlåtbara värdepapper: sådana värdepapper utom betalningsmedel som kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden, till exempel:
 - a. aktier i aktiebolag och motsvarande andelsrätter i andra typer av företag samt depåbevis för aktier,
 - b. obligationer och andra skuldförbindelser inklusive depåbevis för sådana värdepapper, och
 - c. andra värdepapper som ger rätt att överlåta eller förvärva sådana överlåtbara värdepapper som anges i a och b, eller som resulterar i en kontantavveckling som beräknas utifrån kurser på överlåtbara värdepapper, valutor, räntor eller avkastningar, råvaror eller andra index eller mått,
- 3) penningmarknadsinstrument: statsskuldväxlar, inlåningsbevis, företagscertifikat och andra instrument som normalt omsätts på penningmarknaden, dock inte betalningsmedel,
- 4) fondandelar: andelar i värdepappersfonder, fondföretag, alternativa investeringsfonder och andra företag för kollektiva investeringar,
- 5) finansiella derivatinstrument: sådana derivatinstrument som kan hänföras till någon av följande kategorier:
 - a. optioner, terminskontrakt, swappar, räntesäkringsavtal och varje annat derivatkontrakt som avser värdepapper, valutor, räntor eller avkastningar, eller andra derivatinstrument, finansiella index eller finansiella mått som kan avvecklas fysiskt eller kontant,
 - b. optioner, terminskontrakt, swappar, räntesäkringsavtal och varje annat derivatkontrakt som avser råvaror, som måste avvecklas kontant eller kan avvecklas kontant på en av parternas begäran, på grund av ett annat skäl än utebliven betalning eller någon annan händelse som leder till att kontraktet upphör,

- c. optioner, terminskontrakt, swappar och varje annat derivatkontrakt som avser råvaror som kan avvecklas fysiskt förutsatt att de handlas på en reglerad marknad eller en handelsplattform,
- d. optioner, terminskontrakt, swappar, terminskontrakt som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES (forwards) och varje annat derivatkontrakt som
 - i. avser råvaror,
 - ii. kan avvecklas fysiskt,
 - iii. inte omnämns i c och som inte är för kommersiella ändamål, och
 - iv. som anses ha egenskaper som andra derivat avseende finansiella instrument, med utgångspunkt från bland annat om clearing och avveckling sker via erkända system för clearing eller om de är föremål för regelmässiga marginalsäkerhetskrav,
- e. derivatinstrument för överföring av kreditrisk,
- f. finansiella kontrakt avseende prisdifferenser,
- g. optioner, terminskontrakt, swappar, räntesäkringsavtal och varje annat derivatkontrakt som avser klimatvariationer, fraktavgifter, utsläppsrätter eller inflationstakten eller någon annan officiell ekonomisk statistik, som måste avvecklas kontant eller kan avvecklas kontant på en av parternas begäran, på grund av ett annat skäl än utebliven betalning eller någon annan händelse som leder till att kontraktet upphör, samt varje annat derivatkontrakt som
 - i. avser tillgångar, rättigheter, skyldigheter, index och åtgärder som inte tidigare omnämnts i denna punkt, och
 - ii. anses ha egenskaper som andra derivat avseende finansiella instrument, med utgångspunkt från bland annat om det handlas på en reglerad marknad eller en handelsplattform, om clearing och avveckling sker via erkända system för clearing eller om de är föremål för regelmässiga marginalsäkerhetskrav.

Ytterligare bestämmelser om vilka derivatinstrument som omfattas av första stycket 5 d och g finns i artiklarna 38 och 39 i genomförandeförordningen. Lag (2013:579).

BILAGA 4

Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument

1 § I denna lag förstås med

1. insiderinformation: information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument,
2. handel på värdepappersmarknaden: handel på en reglerad marknad eller någon annan organiserad marknadsplats eller handel med eller genom någon som yrkesmässigt bedriver sådan verksamhet som avses i 2 kap. 1 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden,
3. finansiellt instrument: det som anges i 1 kap. 4 § första stycket 1 lagen om värdepappersmarknaden, och
4. reglerad marknad: det som anges i 1 kap. 5 § 20 lagen om värdepappersmarknaden. Lag (2007:564).

2 § Den som får insiderinformation och som för egen eller någon annans räkning, genom handel på värdepappersmarknaden, förvärvar eller avyttrar sådana finansiella instrument som informationen rör döms för insiderbrott till fängelse i högst två år. Detsamma skall gälla den som får insiderinformation och som med råd eller på annat sådant sätt föranleder någon annan att förvärva eller avyttra finansiella instrument som informationen rör genom handel på värdepappersmarknaden. Är brott som avses i första stycket ringa, döms för insiderförseelse till böter eller fängelse i högst sex månader. Är brottet med hänsyn till affärens omfattning och övriga omständigheter grovt, döms för grovt insiderbrott till fängelse i lägst sex månader och högst fyra år. Första och andra styckena tillämpas också på den som har insiderinformation som består i vetskap om egen brottslig verksamhet.

5 § Trots bestämmelserna i 2-4 §§ får

1. befattningshavare hos företag som driver värdepappersrörelse med stöd av 2 kap. 1 § eller 4 kap. 1 eller 2 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden fullgöra uppdrag som lämnats företaget att förvärva eller avyttra finansiella instrument samt, utan att använda insiderinformation, fullgöra verksamhet som följer av avtal om att upprätthålla en marknad i ett eller flera finansiella instrument eller att fullgöra uppdrag om rådgivning eller förvaltning,
2. finansiellt instrument förvärvas när insiderinformationen är ägnad att sänka priset på instrumentet och avyttras när informationen är ägnad att höja priset på instrumentet,

3. uppgifter fullgörs som någon har på grund av vad som föreskrivits i lag eller annan författning,
4. aktier i ett aktiebolag eller ett europabolag förvärvas för en fysisk eller juridisk persons räkning, om insiderinformationen endast utgörs av information om en åtgärd som syftar till och är ägnad att leda till ett offentligt erbjudande av den personen till en vidare krets om förvärv av aktier i bolaget,
5. den som innehar en option som har ett ekonomiskt värde vid löptidens slut avyttra optionen eller utnyttja den enligt dess villkor,
6. den som utfärdar en option i samband med lösen avyttra eller förvärva den underliggande tillgång som optionen avser,
7. ingångna terminskontrakt fullgörs på slutdagen,
8. den som innehar en tilldelad emissionsrätt eller inlösenrätt som har ett ekonomiskt värde avyttra rätten eller utnyttja den enligt dess villkor,
9. andra finansiella instrument än aktier förvärvas eller avyttras, om förvärvet eller avyttringen sker utan att insiderinformation används. Det som föreskrivs om aktie i första stycket 4 och 9 skall också tillämpas på aktierelaterade finansiella instrument såsom teckningsrätt, interimbevis, optionsbevis, konvertibelt skuldebrev, skuldebrev förenat med optionsrätt till nyteckning, vinstandelsbevis, aktieoption och aktietermin. Lag (2007:564).

Allmän information

Jag, Henrik Nording, registrerades på kursen första gången HT14. Jag har inte omregistrerats och inte heller deltagit i något tidigare examinationstillfälle.