

Marknadsmissbruk (insiderbrott och otillbörlig marknadspåverkan m.m.)

Reglernas syfte

Marknadsmissbruk kan indelas i insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan. I vetenskaplig litteraturen diskuteras för- och nackdelar med förbud mot insiderhandel (och i viss mån otillbörlig marknadspåverkan); för en översikt se t. ex. Bainbridge (2000).¹

Sammantaget finns det ekonomiska argument både för och emot förbud mot insiderhandel. Många anser dock att det moraliska argumentet – att ingen ska kunna göra vinster baserat på tillgång till information som ingen annan har tillgång till – ensamt utgör grund för ett förbud. Även om en så renodlad ståndpunkt inte kommer till uttryck i EU:s marknadsmissbruksdirektiv (som ligger till grund för dagens svenska bestämmelser), har upphovsmännen uppenbarligen påverkats av synsättet. Mot den bakgrunden har de flesta länder inför förbud mot både insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan.

Nya och förändrade regler från den 1 juli 2005

En rad nya och förändrade regler om insiderbrott och otillbörlig marknadspåverkan trädde i kraft i Sverige den 1 juli 2005. Ändringarna har föranletts av marknadsmissbruksdirektivet² – ett av de direktiv som genomförts enligt den s.k. Lamfalussymodellen. Kommissionen har med stöd av marknadsmissbruksdirektivet antagit tre genomförandedirektiv och en förordning som innehåller mer detaljerade

¹ Bainbridge, S. M., (2000), Insider Trading, in Encyclopedia of Law and Economics, Volume III. The Regulation of Contracts, Bouckaert, B. and G. De Geest, (eds.), Edward Elgar. Cheltenham, <http://encyclo.findlaw.com/5650book.pdf>.

² Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk)

bestämmelser och definitioner. I Sverige har ändringarna införts dels genom en ny lag: lagen (2005:377) om marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (marknadsmissbrukslagen), dels genom ändringar av en del befintliga lagar.³ Förändringarna innebär bl.a. vissa revideringar av vad som är insiderbrott och otillbörlig marknadspåverkan. Bland nyheterna finns bl.a:

- rapporteringskyldighet av transaktioner som kan misstänkas vara marknadsmissbruk
- skyldighet för noterade bolag att föra en förteckning över anställda och uppdragstagare som har tillgång till insiderinformation
- nya bestämmelser för att presentera analyser rättvist och redogöra för intressekonflikter.

Insiderbrotten

Inledning

Med insiderhandel avses att en person köper eller säljer finansiella instrument och därvid utnyttjar sin kännedom om ett förhållande som inte är allmänt känt – och som skulle påverka kursen på de finansiella instrumenten om den blev offentlig. Informationen kan gälla vilken omständighet som helst som är kurspåverkande. Den agerande kan vara vilken person som helst som har kännedom om en sådan omständighet. Det krävs således inget samband mellan den som ägnar sig åt insiderhandel och bolaget vars aktier han handlar med. För att förhindra att insiderhandel förekommer är det enligt marknadsmissbrukslagen förbjudet, dels att handla på s.k. insiderinformation, dels att röja insiderinformation. En gemensam förutsättning för båda brotten är att det är fråga om insiderinformation.

³ Se t.ex. lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument (anmälningsskyldighetslagen) och lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (handelslagen).

"Insiderinformation" i lagens mening

Enligt lagtexten avses med begreppet *insiderinformation* information om en icke offentliggjord, eller icke allmänt känd omständighet, som är ägnad att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument.⁴ Den kurspåverkande omständigheten kan vara kopplad till ett speciellt objekt – till exempel ett aktiemarknadsbolag – men den kan också avse en allmänt kurspåverkande omständighet, t.ex. det allmänna ränteläget, nya skatteregler, kunskap om en stor aktieägares förväntade affärer eller kunskap bland anställda hos en kapitalförvaltare om en kunds avsikt med sina affärer.

Det avgörande för om den icke offentliggjorda informationen är att betrakta som insiderinformation, är om den är ägnad att *väsentligen påverka priset*. Det räcker alltså inte med att informationen *kan* påverka priset. I princip all icke offentliggjord information om t.ex. ett börsnoterat bolag kan ju i teorin påverka priset på bolagets aktier. Därför måste det gälla information om en omständighet av någon dignitet som typiskt sett påverkar priset *väsentligt*. I förarbetena till de tidigare reglerna om insiderhandel angavs att en tioprocentig ändring av kursen på ett papper i allmänhet är att anse som väsentlig.⁵ En tioprocentgräns kan möjligen tjäna som riktmärke, men som framhålls i förarbetena till den nya lagen måste innebörden av begreppet *"väsentligt"* variera mellan olika marknader och går inte att ange i procent.⁶ Exempelvis kan mycket små kursförändringar på marknaden för räntebärande instrument anses vara väsentliga, medan en tioprocentig kursförändring på optionsmarknaden brukar vara fullt normal.⁷ I artikel 1.2 i genomförandedirektivet 2003/124/EG ges ytterligare lite vägledning. Där förklaras marknadsmissbrukdirektivets "information som ... skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på ... finansiella instrument" vara information som en

⁴ 1 § 1 marknadsmissbrukslagen.

⁵ Propositionen till den numera upphävda lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden, prop. 1984/85:157, s. 89

⁶ Prop. 2004/05:142 s. 56.

⁷ Prop. 1999/2000:109 s. 53.

förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut. Formuleringen ger ett tydligt utrymme för omständigheter som påverkar priset på finansiella instrument med mindre än tio procent. Observera att det inte spelar någon roll vad som faktiskt händer med kursen när omständigheten blir allmänt känd. Kunskap om en icke offentliggjord omständighet kan mycket väl vara att betrakta som insiderinformation, även om kursen inte alls rör sig när omständigheten blir allmänt känd. Det avgörande är om omständigheten *typiskt sett* är sådan att den påverkar kursen väsentligt.

Några exempel på insiderinformation är information om:

- åtgärd som syftar till och är ägnad att leda till ett offentligt erbjudande av en juridisk person till en vidare krets om förvärv av aktier i ett aktiebolag (med sådana åtgärder avses bl.a. förberedelser och kontakter långt innan frågan har väckts i det uppköpande bolagets styrelse, t.ex. en utredning på koncernchefs uppdrag angående förutsättningar för bolagets uppköp av annat bolag, se NJA 1994 s. 404)
- annan omständighet i ett aktiebolags eller dess moderföretags verksamhet som det normalt lämnas upplysning om i årsredovisning, delårsrapport, årsbokslut eller i annan form, (i Stockholms tingsrätts dom i det s.k. Pinkertonmålet var det sådan information, nämligen uppgifter i Securitas ännu inte offentliggjorda årsredovisning om Securitas uppköp av Pinkerton, som var aktuell)
- beslut av förvaltare av finansiella instrument eller kapitalplacerande institution om köp eller försäljning av finansiellt instrument och liknande marknadsinformation (t.ex. vetskap om förestående stora köp/försäljningar, blockorder m.m.), ränteändring, valutakursändring, författningsändring och annan liknande händelse (berör i huvudsak offentliga funktionärer).

Vilka instrument och vilka affärer omfattas?

Liksom tidigare är det förbjudet för den som har tillgång till insiderinformation att genomföra transaktioner med finansiella instrument på *värdepappersmarknaden*. Med värdepappersmarknaden avses handel på börs eller annan organiserad marknadsplats eller genom någon som yrkesmässigt bedriver värdepappersrörelse.

Förbudet gäller alla finansiella instrument. Affärer som sker mellan parter som är kända för varandra, och som föregås av förhandlingar och skriftliga avtal, har tidigare fallit utanför insiderreglernas tillämpningsområde.⁸ I och med de nya reglerna är det dock i vissa fall även förbjudet att, med tillgång till insiderinformation, genomföra sådana transaktioner. Detta utvidgade förbud gäller dock bara instrument som är upptagna till handel på (eller föremål för ansökan om notering på) en reglerad marknad. Följande marknadsplatser uppfyller (i augusti 2010) definitionen på en reglerad marknad: Nasdaq OMX Stockholm, NGM Equity och andra marknadsplatser inom EES som är underkastade motsvarande reglering. Det utvidgade förbudet gäller också derivatinstrument med nämnda instrument som underliggande tillgång. Instrument som är noterade på andra svenska marknadsplatser, dvs Aktietorget, Burgundy, First North och NGM Nordic MTF, omfattas bara av det förbud som gäller affärer på värdepappersmarknaden.⁹

Handla eller föranleda någon att handla

Ytterligare rekvisit för insiderbrott, insiderförseelse eller grovt insiderbrott, är att personen ifråga antingen:

1. *handlar* – det vill säga genomför en transaktion. Antingen för sin egen eller för någon annans räkning eller

⁸ Prop. 1990/91:42 s 50 och 197.

⁹ Detta stycke har reviderats i augusti 2010, med hänsyn till ny lagstiftning mm

2. *råder eller annars föranleder någon annan att handla.* Det krävs inte att den som föranleds att handla också tar del av själva insiderinformationen. Enbart att någon med tillgång till insiderinformation, utan att avslöja orsaken, råder någon annan att köpa eller sälja innebär ett insiderbrott. Förbudet att föranleda någon att handla innebär också att en person med insiderinformation inte kan göra insideraffärer i t. ex. en s.k. *wrap-around-försäkring* (en kapitalförsäkring där försäkringstagaren själv får besluta om omplaceringar i t.ex. enskilda aktier). I dessa fall är det försäkringsbolagets affär men bolaget har "föranletts" att handla av försäkringstagaren.

Uppsåt och oaktsamhet

En förutsättning för att någon ska dömas för insiderbrott, insiderförseelse och grovt insiderbrott är *uppsåt*. Personen ska alltså avsiktligt handla på information som han vet typiskt sett är ägnad att väsentligt påverka kursen.¹⁰

För brottet *vårdslöst insiderförfarande* räcker det dock att man har varit oaktsam. Tidigare krävdes *grov oaktsamhet*. I förarbetena till insiderlagen har som exempel på grov oaktsamhet angetts att en person som fått information handlar utan att förvissa sig om att informationen gjorts allmänt känd. Om ingen indikation förekommit på att en väsentlig kurspåverkande information offentliggjorts borde ansvarsförutsättningarna i denna del då vara uppfyllda. Vidare anfördes att ett högre aktsamhetskrav måste ställas på en person med stor erfarenhet av värdepappersmarknaden än på en person som gör sina första transaktioner.¹¹ När aktsamhetskravet skärps till enkel oaktsamhet torde det innebära att det mycket ofta måste anses oaktsamt att utnyttja sådan information som typiskt sett är insiderinformation – utan att förvissa sig om att informationen är offentliggjord. Detta oavsett de personliga förutsättningarna. Men bedömningen påverkas

¹⁰ Egentligen är uppsåtsbegreppet mer komplicerat än så och täcker en rad olika situationer. Från det att gärningsmannen avsiktligt begår gärningen, "direkt uppsåt" till att gärningsmannen, t.ex. i en insidersituation, inte visste säkert att det var fråga om insiderinformation men visste att det kunde vara det, oavsett om han vetat säkert hade han dock ändå handlat, s.k. "eventuellt uppsåt".

¹¹ Prop. 1990/91:42 s. 103.

naturligtvis också av omständigheterna när personen fick tillgång till informationen. Den som hittar information på Internet som presenteras utan någon antydning om att det skulle vara fråga om "hemlig" information av något slag, har kanske inte utan vidare anledning att undersöka om informationen är offentliggjord.

Normalt är ett förvärv eller en avyttring av ett finansiellt instrument en medveten handling. Frågan om oäktsamhet blir alltså främst aktuellt i förhållande till om informationen i fråga var insiderinformation eller inte. I vissa situationer kan dock själva transaktionen sägas ske av oäktsamhet. Ett förvärv eller en avyttring av ett finansiellt instrument kan sägas ske när ett avtal om affären finns. För den som handlar genom en mellanhand, närmast ett värdepappersinstitut, går det en kortare eller längre tid mellan det att ordern lämnas och avtal föreligger.

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. I vart fall torde det åtminstone kunna anses oäktsamt att inte försöka återkalla ordern. Liknande situationer kan uppstå vid diskretionär förvaltning.

Om en person med insynsställning i ett bolag lämnar ett diskretionärt uppdrag till ett värdepappersinstitut, bör han begränsa uppdraget så det inte omfattar handel med finansiella instrument utgivna av insynsbolaget. I annat fall torde det innebära vårdslöst insiderförfarande om insynspersonen har tillgång till insiderinformation avseende insynsbolagets aktier och värdepappersinstitutet handlar med aktierna för insynspersonens räkning.

När det gäller personer utan insynsställning kan det dock inte betraktas som vårdslöst om ett värdepappersinstitut inom ramen för ett diskretionärt förvaltningsuppdrag utan uppdragsgivarens hörande handlar med aktier som uppdragsgivaren har insiderinformation om. Någon oklarhet om handeln skett med eller utan kundens hörande lär inte kunna uppkomma, eftersom

värdepappersinstitut ska dokumentera samtliga affärsuppdrag som tas emot från en kund (se artikel 7 i den s k genomförandeförordningen till EUs MiFID-direktiv).¹²

Undantag

I 5 § marknadsmissbrukslagen har en rad situationer undantagits från straffstadgandena. Det vill säga förfaranden och åtgärder som i och för sig skulle kunna vara något av insiderbrotten är tillåtna om de inryms inom något av undantagen.

Anställda i värdepappersinstitut får fullgöra kunders uppdrag m.m.

Befattningshavare hos värdepappersinstitut får ta emot och fullgöra kunders uppdrag, även om befattningshavaren i och för sig har tillgång till insiderinformation. Befattningshavaren får givetvis inte lämna kunden råd baserade på insiderinformationen eller röja informationen för kunden. För att detta undantag ska vara tillämpligt måste det vara fråga om en specifik köp- eller säljorder – d.v.s. att det är kunden som tar initiativ till köpet eller försäljningen.

En rådgivare eller förvaltare kan, även om han har tillgång till insiderinformation, lämna råd om han inte använder insiderinformationen i sin rådgivning. D.v.s. det är tillåtet att lämna ett råd som skulle ha fått samma innehåll även om rådgivaren inte haft tillgång till insiderinformationen.¹³ Om ett värdepappersinstitut har en köprekommendation på en viss aktie kan en anställd, som själv har insiderinformation, straffritt lämna råd i enlighet med institutets generella rekommendation. Observera att det i dessa situationer kan bli mycket svårt att avgöra om rådgivaren använder sin insiderinformation eller inte.

¹² Detta stycke har reviderats i augusti 2010, med hänsyn till ny lagstiftning mm.

¹³ Se 5 § 1 marknadsmissbrukslagen och prop. 2004/05:142 s. 60.

Befattningshavare i värdepappersinstitut får också fullgöra verksamhet som följer av avtal om att upprätthålla en marknad i ett eller flera finansiella instrument, t.ex. som *market maker*. Även detta förutsätter att insiderinformationen inte används.

Inte fel att handla åt "fel håll"

Det är tillåtet att köpa t.ex. aktier när insiderinformationen är ägnad att sänka kursen eller sälja när informationen är ägnad att höja kursen. Uttrycket att information är ägnad att sänka respektive höja kursen syftar på det finansiella instrument som förvärvas eller avyttras – dvs. i de fall det är fråga om derivatinstrument: den option eller termin som köps eller säljs.

Det är således tillåtet att köpa t.ex. en säljoption om insiderinformationen är ägnad att sänka kursen på säljoptionen (dvs. höja kursen på den underliggande aktien), och sälja säljoptionen om informationen är ägnad att höja kursen på optionen (dvs. sänka kursen på den underliggande aktien).

Uppköpande bolags köp inför ett offentligt erbjudande

En person som avser att lämna ett offentligt erbjudande om köp av aktier i ett annat bolag känner givetvis till sina egna planer innan de är offentliggjorda. Informationen som sådan är typisk insiderinformation. Samtidigt skulle det ju inte bli något uppköp om det uppköpande bolaget inte fick köpa några aktier. Det är därför tillåtet för det uppköpande bolaget att köpa aktier i målbolaget – förutsatt att insiderinformationen endast utgörs av information om en åtgärd som syftar till och är ägnad att leda till ett offentligt erbjudande. Observera att undantaget endast gäller just den person som avser att lämna det offentliga erbjudandet. Aktieägare eller befattningshavare som har tillgång till informationen kan inte med stöd av undantaget handla för egen räkning.

Options- och terminslösen

Av undantagen från det straffbara området följer också att parterna i options- och terminskontrakt får fullgöra sina skyldigheter att köpa och sälja den underliggande tillgången i enlighet med kontrakten. För innehavare av option gäller dock att denne endast när optionens löptid går ut får utnyttja sin rätt att köpa eller sälja den underliggande tillgången (förutsatt att optionen har ett ekonomiskt värde) eller sälja optionen i sig.

Emissionsrätter och inlösenrätter

Emissionsrätter och inlösenrätter tilldelas den som redan är aktieägare. En person skulle alltså kunna ha köpt aktier utan tillgång till insiderinformation. Om samme aktieägare senare får tillgång till insiderinformation och sedan tilldelas t.ex. emissionsrätter skulle aktieägaren hamna i en situation där han var tvungen att låta dem förfalla värdelösa. Därför finns ett undantag för att få tillgodogöra sig marknadsvärdet av tillgångar, emissionsrätter eller inlösenrätter, som en aktieägare erhållit utan att insiderinformationen utnyttjats.

Röjandeförbudet

Även om en person med tillgång till insiderinformation varken handlar själv eller föranleder någon annan att handla, kan denne göra sig skyldig till brott om han röjer informationen till någon annan. Brottet kallas *obehörigt röjande av insiderinformation* och påföljden är böter eller fängelse i högst sex månader.

Tidigare krävdes att personen i fråga fått tillgång till informationen genom anställning, uppdrag eller annan befattning, som normalt innebär att han får kännedom om kurspåverkande omständigheter. Det kravet togs bort i den nya

marknadsmisbrukslagen. Vem som än röjer insiderinformation kan därför göra sig skyldig till obehörigt röjande. Om röjandet sker som ett normalt led i fullgörandet av tjänst, verksamhet eller åligganden är det dock inte straffbart. En analytiker som utför sina normala arbetsuppgifter är därför fri att vidarebefordra resultatet av sitt arbete till arbetsgivare och uppdragsgivare (analytiker bearbetar normalt offentlig information men själva bearbetningen, analysen, i sig kan dock vara kurspåverkande och innan den är offentliggjord är den att betrakta som insiderinformation).

Likaså är det inte att betrakta som obehörigt om röjandet innebär att informationen samtidigt blir allmänt känd. Med begreppet allmänt känd avses att informationen blir så känd att varken den som röjer informationen eller andra har möjlighet att utnyttja informationen för att göra fördelaktiga affärer. Att informationen läggs upp på en hemsida eller en chatsida vilken som helst innebär knappast att informationen blir allmänt känd. Men om en uppgift "publiceras" på en välkänd och välbesökt "aktiechatsida" kan den vara att anse som allmänt känd i lagens mening.¹⁴ Skulle ett läge uppstå där bestämmelsen om obehörigt röjande av insiderinformation kommer i konflikt med meddelarfriheten eller rätten till anonymitet enligt tryckfrihetsförordningen och yttrandefrihetsgrundlagen har dessa grundlagsfästa rättigheter företräde.¹⁵

¹⁴ Se prop. 2004/05:142 s. 66.

¹⁵ Se 14 § andra stycket marknadsmisbrukslagen.

Straff

Insiderbrott	Fängelse i högst två år
Insiderförseelse. D.v.s. insiderbrott som på grund av affärens omfattning m.m. betraktas som ringa.	Böter eller fängelse i högst sex månader.
Grovt insiderbrott. Insiderbrottet kan betraktas som grovt om det inneburit en stor vinst eller förlustbegränsning, om affären varit av stor omfattning eller insiderinformationen var sådan information som erfarenhetsmässigt medför mycket stora kursändringar. Andra omständigheter som kan göra brottet grovt är upprepade otillåtna affärer eller när handeln är organiserad t.ex. genom samverkan mellan flera personer som med tips och råd hjälpt varandra.	Fängelse lägst sex månader och högst fyra år.
Vårdslöst insiderförfarande.	Böter eller fängelse i högst ett år.
Obehörigt röjande av insiderinformation.	Böter eller fängelse i högst sex månader.

Otillbörlig marknadspåverkan

Enligt den gamla bestämmelsen om otillbörlig kurspåverkan (fram till den 1 juli 2005) var det straffbart att vidta åtgärder vid handel på värdepappersmarknaden i syfte att otillbörligt påverka priset på finansiella instrument. Genom den nya marknadsmissbrukslagen har det straffbara området utvidgats till att omfatta även åtgärder som vidtas utanför värdepappersmarknaden men som får inverkan där – t.ex. spridande av medvetet missvisande investeringsrekommendationer.

Vidare har det nuvarande kravet på direkt uppsåt tagits bort. Detta för att tydliggöra att den som påverkar kursen fast han förstår – eller borde förstå – att hans agerande sänder vilseledande signaler till marknaden, kan dömas för otillbörlig

marknadspåverkan.¹⁶Om det bakomliggande syftet är något annat (t.ex. att uppnå en skattefördel) kan alltså brott ändå ha begåtts.

Det är svårt att säga exakt vilka förfaranden som kan anses utgöra otillbörlig marknadspåverkan. Men ett exempel är s.k. skenavtal. Med skenavtal avses, som det låter, avtal som ger sken av att vara ett avtal om något utan att egentligen vara det. Om någon t.ex. anlitar olika värdepappersinstitut för att sälja och köpa finansiella instrument och själv är både köpare och säljare kommer detta att i t.ex. Stockholmsbörsens handelssystem att se ut som ett avtal om köp/försäljning till en viss kurs. Någon egentlig affär har dock inte skett, aktieägaren har lika många aktier som han hade strax innan och under förutsättning att han "lyckades" handla med sig själv har priset ingen betydelse, han betalade ju till sig själv.

För andra aktörer på marknaden ser det förstås ut som om någon varit beredd att sälja, och någon annan beredd att betala, ett visst pris för aktien. Detta kan i sin tur påverka deras vilja att köpa/sälja och därmed påverka prisbildningen. Ett annat exempel på skenavtal är avtal som aldrig varit avsedda att fullföljas och som inte har något annat affärsmässigt syfte än att påverka kursen. Parterna har t.ex. redan när avtalet träffades kommit överens om att någon leverans eller betalning aldrig ska ske eller att prestationerna omedelbart ska återgå.

Ett annat exempel är att - otillbörligt - påverka priset på en marknad genom order på en annan marknad. Genom att lägga order på derivatmarknaden kan man t.ex. påverka kursen på avistamarknaden - och vice versa. En sådan påverkan är i normalfallet inte otillbörlig utan helt naturlig. Om det rör sig om order som inte motsvarar en verklig avsikt att köpa eller sälja kan det dock betraktas som otillbörligt.

Ett exempel från verkligheten:

En innehavare av warranter med en illikvid aktie som underliggande tillgång lade in köporder på den underliggande aktien till ett pris som översteg den senaste

¹⁶ Se även Svea hovrätts dom 2004-12-17 i mål B 7398-03.

köpkursen men var lägre än säljkursen. *Market makern* för warranten baserade sin köpkurs på köpkursen på den underliggande aktien och höjde därför kursen på warranten. Warrantinnehavaren sålde då sina warranter till denna högre kurs. Därefter återkallade han snabbt ordern att köpa aktier.

I genomförandedirektivet 2003/124/EG räknas det upp en rad "signaler" på att ett agerande kan utgöra otillbörlig marknadspåverkan:

- Givna handelsorder eller utförda transaktioner utgör en betydande andel av den dagliga omsättningen i det relevanta finansiella instrumentet på den berörda reglerade marknaden, särskilt när dessa aktiviteter leder till en väsentlig förändring av priset på det finansiella instrumentet.
- De handelsorder eller de transaktioner som utförts av personer med en betydande köp- eller säljposition i ett finansiellt instrument leder till väsentliga förändringar av priset på det finansiella instrumentet eller relaterade derivatinstrument eller underliggande tillgångar som tagits upp till handel på en reglerad marknad.
- Utförda transaktioner leder inte till någon förändring av det verkliga ägandet av ett finansiellt instrument.
- Givna handelsorder eller utförda transaktioner inbegriper omkastningar av positioner under en kort period och utgör en betydande andel av den dagliga omsättningen av det relevanta finansiella instrumentet på den berörda marknaden och skulle kunna sättas i samband med väsentliga förändringar av priset på ett finansiellt instrument.
- Givna handelsorder eller utförda transaktioner är koncentrerade till ett kort tidsintervall under handelsdagen och leder till en prisförändring som därefter vänder.

- Givna handelsorder förändrar uppgifterna om bästa köp- eller säljkurs för ett finansiellt instrument, eller mer allmänt uppgifterna om den orderbok som är tillgänglig för marknadsaktörerna, och tas tillbaka innan avslut sker.
- Handelsorder som ges och transaktioner som utförs vid eller i närheten av en särskild tidpunkt när referenspriser, avräkningspriser och värderingar beräknas och som leder till prisförändringar som har en inverkan på dessa priser och värderingar.

Signalerna innebär enligt direktivet inte nödvändigtvis i sig otillbörlig marknadspåverkan, men ska beaktas när man överväger om ett visst agerande utgör otillbörlig marknadspåverkan. I stort sett alla uppräknade signaler på otillbörlig marknadspåverkan kräver något ytterligare moment eller syfte för att kunna anses otillbörliga. Det ligger i sakens natur att stora handelsorder påverkar priset. Att stora order är koncentrerade till ett kort tidsintervall, eller sker vid en viss tidpunkt, är inte klandervärt i sig.

Det kan inte heller anses otillbörligt att någon som nyss köpt eller sålt finansiella instrument strax därefter utför motstående transaktion för att t.ex. tillgodogöra sig vinster eller begränsa förluster p.g.a. kursrörelser.

Brott och straff

Ringa brott. D.v.s. brott som på grund av affärens omfattning m.m. betraktas som ringa.	Böter eller fängelse i högst sex månader
Brott av normalgraden.	Fängelse i högst två år.
Grovt brott. Brottet kan betraktas som grovt om någon för egen eller annans vinning utnyttjar en ställning som innebär ett särskilt förtroende från andra personer – t.ex. en anställd i ett värdepappersinstitut förmår kunder att genomföra affärer i en sådan omfattning att kursen på ett visst instrument påverkas för att han själv eller någon annan ska göra vinst. Brottet kan också betraktas som grovt om det föregås av noggrann planering och genomförs med stor förslagenhet, om upptäcktsrisken är liten och utsikterna till väsentlig vinst är stora.	Fängelse i lägst sex månader och högst fyra år.

Försök och medverkan

Försök till insiderbrott

Försök till insiderbrott var fram till den nya marknadsmissbrukslagen trädde i kraft inte straffbart. Genom marknadsmissbrukslagen straffbeläggs försök till insiderbrott och grovt insiderbrott. Försök till ringa brott är dock inte straffbelagt. Inte heller är vårdslöshetsbrotten straffbelagda på försöksstadiet. En person som i och för sig uppsåtligen försöker avyttra eller förvärva finansiella instrument men inte har uppsåt (utan bara är oaktsam), i förhållande till om informationen han har är insiderinformation, kan alltså inte dömas för försök.

Enligt förarbetena till bestämmelsen kan det vara ett försök till insiderbrott redan när en kund, med tillgång till insiderinformation, gett sin mäklare i uppdrag att handla – även om mäklaren stoppar affären.¹⁷

Uppsåtlig medverkan enligt brottsbalken

Även olika former av medverkan till brotten i insiderstrafflagen är enligt de allmänna reglerna i brottsbalken straffbara.¹⁸ Den som genom "råd eller dåd" främjar en brottslig gärning kan dömas för *anstiftan* eller *medhjälp* till brottet. Den som "lämnar eller mottager penningar eller annat såsom förlag eller vederlag för brottet" kan dömas för *förberedelse*. Såsom rekvisiten för insiderbrott är formulerade döms den som själv har insiderinformation och föranleder någon annan att handla, för insiderbrott. I ett sådant fall är det inte fråga om medverkan.

Detsamma gäller brottet otillbörlig kurspåverkan. Den som föranleder någon annan att vidta otillbörligt kurspåverkande åtgärder kan själv dömas för otillbörlig kurspåverkan. Men om någon som t.ex. inte själv har insiderinformation hjälper någon som har det att handla, exempelvis genom att som mäklare genomföra en kunds order, kan detta betraktas som straffbar medverkan till insiderbrott. Det krävs dock att han har uppsåt till sin medverkan, d.v.s. vet, eller vet inte säkert men skulle ha hjälpt till även om han hade vetat säkert, att handeln skedde på insiderinformation.

Grovt oaktsam medverkan

På åtgärder som vidtas av anställda i värdepappersinstitut torde utöver brottsbalkens regler om medverkan även *lagen (1985:354) om förbud mot juridiskt eller ekonomiskt biträde i vissa fall* kunna bli tillämplig. Den som yrkesmässigt lämnar

¹⁷ Prop. 2004/05:142 s. 64.

¹⁸ Se bestämmelserna om förberedelse och medverkan i 23 kap. brottsbalken. Tidigare var medverkansansvar uttryckligen undantaget men detta ändrades redan 1991.

juridiskt eller ekonomiskt biträde kan enligt den lagen dömas för vårdslöst biträde om han av grov oaktsamhet främjar en straffbelagd gärning. Aktsamhetskravet sätts naturligtvis högre. Därför sätts gränsen för när oaktsamheten anses grov lägre på en person med stor erfarenhet av värdepappersmarknaden, än på någon som gör sin första transaktion.

Grov oaktsamhet torde kunna föreligga om en anställd i ett värdepappersinstitut genomför transaktioner åt någon som den anställde vet kan ha tillgång till insiderinformation utan att på något sätt förvissa sig om att affären inte föranleds av icke offentliggjord kurspåverkande information. Ett exempel är om en vd i ett aktiemarknadsbolag köper eller säljer aktier i bolaget strax innan en delårsrapport ska offentliggöras. Såvitt vi känner till har lagen aldrig tillämpats på anställda i värdepappersinstitut.

Skyldighet att rapportera misstänkta transaktioner

Inledning

Enligt 10 § marknadsmissbrukslagen ska värdepappersinstitut, kreditinstitut samt börser och auktoriserade marknadsplatser rapportera till Finansinspektionen om en transaktion utgör eller har samband med insiderbrott eller otillbörlig marknadspåverkan. I likhet med penningtvättsbestämmelserna är det företaget som har ansvaret för uppgiftsskyldigheten.¹⁹ Skyldigheten är straffsanktionerad.

Straffansvaret är begränsat så att det i enlighet med principerna om företagaransvar träffar personer i ledande ställning och personer som ansvaret delegerats till. Om företagsledningen har organiserat verksamheten på ett rationellt sätt och ansvaret har delegerats till någon med tillräcklig kompetens, beslutsbefogenheter och

¹⁹ Prop. 2004/05:142 s. 95.

ekonomiska resurser för att vidta de åtgärder som är påkallade, träffar ansvaret den till vilken ansvaret har delegerats.

Genomförda transaktioner

Om mottagare av affärsuppdrag finner att ett uppdrag betingas av att kunden har insiderinformation råder handelsförbud enligt 2 § marknadsmissbrukslagen.

Uppdraget skall därför avböjas. Detsamma bör självklart gälla om ordermottagaren finner att uppdraget strider mot bestämmelserna om otillbörlig marknadspåverkan. För att i efterhand kunna utreda händelsen på lämpligt sätt skall anmälan av sådana uppdrag omgående göras till institutets funktion för regelefterlevnad (compliance) eller till annan utsedd person eller avdelning enligt institutets närmare riktlinjer.

Misstänkta transaktioner ska alltså som regel inte genomföras. Någon rapportering till Finansinspektionen ska då inte ske – rapporteringsskyldigheten enligt lagen gäller enbart genomförda transaktioner och inte order som avböjts.²⁰

När finns skyldighet att rapportera?

Ett grundläggande problem med rapporteringsskyldigheten är att veta när en misstanke nått en sådan grad att man är skyldig att rapportera transaktionen. Även om misstankegraden är relativt låg, innebär inte enbart det förhållandet att en person med insynställning gör affärer i finansiella instrument utgivna av insynbolaget att det kan misstänkas att det är fråga om insiderbrott. Men om det strax därefter sker en omotiverad kursutveckling – eller kurspåverkande information offentliggörs – ska rapportering ske. När det gäller otillbörlig marknadspåverkan kan de signaler som räknas upp i artikel 4 i genomförandedirektivet 2003/124/EG, se avsnitt 1.4 ovan, ge anledning att vara uppmärksam. Viss hjälp vid bedömningen kan man också ha av

²⁰ Detta stycke har reviderats i augusti 2010, med hänsyn till ny lagstiftning mm

de exempel på omständigheter som kan ge anledning att misstänka insiderbrott som angetts av CESR i deras vägledningsdokument:

- En transaktion avviker starkt från de affärer kunden i fråga brukar göra – kunden önskar t.ex. sälja hela sin värdepappersportfölj för att omedelbart placera hela köpeskillingen i en enda aktie.
- En person med insynställning genomför stora transaktioner i det bolag han har insynställning i strax innan en kurspåverkande omständighet offentliggörs (detta förutsätter dock att handläggaren vet att kunden har insynställning – det finns ingen skyldighet att ta reda på ett sådant förhållande).
- En anställd i ett värdepappersinstitut genomför affärer i samma värdepapper som institutets kunder genomför affärer i strax efteråt – s.k. frontrunning.

Förbjudet att tala om för kunden att rapportering har skett

Enligt 11 § marknadsmissbrukslagen är det förbjudet att berätta för kunden, eller någon annan, att en rapportering skett. Syftet är naturligtvis att kunden inte ska bli varnad och kunna sopa igen spåren efter sig. Även detta förbud är bötest sanktionerat.

Insiderförteckning

Noterade bolag ska enligt den nya 10 a § anmälningsskyldighetslagen upprätta förteckningar över personer som arbetar för dem, vare sig det finns ett anställningsförhållande eller inte, och som har tillgång till insiderinformation om bolaget eller bolagets finansiella instrument. Förteckningarna ska uppdateras regelbundet och sändas över till Finansinspektionen på begäran.

I genomförandedirektivet 2004/72/EG finns närmare bestämmelser om förteckningarna. Enligt det direktivet ska förteckningen innehålla personer som har



tillgång till insiderinformation – både om tillgången är regelbunden eller endast vid enstaka tillfällen. Det är alltså inte fråga om en förteckning över personer som normalt sett har tillgång till insiderinformation (en sådan finns redan i Finansinspektionens insynsregister), utan förteckningen ska ange vem som vid en viss tidpunkt har tillgång till insiderinformation och vad informationen består i.

Förteckningen ska enligt genomförandedirektivet åtminstone innehålla identiteten på de personer som har tillgång till insiderinformation, anledningen till att personerna är med på förteckningen samt de datum då förteckningen upprättades och uppdaterades. Förteckningen ska uppdateras så snart det är möjligt när skälet till att en person finns med ändras, när en ny person ska läggas till förteckningen eller om en person som redan finns med inte längre har tillgång till insiderinformation. Att någon inte längre har tillgång till insiderinformation beror normalt på att informationen offentliggjorts så att den inte längre är att betrakta som insiderinformation. Förteckningen ska bevaras i minst fem år efter det att den har upprättats eller uppdaterats.

Den som är skyldig att upprätta en förteckning ska också se till att alla som finns med i förteckningen dels förstår de rättsliga skyldigheter som detta för med sig, dels är medvetna om de påföljder som kan komma i fråga vid missbruk eller otillåten spridning av informationen de har tillgång till. Därmed är inte sagt att förteckningen har en rättsskapande verkan, så att den som finns upptagen i förteckningen men ändå handlar med de finansiella instrument som informationen rör med automatik ska anses skyldig till insiderbrott; beslutet att ta upp personen i förteckningen kan naturligtvis ha varit felaktigt av ett eller annat skäl.

Det kommer alltid att finnas situationer där det är svårtbedömt om den information någon har tillgång till är att betrakta som insiderinformation eller inte. Som utgångspunkt bör dock några av omständigheterna i den uppräknade av typsituationer © som fanns i den gamla insiderlagen (1990:1342) kunna användas.

Uppräkningen tog sikte på omständigheter som vanligtvis kan anses kurspåverkande. Den som har tillgång till sådan information bör inkluderas i förteckningen. En av typsituationerna var när åtgärder vidtas som syftar till att leda till ett offentligt erbjudande till en vidare krets om förvärv av aktier i ett aktiebolag, en annan avsåg information om omständigheter som det normalt lämnas upplysning om i årsredovisning, delårsrapport, årsbokslut eller i annan form.

”Straffet” för bolag som inte lever upp till förteckningsskyldigheten är en hög avgift.

Presentera analyser rättvist och redogöra för intressekonflikter

På grund av marknadsmissbruksdirektivet har också nya regler om presentation av analyser och investeringsrekommendationer införts i ett nytt 5 a kapitel i handelslagen. Detaljerade regler om hur en rekommendation/analys ska utformas, och vilken information om intressen och intressekonflikter som ska lämnas, finns i Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd (FFFS 2005:9) om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hanteringen av intressekonflikter (som trädde i kraft den 1 juli 2005). Här följer en mycket kort sammanfattning av dessa regler och vilket innehåll som är aktuellt:

Definitioner - vad omfattas?

- Traditionella analyser
- Rekommendationer i kundtidningar, Aktiehandels affärstips m.m.

Personliga rekommendationer, t.ex. sådant som faller in under finansiell rådgivning till enskilda kunder omfattas inte av dessa regler.

Avsändare

- Namn på ansvarig analytiker
- Namn på företaget och tillsynsmyndigheten (Finansinspektionen)

Utformning och innehåll

- Fakta åtskilda från tolkningar och bedömningar (olika rubriker, olika "rutor" osv.)
- Källangivelser – samt om de är tillförlitliga eller inte
- Prognoser och riktkurser ska klart betecknas som sådana
- Sammanfattning av värderingsgrunder och metoder
- Innebörden av "köp", "sälj", "behåll" – t.ex. tidshorisont
- Planerade uppdateringar av rekommendationen/analysen
- Datum, samt datum för angivna priser
- Uppgift om det är en avvikelse från tidigare rekommendation/analys inom tolv månader

Redovisning av intressekonflikter

- Analytikernas, personernas, egna väsentliga intressen (t.ex. innehav) i det analyserade
- Analysföretagets större aktieinnehav – över 5 procent av kapitalet
- Den analyserades innehav i analysföretaget – över 5 procent av kapitalet
- Andra betydande ekonomiska intressen (innehav av andra instrument, optioner m.m.)
- Om den som analyserar, eller närstående, är marknadsgarant
- Om den som analyserar, eller närstående, tillhandahållit corp- eller investmentbankstjänster under de senaste tolv månaderna
- Uppgifter om chinese walls etc.
- Kvartalssammanställningar av andelen köp, sälj, behåll

Lättnader i vissa fall

Bestämmelserna gäller oavsett om rekommendationerna lämnas skriftligt eller muntligt. Om kraven på information blir oproportionerliga i förhållande till rekommendationens längd, kan en del information göras tillgänglig på annan plats, exempelvis på en lämplig webbplats.

Rekommendationer som tagits fram av någon annan än den som sprider dem

För den som sprider en rekommendation som tagits fram av någon annan gäller särskilda regler. Spridarens identitet ska framgå klart och tydligt. Om den ursprungliga rekommendationen ändras i samband med att den sprids, ska detta framgå klart och tydligt. Om ändringen innebär att slutsatsen i rekommendationen blir en annan (t.ex. "sälj" ändras till "köp") ska spridaren vara underkastad de krav som gäller den som utarbetar en egen rekommendation.

Den som sprider sammanfattningar av rekommendationer ska ange vilka källdokumenterna är och var allmänheten kan få tillgång till dessa dokument, förutsatt att de är offentliga.