



# Marknadsmisbruk

*Betänkande av Marknadsmisbruksutredningen*

*Stockholm 2004*



STATENS OFFENTLIGA  
UTREDNINGAR

SOU 2004:69



SOU och Ds kan köpas från Fritzes kundtjänst. För remissutsändningar av SOU och Ds svarar Fritzes Offentliga Publikationer på uppdrag av Regeringskansliets förvaltningsavdelning.

Beställningsadress:  
Fritzes kundtjänst  
106 47 Stockholm  
Orderfax: 08-690 91 91  
Ordertel: 08-690 91 90  
E-post: [order.fritzes@nj.se](mailto:order.fritzes@nj.se)  
Internet: [www.fritzes.se](http://www.fritzes.se)

*Svara på remiss. Hur och varför. Statsrådsberedningen, 2003.*  
– En liten broschyr som underlättar arbetet för den som skall svara på remiss.

Broschyren kan beställas hos:  
Information Rosenbad  
Regeringskansliet  
103 33 Stockholm  
Fax: 08-405 42 95  
Telefon: 08-405 47 29  
[www.regeringen.se/propositioner/sou/pdf/remiss.pdf](http://www.regeringen.se/propositioner/sou/pdf/remiss.pdf)

Tryckt av Elanders Gotab AB  
Stockholm 2004

ISBN 91-38-22169-1  
ISSN 0375-250X

# Till statsrådet Gunnar Lund

Genom beslut den 10 juli 2003 bemyndigade regeringen statsrådet Gunnar Lund att tillkalla en särskild utredare med uppdrag att se över frågor som rör insiderlagstiftningen. Med stöd av bemyndigandet förordnades den 14 augusti samma år generaldirektören Hans Jacobson att vara särskild utredare (Fi 2003:04).

Som sakkunniga i utredningen har varit förordnade chefsjuristen Gent Jansson, Finansinspektionen; biträdande chefsjuristen Monica Rodrigo, Ekobrottsmyndigheten; chefsjuristen Carl Eric Lindh, Alfred Berg Fondkommission AB; chefsjuristen Mats Beckman, Stockholmsbörsen AB; hovrättsassessor Charlotta Riberdahl, Justitiedepartementet; hovrättsassessor Magdalena Petersson, Finansdepartementet; ekonomie doktor Jonas Niemeyer, Riksbanken.

Som sekreterare har tjänstgjort hovrättsassessor Ingela Sundin och bankjuristen Johan Lycke.

Utredningen, som antagit namnet Marknadsmisbruksutredningen, överlämnar härmed betänkande Marknadsmisbruk (SOU 2004:69). Uppdraget är därmed slutfört.

Särskilt yttrande har avgetts av chefsjuristen Gent Jansson samt ekonomie doktor Jonas Niemeyer och chefsjuristen Carl Eric Lindh.

Stockholm i juni 2004

Hans Jacobson

Johan Lycke

# Innehåll

|                                                                                        |           |
|----------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Sammanfattning .....</b>                                                            | <b>11</b> |
| <b>Författningsförslag .....</b>                                                       | <b>21</b> |
| <b>1 Inledning.....</b>                                                                | <b>43</b> |
| <b>2 Bakgrund .....</b>                                                                | <b>45</b> |
| 2.1 Inledning.....                                                                     | 45        |
| 2.2 Insiderstrafflagen .....                                                           | 46        |
| 2.3 Lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av<br>finansiella instrument ..... | 47        |
| 2.4 Marknadsmisbruksdirektivet .....                                                   | 48        |
| <b>3 En ny metod för regleringen av värdepappers-<br/>marknaden i EU .....</b>         | <b>51</b> |
| 3.1 Lamfalussymodellen .....                                                           | 51        |
| 3.2 Kommittéförfarandet i marknadsmisbruksdirektivet.....                              | 53        |
| <b>4 Några allmänna utgångspunkter.....</b>                                            | <b>57</b> |
| 4.1 Ekonomiska utgångspunkter .....                                                    | 58        |
| 4.2 Straff eller administrativa åtgärder.....                                          | 60        |
| 4.2.1 Artikel 14 i marknadsmisbruksdirektivet .....                                    | 60        |
| 4.2.2 Tidigare uttalanden om administrativa<br>sanktionsavgifter.....                  | 62        |

|          |                                                                                     |            |
|----------|-------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 4.2.3    | Handläggning av sanktionsärenden inom<br>Finansinspektionen.....                    | 65         |
| 4.2.4    | Bör det straffrättsliga sanktionssystemet överges?.....                             | 67         |
| 4.3      | En behörig myndighet .....                                                          | 70         |
| 4.4      | En ny lag .....                                                                     | 72         |
| <b>5</b> | <b>Insiderbrotten och otillbörlig marknadspåverkan .....</b>                        | <b>73</b>  |
| 5.1      | Direktivets territoriella räckvidd m.m. ....                                        | 73         |
| 5.2      | Förbudet mot insiderhandel .....                                                    | 74         |
| 5.2.1    | Insiderinformation.....                                                             | 74         |
| 5.2.2    | De olika personkategorierna .....                                                   | 77         |
| 5.2.3    | Att utnyttja insiderinformation .....                                               | 78         |
| 5.2.4    | Oaktsamhetsbrottet.....                                                             | 81         |
| 5.2.5    | Röjandeförbudet .....                                                               | 83         |
| 5.3      | Förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan .....                                     | 86         |
| 5.3.1    | Definitionen av otillbörlig marknadspåverkan.....                                   | 87         |
| 5.3.2    | Direktivet i förhållande till de svenska reglerna.....                              | 89         |
| <b>6</b> | <b>Offentliggörande av insiderinformation.....</b>                                  | <b>93</b>  |
| 6.1      | Nuvarande reglering.....                                                            | 93         |
| 6.2      | Vilka finansiella instrument berörs?.....                                           | 95         |
| 6.3      | Sättet för offentliggörande av information.....                                     | 97         |
| 6.4      | Fördröjt offentliggörande.....                                                      | 99         |
| 6.5      | Offentliggörande när insiderinformation har lämnats ut ....                         | 100        |
| <b>7</b> | <b>Återköp av egna aktier och stabilisering av finansiella<br/>instrument .....</b> | <b>103</b> |
| 7.1      | Inledning.....                                                                      | 103        |
| 7.2      | Återköp av egna aktier .....                                                        | 103        |
| 7.3      | Stabilisering av finansiella instrument.....                                        | 105        |
| 7.4      | Överväganden.....                                                                   | 106        |

|           |                                                                                            |            |
|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>8</b>  | <b>Vissa bestämmelser med preventiv och utredningsunderlättande verkan.....</b>            | <b>109</b> |
| 8.1       | Insiderförteckning .....                                                                   | 109        |
| 8.2       | Rapporteringsskyldighet .....                                                              | 111        |
| 8.3       | Övriga frågor.....                                                                         | 113        |
| <b>9</b>  | <b>Ansvaret för utredning av insiderbrott m.m. ....</b>                                    | <b>115</b> |
| 9.1       | Inledning.....                                                                             | 115        |
| 9.2       | Tidigare uttalanden om ansvarsfördelningen .....                                           | 116        |
| 9.2.1     | Utredningsansvaret enligt 1991 års insiderlag .....                                        | 116        |
| 9.2.2     | Förslaget i Ds 2000:4 Ny insiderlagstiftning m.m. ..                                       | 117        |
| 9.3       | Marknadsövervakningen och Finansinspektionens utredningar .....                            | 119        |
| 9.4       | Polis- och åklagarmyndighetens utredningsansvar.....                                       | 122        |
| 9.5       | Andra former av brottsutredningar .....                                                    | 126        |
| 9.6       | Utredningen om Finansinspektionens roll och resurser.....                                  | 127        |
| 9.7       | Överväganden .....                                                                         | 128        |
| 9.7.1     | Inledning .....                                                                            | 128        |
| 9.7.2     | Val av lösning.....                                                                        | 130        |
| <b>10</b> | <b>Verktyg för Finansinspektionens tillsyns- och utredningsverksamhet.....</b>             | <b>133</b> |
| 10.1      | Marknadsmissbruksdirektivets krav .....                                                    | 133        |
| 10.2      | Finansinspektionens befogenheter enligt gällande rätt .....                                | 133        |
| 10.3      | Överväganden .....                                                                         | 136        |
| 10.4      | Reglernas placering och tillämpningsområde.....                                            | 146        |
| <b>11</b> | <b>Finansiella analyser och investeringsrekommendationer riktade till allmänheten.....</b> | <b>147</b> |
| 11.1      | Inledning.....                                                                             | 147        |

|           |                                                                                                                                  |            |
|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 11.2      | Innehållet i genomförandedirektivet.....                                                                                         | 148        |
| 11.3      | Regleringen i Sverige .....                                                                                                      | 152        |
| 11.3.1    | Regler på värdepappersmarknaden.....                                                                                             | 152        |
| 11.3.2    | Det grundlagsskyddade området .....                                                                                              | 153        |
| 11.3.3    | Självreglering inom press, radio och TV .....                                                                                    | 157        |
| 11.4      | Överväganden.....                                                                                                                | 160        |
| 11.4.1    | Inledning.....                                                                                                                   | 160        |
| 11.4.2    | Något om tillämpningsområdet enligt direktivet .....                                                                             | 160        |
| 11.4.3    | Direktivets genomförande i svensk rätt .....                                                                                     | 162        |
| <b>12</b> | <b>Anmälningsskyldighet .....</b>                                                                                                | <b>169</b> |
| 12.1      | Anmälningsskyldigheten enligt direktivet.....                                                                                    | 169        |
| 12.2      | Några övriga frågor .....                                                                                                        | 172        |
| 12.2.1    | Korttidshandelsförbudet .....                                                                                                    | 172        |
| 12.2.2    | Förenkling av anmälningsskyldigheten .....                                                                                       | 174        |
| 12.2.3    | Avgift vid bolags underlåtenhet att underrätta<br>personer med insynsställning .....                                             | 176        |
| 12.2.4    | Ökat utrymme för individuella bedömningar .....                                                                                  | 176        |
| 12.2.5    | Aktiemarknadsbolags förvärv av egna aktier.....                                                                                  | 177        |
| <b>13</b> | <b>Övergångsbestämmelser .....</b>                                                                                               | <b>179</b> |
| <b>14</b> | <b>Konsekvenser av förslagen .....</b>                                                                                           | <b>181</b> |
| <b>15</b> | <b>Författningskommentar .....</b>                                                                                               | <b>185</b> |
| 15.1      | Förslaget till lag om straff för marknadsmissbruk vid<br>handel med finansiella instrument.....                                  | 185        |
| 15.2      | Förslaget till lag om ändring i lagen (1991:980) om<br>handel med finansiella instrument.....                                    | 197        |
| 15.3      | Förslaget till lag om ändring i lagen (1992:543) om<br>börs- och clearingverksamhet.....                                         | 198        |
| 15.4      | Förslaget till lag om ändring i lagen (2000:1087) om<br>anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella<br>instrument..... | 201        |

|                                                |            |
|------------------------------------------------|------------|
| <b>Särskilt yttrande av Gent Jansson .....</b> | <b>209</b> |
|------------------------------------------------|------------|

|                                                                      |            |
|----------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>Särskilt yttrande av Jonas Niemeyer och Carl Eric Lindh .....</b> | <b>213</b> |
|----------------------------------------------------------------------|------------|

## **Bilagor**

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1. Utredningsdirektiven (Dir 2003:91) .....                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 215 |
| 2. Europaparlamentet och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk) .....                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 225 |
| 3. 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 .....                                                                                                                                                                               | 237 |
| 4. Kommissionens direktiv 2003/125/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller skyldigheten att presentera investeringsrekommendationer sakligt och att uppges intressekonflikter .....                                                                                                                                                                                 | 241 |
| 5. Kommissionens förordning (EG) nr 2273/2003 av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller undantag för återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument .....                                                                                                                                                                                                   | 247 |
| 6. Kommissionens direktiv 2004/72/EG av den 29 april 2004 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller godtagen marknadspraxis, definition av insiderinformation rörande råvaruderivat, upprättande av förteckningar över personer som har tillgång till insiderinformation, anmälan av transaktioner som utförs av personer i ledande ställning och rapportering av misstänkta transaktioner ..... | 253 |



# Sammanfattning

Sverige har sedan början av 1970-talet haft en lagstiftning som syftat till att motverka insiderhandel. För närvarande är lagstiftningen uppdelad i insiderstrafflagen (2000:1086) och lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

Europaparlamentet och rådet antog i december 2002 ett direktiv om marknadsmissbruk (direktiv 2003/6/EG). Begreppet marknadsmissbruk omfattar insiderhandel, röjande av insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan. Direktivet ålägger medlemsstaterna att förbjuda och beivra marknadsmissbruk. Medlemsstaterna åläggs också att vidta en rad andra åtgärder som kan ha preventiv och utredningsunderlättande verkan.

Utredningens huvuduppgift har varit att analysera vilka ändringar som krävs i den nuvarande regleringen för att genomföra marknadsmissbruksdirektivet. Vidare har det i uppdraget ingått bl.a. att göra en allmän översyn av lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument och att överväga om nuvarande ordning för utredning av misstänkta brott enligt insiderstrafflagen är lämplig och effektiv.

Marknadsmissbruksdirektivet är det första direktiv som har arbetats fram inom ramen för den s.k. Lamfalussyprocessen (se närmare om vad det innebär i avsnitt 3). Som ett led i den processen har kommissionen antagit fyra rättsakter med kompletterande och preciserande bestämmelser: tre direktiv och en förordning. De tre direktiven skall genomföras i svensk rätt, medan förordningen är direkt tillämplig.

I fortsättningen av denna sammanfattning redovisar utredningen de viktigaste förslagen i de olika avsnitten i betänkandet.

*Avsnitt 4, Några allmänna utgångspunkter*

Utredningen tar i detta avsnitt upp vissa principfrågor. Utredningen konstaterar att det finns ekonomiska argument både för och emot ett förbud mot insiderhandel. Effektivitetsskäl talar för att insiderhandeln bör tillåtas eftersom den som handlar på grundval av insiderinformation tenderar att driva priserna mot ”rätt” nivå. Men det finns även ekonomiska argument för ett förbud mot insiderhandel. Om insiderhandel tillåts, innebär det en ökad risk för en investerare som vill handla. Om sannolikheten ökar att motparten i en given transaktion är en person med insiderinformation, torde det leda till att skillnaden mellan köp- och säljkurserna ökar och att omsättningen blir lägre. Över huvud taget kan man utgå från att insiderhandel skadar aktörernas förtroende för marknaden, vilket i förlängningen kan leda till att färre aktörer deltar på marknaden och likviditeten försämras.

Till dessa ekonomiska argument kommer det moraliska argumentet, som fått ökad uppmärksamhet under senare årtionden: det anses helt enkelt orättvist att personer med bättre information kan använda denna för att tjäna pengar. Många anser att det moraliska argumentet är starkt nog för att ensamt utgöra grund för ett förbud mot insiderhandel – ett synsätt som uppenbarligen haft viss betydelse för utformningen av direktivet (se t.ex. ingressatserna 2, 12 och 15).

Resonemanget mynnar ut i att Sverige vid genomförandet av direktivet bör eftersträva en ändamålsenlig avvägning av de ovan nämnda argumenten utan att avvika från syftena med direktivet.

Utredningen tar också upp frågan om valet mellan straff och administrativa åtgärder som påföljder för otillåten insiderhandel, obehörigt röjande av insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan. Utredningen konstaterar inledningsvis att direktivet – trots en viss oklarhet i ordalydelsen – får anses ge medlemsstaterna valfrihet på denna punkt. Utredningen gör vidare bedömningen att gärningarna är av sådan karaktär att de även i fortsättningen bör prövas av domstol på talan av åklagare. Utredningen utesluter inte att det kan vara möjligt att identifiera enskilda specifika beteenden som skulle kunna vara lämpliga att beivra med administrativa åtgärder men kan inte ange något praktiskt exempel.

De brott som ryms under rubriken marknadsmissbruk föreslås bli intagna i en ny lag som skall ersätta insiderstrafflagen: lagen om

straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (marknadsmissbrukslagen).

Slutligen föreslås att Finansinspektionen skall vara behörig myndighet enligt artikel 11 i marknadsmissbruksdirektivet, dvs. den myndighet som har ansvar för att de bestämmelser som antas med stöd av direktivet efterlevs.

#### *Avsnitt 5, Insiderbrotten och otillbörlig marknadspåverkan*

Beträffande alla de tre aktuella brottstyperna – insiderhandel, obehörigt röjande av insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan – föreslås ändringar som innebär utvidgningar av det straffbara området och gör det lättare att komma till rätta med ageranden som framstår som oacceptabla.

Utredningen föreslår således att förbuden mot insiderhandel och röjande av insiderinformation i fortsättningen skall gälla alla som har tillgång till insiderinformation. Den nuvarande ordningen att förbuden bara gäller vissa angivna grupper (de s.k. första, andra och tredje personkretsarna) slopas alltså.

För uppsåtlig insiderhandel föreslås vidare straffbarhet redan på försöksstadiet. I fråga om vårdslöst insiderförfarande vidgas det straffbara området genom att det inte längre skall krävas grov oaktsamhet utan skall räcka med oaktsamhet av normalgraden. Vårdslöst insiderförfarande aktualiseras i första hand när någon handlar med finansiella instrument utan att förvissa sig om att den kurspåverkande information som han eller hon innehar är offentliggjord.

När det gäller obehörigt röjande av insiderinformation görs – utöver den nyss angivna ändringen att röjandeförbudet skall gälla för alla – den utvidgningen att det inte längre skall krävas uppsåt utan även oaktsamt röjande skall kunna bestraffas.

Det nya brottet otillbörlig marknadspåverkan är något bredare än det nuvarande otillbörlig kurspåverkan bl.a. genom att det inte behöver begås ”vid handel på värdepappersmarknaden” utan också kan begås t.ex. genom en tidningsartikel eller liknande. Den viktigaste skillnaden mellan nu gällande regel och förslaget är att det nuvarande kravet på s.k. direkt uppsåt (”i avsikt att otillbörligt påverka priset”) tas bort. Det skall i fortsättningen räcka med att gärningsmannen inser eller borde inse att hans eller hennes förfarande är ägnat att otillbörligt påverka priset.

*Avsnitt 6, Offentliggörande av insiderinformation*

Marknadsmissbruksdirektivet ställer upp krav på att aktiemarknadsbolagen skall offentliggöra all insiderinformation så snabbt som möjligt. Det ges dock en möjlighet för ett bolag att under vissa omständigheter och på eget ansvar skjuta upp offentliggörandet om det krävs för att skydda bolagets egna legitima intressen. Sverige har i stor utsträckning redan regler som tillgodoser kraven i direktivet. Vissa ändringar behövs dock i lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet.

*Avsnitt 7, Återköp av egna aktier och stabilisering av finansiella instrument*

På de flesta finansiella marknader förekommer vissa förfaranden som formellt skulle kunna omfattas av direktivets definition av otillbörlig marknadspåverkan eller insiderhandel, men som av olika anledningar ändå anses som legitima eller till och med önskvärda. Av den anledningen har det i artikel 8 i marknadsmissbruksdirektivet tagits in en undantagsbestämmelse för vissa situationer, nämligen bolags återköp av egna aktier och kursstabilisering i samband med exempelvis nyintroduktioner (s.k. safe harbour-regler). Undantagsbestämmelsen motiveras i direktivets ingress med att de aktuella förfarandena i vissa situationer kan vara legitima av ekonomiska skäl och därför inte som sådana bör betraktas som marknadsmissbruk.

Kommissionen har antagit genomföranderegler i form av en förordning, där det anges ett antal regler som ett bolag respektive en emittent måste följa för att vara skyddad av undantagsregeln. Reglerna rör krav på information till marknaden, tillåtna volymer och priser osv. Som angetts ovan är förordningen direkt tillämplig i Sverige, dvs. den skall inte omformas till någon svensk författning. Däremot behövs en regel motsvarande direktivets artikel 8 i marknadsmissbrukslagen.

Regleringen innebär inte att återköp av egna aktier eller stabilisering som inte följer förordningens regler är förbjudet eller automatiskt innebär marknadsmissbruk, utan ett förfarande som ligger utanför förordningen får bedömas enligt vanliga regler. På ett likartat sätt fungerar en bestämmelse om godtagen marknadspraxis i punkt a i artikel 1.2 i marknadsmissbruksdirektivet. Utredningen behand-

lar den bestämmelsen i författningskommentaren till 10 § marknadsmissbrukslagen.

*Avsnitt 8, Vissa bestämmelser med preventiv och utredningsunderlättande verkan*

Som angetts ovan innehåller marknadsmissbruksdirektivet också bestämmelser om vissa åtgärder som kan ha både preventiv och utredningsunderlättande verkan. Utredningen behandlar två sådana åtgärder i detta avsnitt.

Den första innebär att aktiemarknadsbolagen fortlöpande skall föra förteckningar över personer som arbetar för dem och som har tillgång till insiderinformation om emittenten eller emittentens finansiella instrument. Förteckningarna skall uppdateras så snart förhållandena ändras och sparas i minst fem år. De skall lämnas till Finansinspektionen när inspektionen begär det.

Förteckningen skall uppta personer som har tillgång till insiderinformation oavsett om detta gäller regelbundet eller endast vid enstaka tillfällen. Det är således inte fråga om en förteckning över personer som normalt har tillgång till insiderinformation – en sådan förteckning finns redan i Finansinspektionens insynsregister – utan förteckningen skall ange vem som vid en viss tidpunkt har tillgång till insiderinformation och vad informationen består i. Man måste räkna med att uppgiften kan bli relativt betungande för åtminstone vissa stora företag, men en välskött förteckning kan å andra sidan bli ett viktigt verktyg i en utredning av ett misstänkt insiderbrott. Utredningen föreslår att bestämmelserna tas in i lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

Den andra åtgärden är införandet av en rapporteringsplikt för värdepappersinstitut, kreditinstitut, börser och auktoriserade marknadsplatser när det kan antas att en transaktion innebär marknadsmissbruk eller i vart fall har samband med sådant missbruk. Som kompletterande bestämmelser skall gälla *dels* att institutet inte får berätta för kunden att en rapport har lämnats, *dels* att den som på rimligt goda grunder har lämnat en sådan rapport inte får göras ansvarig för att ha åsidosatt någon tystnadsplikt. Eftersom det handlar om att rapportera just de brott som regleras i marknadsmissbrukslagen, föreslås att rapporteringsskyldigheten också tas in i den lagen.

*Avsnitt 9, Ansvaret för utredning av insiderbrott m.m.*

Ansvaret för utredning av brott enligt insiderstrafflagen är för närvarande utformat som en kedja. Det börjar ofta med en anmälan från en marknadsplats till Finansinspektionen, som påbörjar en utredning. Om och när inspektionen har kommit till en punkt där det finns anledning att anta att ett brott enligt lagen har begåtts, överlämnar inspektionen ärendet till Ekobrottsmyndigheten (EBM). Det ingår i utredningens uppdrag att överväga om den ordningen är lämplig och effektiv.

Denna fråga har behandlats i flera tidigare lagstiftningsärenden. Senast togs den upp i betänkandet *Framtida finansiell tillsyn* (SOU 2003:22). Där föreslogs att hela utredningsansvaret skulle ligga på EBM samt att börser och auktoriserade marknadsplatser skulle rapportera till den myndigheten. Marknadsmisbruksutredningen ansluter sig i princip till detta förslag. Utredningen föreslår dock att rapporter skall lämnas till Finansinspektionen, som omedelbart överlämnar dem till EBM. Ett skäl för den ordningen är att rapportering enligt direktivet skall göras till den behöriga myndigheten, vilket för Sveriges del är Finansinspektionen. Ett annat skäl är att en rapport också kan ge inspektionen anledning att vidta tillsynsåtgärder.

*Avsnitt 10, Verktyg för Finansinspektionens tillsyns- och utredningsverksamhet*

Enligt marknadsmisbruksdirektivet skall den behöriga myndigheten ha alla de tillsyns- och utredningsbefogenheter som den behöver för att kunna fullgöra sina uppgifter. I artikel 12.2 finns uppräknade ett antal specifika befogenheter som myndigheten skall ha.

De flesta av de angivna befogenheterna har Finansinspektionen redan enligt gällande rätt, men några tillägg behöver göras. Bland annat föreslår utredningen att inspektionen skall kunna kalla den som förväntas kunna lämna upplysningar i ett tillsynsärende till förhör på tid och plats som inspektionen bestämmer. De nya reglerna föreslås intagna i lagen (1990:981) om handel med finansiella instrument.

*Avsnitt 11, Finansiella analyser och investeringsrekommendationer riktade till allmänheten*

I marknadsmissbruksdirektivet och ett av genomförandedirektiven finns ett regelverk som innebär att personer som tar fram eller sprider analyser eller information med rekommendationer om investeringsstrategier som är avsedda för allmänheten måste se till att informationen presenteras sakligt och att de uppger vilka intressen de har eller öppet redovisar eventuella intressekonflikter beträffande de finansiella instrument som omfattas av informationen.

Syftet med bestämmelserna är inte att reglera hur man skall utarbeta eller sprida finansiella rekommendationer i allmänhet, utan syftet är att minimera risken för sådant spridande av falsk eller vilseledande information som kan innebära otillbörlig marknadspåverkan.

De informationskrav som ställs i direktiven är både långtgående och detaljerade, men man har från marknadshåll bedömt att det ändå inte skall vara några betydande svårigheter för värdepappersinstitut och kreditinstitut att uppfylla kraven.

En personkategori som blivit föremål för viss särbehandling i direktivet är journalister. Dessa omfattas som utgångspunkt av direktiven men skall inte omfattas om de i stället omfattas av en likvärdig lämplig självreglering. Detta aktualiserar frågor om innehållet i pressens självreglering och om förhållandet mellan direktiven och bestämmelserna om tryck- och yttrandefrihet i grundlagarna. Både i marknadsmissbruksdirektivet och i genomförandedirektivet uttalas i ingress-satser att bestämmelserna inte hindrar medlemsstaterna från att tillämpa sina konstitutionella bestämmelser om pressfrihet och yttrandefrihet i medierna.

Regler med det innehåll som direktiven föreskriver är till sitt innehåll sådana att de kommer i konflikt med tryck- och yttrandefriheten enligt tryckfrihetsförordningen (TF) och yttrandefrihetsgrundlagen (YGL). Som exempel kan nämnas att direktivbestämmelsen om skyldighet för författaren till en rekommendation att uppge sitt namn strider mot rätten enligt 3 kap. TF för författare att vara anonyma.

Den självreglering som finns berör visserligen en del av de frågor som genomförandedirektivet behandlar men är inte tillräckligt omfattande och detaljerad för att uppfylla kravet på en likvärdig självreglering. Inte heller har man från pressens sida varit beredd att överväga några tillägg till självregleringen som kunde ansluta till principerna bakom direktiven.

Utredningen anser emellertid inte att de intressen som direktiven är avsedda att skydda har sådan tyngd att de bör föranleda grundlagsändringar. Utredningen anser också att det är möjligt att med stöd av de redovisade ingressatserna genomföra bestämmelserna i direktiven utan att samtidigt föreslå ändringar i TF och YGL.

Utredningen föreslår att de nya bestämmelserna åtminstone tills vidare tas in i lagen om handel med finansiella instrument. För att klargöra och underlätta tillämpningen bör lagen innehålla en uttrycklig erinran om att bestämmelserna inte skall tillämpas i den mån det skulle strida mot TF eller YGL.

### *Avsnitt 12, Anmälningsskyldighet*

I utredningsuppdraget ingår också att göra en allmän översyn av lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument. Den lagen har två huvudkomponenter: dels skyldigheten för personer med s.k. insynsställning att till Finansinspektionen anmäla sina innehav av aktier och andra finansiella instrument med anknytning till det aktiemarknadsbolag där de har insynsställning och ändringar i detta innehav, dels det s.k. korttidshandelsförbudet som gäller för en något snävare krets än anmälningsskyldigheten och som förenklat innebär att den som köper aktier eller liknande inte får sälja dessa med vinst inom tre månader. Samma anmälningsskyldighet och förbud mot korttidshandel gäller också för aktiemarknadsbolagen själva i fråga om deras egna aktier.

Marknadsmisbruksdirektivet har regler om anmälningsskyldighet för personer med insynsställning. Direktivets regler kräver några mindre ändringar i det svenska regelverket.

Till skillnad från vad som gäller enligt den svenska lagen innehåller direktivet inte någon anmälningsskyldighet för bolagen själva. Och direktivet har inte någon motsvarighet alls till det svenska korttidshandelsförbudet. Här står Sverige alltså fritt att välja sin egen lösning.

Korttidshandelsförbudet har varit kritiserat för att vara på samma gång svårtillämpat och ineffektivt som hinder för insiderhandel. Utredningen föreslår att det nuvarande förbudet byts ut mot ett generellt förbud för samma krets av insynspersoner att över huvud taget handla under en månad före varje delårsrapport (inklusive bokslutskommunikén efter helåret). För att säkerställa att rapportens innehåll har slagit igenom på marknadspriserna innan insynsperso-



nerna kan handla föreslås att de skall få börja handla först dagen efter det att rapporten har offentliggjorts.

Utredningen föreslår också att anmälningsskyldigheten för aktie-marknadsbolagens förvärv och innehav av egna aktier tas bort. Reglerna i lagen om handel med finansiella instrument och de föreskrifter som Finansinspektionen har utfärdat i anslutning till den lagen tillgodoser på ett fullgott sätt marknadens behov av information och ger möjlighet att löpande följa förändringar i bolagens innehav av egna aktier. Utredningen ser inte något behov därutöver av en skyldighet att anmäla till Finansinspektionen. Vidare kan nämnas att Näringslivets börskommitté har antagit regler om köp och försäljning av egna aktier, vilka också har tagits in i Stockholmsbörsens och NGM:s noteringsavtal.

Om någon inte följer lagens bestämmelser om anmälningsskyldighet m.m., skall Finansinspektionen ta ut en särskild avgift av den personen. Utredningen föreslår inte någon principiell ändring på denna punkt. Däremot föreslås en uppmjukning av den regel som ger Finansinspektionen möjlighet att helt eller delvis efterge den särskilda avgiften. Syftet är att göra det lättare för inspektionen att anpassa avgiften till omständigheterna i det enskilda fallet.

# Författningsförslag

## **1      Förslag till lag om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument**

Härigenom föreskrivs följande.

### **Inledande bestämmelser**

1 § I Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk) finns bestämmelser som syftar till att bekämpa och förebygga marknadsmissbruk samt underlätta upptäckt och utredning av sådant missbruk. Finansinspektionen ansvarar för att de bestämmelser som antas med stöd av direktivet efterlevs.

2 § I denna lag finns bestämmelser om straff för marknadsmissbruk m.m. Ekobrottsmyndigheten ansvarar för utredning av brott enligt lagen.

### **Definitioner och tillämpningsområde**

3 § I denna lag förstås med

1. *insiderinformation*: information om en icke offentliggjord och inte heller allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument,

2. *handel på värdepappersmarknaden*: handel på börs eller någon annan organiserad marknadsplats eller handel med eller genom någon som yrkesmässigt bedriver sådan verksamhet som avses i 1 kap. 3 § första stycket lagen (1991:981) om värdepappersrörelse,

3. *finansiellt instrument*; fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden,

4. *fondpapper*: aktie och obligation samt sådana andra delägar-rätter eller fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning, fondandel och aktieägares rätt gentemot den som för hans räkning förvarar aktiebrev i ett utländskt bolag (depåbevis).

4 § Bestämmelserna i denna lag tillämpas vid handel på värdepappersmarknaden samt vid handel utanför värdepappersmarknaden med finansiella instrument

1. som är godkända för handel på en reglerad marknad i en medlemsstat inom EES,

2. för vilka en ansökan om godkännande enligt 1 har lämnats in, eller

3. vilkas värde är beroende av ett finansiellt instrument enligt 1 eller 2.

### Insiderbrotten

5 § Den som har insiderinformation och som för egen eller någon annans räkning förvärvar eller avyttrar sådana finansiella instrument som informationen rör eller som med råd eller på annat sådant sätt föranleder någon annan att förvärva eller avyttra sådana finansiella instrument döms för *insiderbrott* till fängelse i högst två år.

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 lägst sex månader och högst fyra år.

6 § Den som av oaktsamhet begår en gärning som avses i 5 § döms för *vårdslöst insiderförfarande* till böter eller fängelse i högst ett år. Om brottet är ringa döms inte till ansvar.

7 § För försök till insiderbrott och grovt insiderbrott döms till ansvar enligt 23 kap. brottsbalken.

8 § Utan hinder av 5–7 §§ får

1. befattningshavare hos företag som driver värdepappersrörelse med stöd av 1 kap. 3, 3 c eller 3 d § lagen (1991:981) om värde-

pappersrörelse fullgöra uppdrag som lämnats företaget att förvärva eller avyttra finansiella instrument samt, utan användande av insiderinformation, fullgöra verksamhet som följer av avtal om att upprätthålla en marknad i ett eller flera finansiella instrument eller fullgöra uppdrag om rådgivning eller förvaltning,

2. förvärv av finansiellt instrument ske då insiderinformationen är ägnad att sänka priset på instrumentet och avyttring ske då informationen är ägnad att höja priset på instrumentet,

3. uppgifter fullgöras som åligger någon på grund av vad som föreskrivits i lag eller annan författning,

4. förvärv ske för en fysisk eller juridisk persons räkning av aktier i ett aktiebolag, 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. innehavare av en option som har ett ekonomisk värde vid löptidens slut avyttra optionen eller utnyttja den enligt dess villkor,

6. utfärdare av en option i samband med lösen avyttra eller förvärva den underliggande tillgång som optionen avser,

7. ingångna terminskontrakt fullgöras på slutdagen,

8. innehavare av en tilldelad emissionsrätt eller inlösenrätt som har ett ekonomiskt värde avyttra rätten eller utnyttja den enligt dess villkor,

9. förvärv eller avyttring ske av andra finansiella instrument än aktier och sådana instrument som avses i andra stycket, om förvärvet eller avyttringen sker utan att insiderinformation används,

Vad som föreskrivs i första stycket 4 om aktie skall också tillämpas på aktierelaterade finansiella instrument såsom teckningsrätt, interimsbevis, optionsbevis, konvertibelt skuldebrev, skuldebrev förenat med optionsrätt till nyteckning, vinstandelsbevis, aktieoption och aktietermin.

**9 §** Den som uppsåtligen eller av oaktsamhet obehörigen röjer insiderinformation döms för *obehörigt röjande av insiderinformation* till böter eller fängelse i högst ett år.

Om informationen blir allmänt känd samtidigt med att den röjs, döms inte till ansvar.

### Otillbörlig marknadspåverkan

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

### Undantag

11 § Bestämmelserna i 5–7, 9 och 10 §§ skall inte tillämpas på handel med egna aktier i återköpsprogram eller på stabilisering av finansiella instrument, förutsatt att handeln utförs i enlighet med förordningen (EG) nr 2273/2003 av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller undantag för återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument.

### Rapporteringskyldighet

12 § Värdepappersinstitut enligt lagen (1991:981) om värdepappersrörelse, börser och auktoriserade marknadsplatser enligt lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet samt kreditinstitut enligt lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse skall utan dröjsmål rapportera till Finansinspektionen om det kan antas att en transaktion utgör eller har samband med insiderbrott eller otillbörlig marknadspåverkan. Inspektionen skall utan dröjsmål överlämna rapporten till Ekobrottsmyndigheten.

13 § Ett företag som har lämnat en rapport enligt 12 § får inte röja för kunden eller någon utomstående att en rapport har lämnats. Detsamma gäller ledamöterna i företagets styrelse och företagets anställda.

**14 §** Ett företag som har lämnat en rapport enligt 12 § får inte göras ansvarigt för att ha åsidosatt någon tystnadsplikt, om företaget hade anledning att räkna med att en rapport borde lämnas. Det samma gäller en styrelseledamot eller en anställd som har lämnat uppgifter för företagets räkning.

**15 §** Till böter döms den som uppsåtligen eller av grov oaktsamhet åsidosätter rapporteringsskyldigheten enligt 12 § eller bryter mot meddelandeförbudet i 13 §.

### **Gemensam bestämmelse**

**16 §** Ansvar enligt denna lag skall inte dömas ut vid affärer som genomförs för Sveriges riksbanks eller Riksgäldskontorets räkning.

### *Förverkande*

**17 §** Vinning av brott enligt 5–7, 9 och 10 §§ skall förklaras förverkad, om det inte är uppenbart oskäligt.

### **Tillsynsåtgärder m.m.**

**18 §** I 6 kap. 1 a § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument finns bestämmelser om Finansinspektionens rätt att få de uppgifter som inspektionen behöver för att fullgöra sina uppgifter enligt 1 §.

**19 §** Finansinspektionen skall fortlöpande bedöma om den praxis som tillämpas vid handel på börser och auktoriserade marknadsplatser är godtagbar och offentliggöra sina beslut om godtagande av praxis.

**20 §** Finansinspektionen skall anmäla till Ekobrottsmyndigheten när det finns anledning att anta att ett brott enligt denna lag har begåtts.

**21 §** För att bekosta Finansinspektionens övervakning enligt denna lag skall de institut som står under inspektionens tillsyn betala årliga avgifter enligt de närmare föreskrifter som regeringen meddelar.

1. Denna lag träder i kraft den 12 oktober 2004.
2. Genom lagen upphävs insiderstrafflagen (2000:1086).
3. I fråga om gärningar som har begåtts före ikraftträdandet tillämpas insiderstrafflagen. Om en bedömning enligt den nya lagen leder till frihet från straff eller till lindrigare straff, tillämpas dock den lagen.
4. Rapporteringsskyldigheten enligt 12 § omfattar inte order eller transaktioner som är hänförliga till tiden före ikraftträdandet.

## 2 Förslag till lag om ändring i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument

Härigenom föreskrivs  
dels att 6 kap. 1 a och 3 §§ skall ha följande lydelse,  
dels att det i lagen skall föras in ett nytt kapitel, 5 a kap., av  
följande lydelse.

### *Nuvarande lydelse*

### *Föreslagen lydelse*

*5 a kap. Investeringsrekommendationer riktade till allmänheten*

#### *1 §*

*Den som utarbetar eller sprider information med direkta eller indirekta rekommendationer om investeringar i finansiella instrument skall se till att informationen presenteras sakligt och innehåller upplysningar om sådana egna intressen eller intressekonflikter som är eller kan vara ägnade att minska förtroendet för rekommendationen.*

*Bestämmelsen i första stycket gäller bara om informationen är avsedd för direkt eller indirekt spridning till allmänheten. Bestämmelsen tillämpas inte i den mån det skulle strida mot bestämmelserna om tryck- och yttrandefrihet i tryckfrihetsförordningen eller yttrandefrihetsgrundlagen.*

*Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen får meddela närmare föreskrifter om innehållet i den information som skall lämnas enligt första stycket.*



## 6 kap.

1 a §<sup>1</sup>

För övervakningen av efterlevnaden av bestämmelserna i denna lag, lagen (1991:981) om värdepappersrörelse, lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet och *insiderstrafflagen* (2000:1086), *har Finansinspektionen rätt att få de uppgifter som den behöver för sin tillsyn från*

1. ett aktiebolag eller annan juridisk person vars finansiella instrument tillsynen gäller,

2. en juridisk person som lämnat offentligt erbjudande om aktieförvärv,

3. moderföretag eller annan större ägare till sådant aktiebolag eller sådan annan juridisk person som avses i 1 och 2,

4. annan förvaltningsmyndighet,

5. börs, auktoriserad marknadsplats eller clearingorganisation enligt 1 kap. 4 § lagen om börs- och clearingverksamhet,

6. börsmedlem eller clearingmedlem enligt 1 kap. 4 § lagen om börs- och clearingverksamhet eller kontoförande institut enligt 3 kap. 1 § lagen (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument,

7. den som driver värdepappersrörelse med stöd av 1 kap. 3, 3 c eller 3 d § lagen om värdepappersrörelse.

För övervakningen av efterlevnaden av bestämmelserna i denna lag, lagen (1991:981) om värdepappersrörelse, lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet, *lagen (2000:1087) om anmälningskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument och lagen (2004:000) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument får Finansinspektionen för sin tillsyn ålägga*

1. ett företag eller någon annan att tillhandahålla uppgifter, handlingar eller annat,

2. den som förväntas kunna lämna upplysningar i saken att inställa sig till förhör på tid och plats som inspektionen bestämmer.

<sup>1</sup> Senaste lydelse 2000:1094.

Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen får meddela närmare föreskrifter om hur uppgiftsskyldigheten skall fullgöras.

3 §<sup>2</sup>

Finansinspektionen får vid vite förelägga någon att göra rättelse om han inte fullgör skyldigheten att

1. upprätta och till Finansinspektionen lämna in prospekt enligt bestämmelserna i 2 kap,
2. göra anmälan till aktiebolag och till börs eller auktoriserad marknadsplats enligt 4 kap. 1 §,
3. offentliggöra uppgifterna i en anmälan enligt 4 kap. 4 §,
4. lämna uppgifter enligt 6 kap. 1 a § 1–3 eller 5–7.
4. följa bestämmelserna i 5 a kap. 1 § eller föreskrifter som meddelats med stöd av den bestämmelsen.
5. följa ett åläggande enligt 1 a §.

---

Denna lag träder i kraft den 12 oktober 2004.

---

<sup>2</sup> Senaste lydelse 2000:1094.

### 3 Förslag till lag om ändring i lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet

Härigenom föreskrivs  
dels att 5 kap. 3 § och 6 kap. 2 § skall ha följande lydelse,  
dels att det i lagen skall föras in tre nya paragrafer, 5 kap. 3 a §  
samt 6 kap. 3 och 4 §§, av följande lydelse.

*Nuvarande lydelse*

*Föreslagen lydelse*

#### 5 kap.

##### 3 §<sup>3</sup>

Den som har gett ut fondpapper som har inregistrerats vid en börs skall

Den som har gett ut fondpapper som har inregistrerats vid en börs *eller för vilka ansökan om inregistrering vid en börs har getts in* skall

1. fortlöpande informera börsen om sin verksamhet,  
2. i övrigt lämna börsen de upplysningar som den behöver för att kunna fullgöra sina uppgifter enligt denna lag och andra författningar samt

3. offentliggöra de upplysningar om verksamheten och fondpapperen som är av betydelse för bedömningen av kursvärdet på fondpapperen.

3. *snarast* offentliggöra de upplysningar om verksamheten och fondpapperen som är av betydelse för bedömningen av kursvärdet på fondpapperen.

Om ett företag som har ett kvalificerat innehav i en börs har gett ut fondpapper som har inregistrerats vid börsen, skall börsen omedelbart vidarebefordra information enligt första stycket till Finansinspektionen.

*Upplysningar enligt första stycket 3 får lämnas till en utomstående innan de offentliggjorts bara om den personen omfattas av tystnadsplikt enligt lag eller avtal.*

##### 3 a §

*En utgivare av fondpapper får skjuta upp offentliggörandet av*

<sup>3</sup> Senaste lydelse 1998:261.

*information som avses i 3 § första stycket 3 om det behövs för att inte skada ett berättigat intresse hos utgivaren. Detta får dock ske bara om det inte är sannolikt att den utblivna informationen vilseleder allmänheten och utgivaren kan säkerställa att informationen inte röjs.*

## 6 kap.

### 2 §<sup>4</sup>

Den som har gett ut fondpapper som har noterats med stöd av 1 § skall

Den som har gett ut fondpapper som har noterats med stöd av 1 § *eller för vilka ansökan om notering har getts in* skall

1. fortlöpande informera börsen om sin verksamhet,  
2. i övrigt lämna börsen de upplysningar som den behöver för att kunna fullgöra sina uppgifter enligt denna lag och andra författningar samt

3. offentliggöra de upplysningar om verksamheten och fondpapperen som är av betydelse för bedömningen av kursvärdet på fondpapperen.

3. *snarast* offentliggöra de upplysningar om verksamheten och fondpapperen som är av betydelse för bedömningen av kursvärdet på fondpapperen.

Om ett företag som har ett kvalificerat innehav i en börs har gett ut fondpapper som har noterats vid börsen, skall börsen omedelbart vidarebefordra information enligt första stycket till Finansinspektionen.

*Upplysningar enligt första stycket 3 får lämnas till en utomstående innan de offentliggjorts bara om den personen omfattas av tystnadsplikt enligt lag eller avtal.*

### 3 §

*En utgivare av fondpapper får skjuta upp offentliggörandet av information som avses i 2 § första stycket 3 om det behövs för att inte*

<sup>4</sup> Senaste lydelse 1998:261.

*skada ett berättigat intresse hos utgivaren. Detta får dock ske bara om det inte är sannolikt att den uteblivna informationen vilseleder allmänheten och att utgivaren kan säkerställa att informationen inte röjs.*

*4 §*

*En börs skall besluta om avnotering av fondpapper, om utgivaren av fondpapperen allvarligt åsidosatt sin informationsplikt enligt 2 §. Avnotering skall dock inte ske om det är olämpligt från allmän synpunkt.*

*Avnotering får inte beslutas utan att utgivaren har fått tillfälle att yttra sig över det som har tillförts ärendet genom någon annan än honom själv, om inte detta är uppenbart obehövligt eller beslutet inte kan uppskjutas.*

*Beslut om avnotering skall offentliggöras omedelbart.*

---

Denna lag träder i kraft den 12 oktober 2004.

#### 4 Förslag till lag om ändring i lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument

Härigenom föreskrivs i fråga om lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument

*dels* att 1–6, 15, 16, 18 och 20–23 §§ samt rubriken närmast före 15 § skall ha följande lydelse,

*dels* att det i lagen skall föras in två nya paragrafer, 10 a och 10 b §§, samt närmast före 10 a § en ny rubrik av följande lydelse.

*Nuvarande lydelse*

*Föreslagen lydelse*

#### Definitioner

##### 1 §<sup>5</sup>

I denna lag förstås med

1. finansiellt instrument: fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden,

2. fondpapper: aktie och obligation samt sådana andra delägar-rätter eller fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning, fondandel och aktieägars rätt gentemot den som för hans räkning förvarar aktiebrev i ett utländskt bolag (depåbevis),

3. värdepappersinstitut: vad som anges i 1 kap. 2 § 4 lagen (1991:981) om värdepappersrörelse,

4. börs och auktoriserad marknadsplats: vad som anges i 1 kap. 4 § 1 och 3 lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet,

5. aktiemarknadsbolag: svenskt aktiebolag som utgivit aktier vilka är noterade vid en börs eller en auktoriserad marknadsplats,

6. moder- och dotterföretag: vad som anges i 1 kap. 5 och 6 §§ aktiebolagslagen (1975:1385) om moderbolag och dotterföretag, varvid vad som sägs om moderbolag skall tillämpas även på andra juridiska personer än aktiebolag. Om två juridiska personer äger så många aktier eller andelar i en annan svensk eller utländsk juridisk person att de har hälften var av rösterna för samtliga aktier eller andelar, är dock vid tillämpningen av denna lag de förstnämnda juridiska personerna att jämställa med moderföretag och den sistnämnda juridiska personen att jämställa med dotterföretag,

---

<sup>5</sup> Senaste lydelse 2004:71.

*7. ordinarie delårsrapport: delårsrapport samt förhandsmeddelande om kommande årsbokslut (bokslutskommuniké) som ett aktiemarknadsbolag är skyldigt att lämna enligt sitt noteringsavtal med börsen eller den auktoriserade marknadsplatsen eller, om sådana bestämmelser saknas i noteringsavtalet, årsredovisning och delårsrapport enligt bestämmelserna i årsredovisningslagen (1995:1554), lagen (1995:1559) om årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag eller lagen (1995:1560) om årsredovisning i försäkringsföretag.*

## 2 §

Vad som föreskrivs om aktie skall också tillämpas på aktie-relaterade finansiella instrument såsom teckningsrätt, interimsbevis, optionsbevis, konvertibelt skuldebrev, skuldebrev förenat med optionsrätt till nyteckning, vinstandelsbevis, aktieoption och aktie-termin. Utfärdande av köpoption skall likställas med avyttring av de aktier optionen avser medan utfärdande av säljoption skall likställas med förvärv av aktierna.

Om finansiella instrument ägs av två eller flera med samäganderätt, skall en delägare vid tillämpningen av denna lag anses vara ägare till så många av instrumenten som svarar mot hans lott i det samfällda innehavet.

*Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen får meddela föreskrifter om vilka ytterligare finansiella instrument som skall likställas med aktier enligt första stycket.*

## 3 §

Följande fysiska personer anses enligt denna lag ha insynsställning i ett aktiemarknadsbolag:

1. ledamot eller suppleant i bolagets eller dess moderföretags styrelse,

2. verkställande direktör eller vice verkställande direktör i bolaget eller dess moderföretag,

3. revisor eller revisorssuppleant i bolaget eller dess moderföretag,

4. bolagsman i ett handelsbolag som är bolagets moderföretag, dock inte kommanditdelägare,

5. innehavare av annan ledande befattning i eller annat kvalificerat uppdrag av stadigvarande natur för bolaget eller dess moderföretag, om befattningen eller uppdraget normalt kan antas medföra tillgång till icke offentliggjord information om sådant förhållande som kan påverka kursen på aktierna i bolaget,

6. befattningshavare eller uppdragstagare enligt 1–3 eller annan ledande befattningshavare i ett dotterföretag, om denne normalt kan antas få tillgång till icke offentliggjord information om sådant förhållande som kan påverka kursen på aktierna i bolaget,

7. den som äger aktier i bolaget, motsvarande minst tio procent av aktiekapitalet eller av röstetalet för samtliga aktier i bolaget, eller äger aktier i denna omfattning tillsammans med sådan fysisk eller juridisk person som är aktieägaren närstående på det sätt som anges i 5 § första stycket.

7. den som, *direkt eller genom en eller flera sådana juridiska personer som avses i 5 § första stycket 3 eller 4,*

– äger aktier i bolaget, motsvarande minst tio procent av aktiekapitalet eller av röstetalet för samtliga aktier i bolaget, eller  
– äger aktier i denna omfattning tillsammans med sådan fysisk eller juridisk person som är aktieägaren närstående på det sätt som anges i 5 § första stycket.

Finansinspektionen skall på begäran av aktiemarknadsbolaget eller dess moderföretag pröva frågan om en befattningshavare eller uppdragstagare har en sådan ledande ställning eller ett sådant kvalificerat uppdrag som avses i första stycket 5 eller 6.

#### 4 §

Den som har insynsställning i ett aktiemarknadsbolag skall skriftligen anmäla innehav av aktier i bolaget och ändring i innehavet till Finansinspektionen.

Den som har insynsställning i ett aktiemarknadsbolag skall skriftligen anmäla innehav av aktier i bolaget och ändring i innehavet till Finansinspektionen.



*Sådan anmälan skall också göras av ett aktiemarknadsbolag som innehar egna aktier, dock inte då det är fråga om innehav av egna aktier med stöd av 4 kap. 5 § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse.*

Anmälningsskyldighet gäller dock inte

1. innan den som avses i 3 § första stycket 5 eller 6 tagit emot underrättelse enligt 7 eller 8 §,

2. om innehavet inte uppgår till 200 aktier eller, om innehavet avser värdepapper som enligt 2 § första stycket likställs med aktier, understiger ett marknadsvärde motsvarande 50 000 kronor,

3. om ändring i innehavet efter den senast gjorda anmälningen inte uppgår till 200 aktier eller, om ändringen avser värdepapper som enligt 2 § första stycket likställs med aktier, understiger ett marknadsvärde motsvarande 50 000 kronor,

4. om ökning i innehavet för-  
anletts av fondemission eller av  
att akties nominella belopp sänkts  
genom att aktien delats upp.

2. om ändring i innehavet för-  
anletts av fondemission eller av  
att akties nominella belopp ändrats  
genom att aktie delats upp eller  
lagts samman med annan aktie.

3. förvärv av teckningsrätt genom  
aktieägars företrädesrätt vid  
emission, avyttring av interims-  
bevis genom omvandling till aktie  
samt förvärv genom tilldelning av  
inlösenrätt,

4. om ändring i innehavet av-  
ser finansiella instrument som för-  
fallit utan värde.

Av 5 § framgår att anmälningsskyldigheten även omfattar vissa närståendes aktieinnehav.

Finansinspektionen kan medge befrielse från anmälningsskyldigheten om motsvarande uppgifter kan erhållas på annat sätt.

## 5 §

Vid tillämpning av 4 § första stycket första meningen skall följande aktier i aktiemarknadsbolaget likställas med den anmälningsskyldiges egna, nämligen sådana som ägs av

1. make eller sambo till den anmälningsskyldige,
2. omyndiga barn som står under den anmälningsskyldiges vårdnad,

*2 a andra släktingar till den anmälningsskyldige som delar hus-*

*håll med honom eller henne sedan  
åtminstone ett år,*

3. juridisk person vars verksamhet den anmälningsskyldige har ett väsentligt inflytande över och i vilken den anmälningsskyldige eller någon som avses i 1 eller 2 eller flera av dem tillsammans innehar

– ägarandel, uppgående till tio procent eller mer av aktiekapitalet eller av andelarna, eller

– ekonomisk andel, innefattande rätt att uppbära tio procent eller mer av avkastningen, eller

– röstandel, uppgående till tio procent eller mer av röstetalet för samtliga aktier eller av röstetalet hos det högsta beslutande organet,

4. juridisk person vars verksamhet den anmälningsskyldige har ett väsentligt inflytande över och i vilken den anmälningsskyldige eller någon som avses i 1–3 eller flera av dem tillsammans innehar en sådan ägarandel, ekonomisk andel eller röstandel som avses i 3.

Om flera personer är anmälningsskyldiga för samma aktieinnehav eller för ändring i innehavet, behöver anmälan endast göras av en av dem.

## 6 §

Anmälan enligt 4 § om aktieinnehav eller ändring i innehavet skall ha kommit in till Finansinspektionen senast fem dagar efter det att

1. aktie i bolaget noterats vid en börs eller en auktoriserad marknadsplats,

2. insynsställning uppkommit enligt 3 § första stycket 1–4 eller 7 eller den som omfattas av 3 § första stycket 5 eller 6 tagit emot underrättelse enligt 7 eller 8 §,

3. den anmälningsskyldige förvärvat eller avyttrat aktier i bolaget eller annan ändring skett i aktieinnehavet, eller

3. den anmälningsskyldige ingått avtal om förvärv eller avyttring av aktier i bolaget eller annan ändring skett i aktieinnehavet.

4. den anmälningsskyldige fått vetskap om att närstående, som avses i 5 §, innehar, förvärvat eller avyttrat aktier i bolaget eller att annan ändring skett i den närståendes aktieinnehav.

*Förteckning över personer med  
tillgång till insiderinformation*

*10 a §*

*Ett aktiemarknadsbolag skall fortlöpande föra förteckning över fysiska personer som på grund av anställning eller uppdrag arbetar för bolaget och som har tillgång till insiderinformation som rör bolaget. Sådana förteckningar skall innehålla uppgift om anledningen till att personen är med på förteckningen och datum då förteckningen senast uppdaterades.*

*En förteckning enligt första stycket skall uppdateras så snart förhållandena ändras och sparas i minst fem år. Förteckningen skall på begäran lämnas till Finansinspektionen.*

*Aktiemarknadsbolaget skall se till att de personer som tas upp på förteckningen samtidigt underrättas om vad detta innebär.*

*10 b §*

*Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen får meddela föreskrifter om vad en förteckning enligt 10 a § skall innehålla och om underrättelsen till dem som tas upp på förteckningen.*

**Förbud mot korttidshandel**

**Perioder då handel är förbjuden**

**15 §**

*Om den som enligt 3 § första stycket 1–3 har insynsställning i*

*Den som enligt 3 § första stycket 1–3 har insynsställning i*

ett aktiemarknadsbolag *förvärvar aktier i bolaget, får aktier av samma slag upp till motsvarande antal inte avyttras mot vederlag tidigare än tre månader efter förvärvet.*

Detsamma gäller för fysiska och juridiska personer som *förvärvar aktier i aktiemarknadsbolaget och* vilkas aktier enligt 5 § skall likställas med aktier som innehas av personer som avses i första stycket, samt

*aktiemarknadsbolag som förvärvar egna aktier.*

Vad som sägs i andra stycket 2 skall inte tillämpas vid förvärv av egna aktier med stöd av 4 kap. 5 § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse eller när en tidigare avyttring föreskrivs i lag.

ett aktiemarknadsbolag *får inför en ordinarie delårsrapport inte handla med aktier i bolaget under en månad, räknat till och med den dag då rapporten offentliggörs.*

Detsamma gäller för fysiska och juridiska personer, vilkas aktier enligt 5 § skall likställas med aktier som innehas av personer som avses i första stycket, samt

*aktiemarknadsbolags handel med egna aktier.*

## 16 §

Utan hinder av 15 § får

1. *aktier avyttras till marknadskurs om den är lägre än anskaffningskursen,*

2. aktier avyttras enligt villkoren i ett offentligt erbjudande om köp av aktier,

3. avyttring ske av tilldelade emissionsrätter.

Om det finns synnerliga skäl, får Finansinspektionen medge ytterligare undantag från förbudet enligt 15 §.

1. aktier avyttras enligt villkoren i ett offentligt erbjudande om köp av aktier,

2. avyttring ske av tilldelade emissionsrätter *och inlösenrätter.*

## 18 §

*Om det finns anledning att anta att en bestämmelse i denna lag har överträtts, har Finansinspektionen rätt att få de uppgifter som den behöver för sin utredning från*

*I 6 kap. 1 a § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument finns bestämmelser om Finansinspektionens rätt att få de uppgifter som den behöver för att fullgöra sina uppgifter enligt denna lag.*

1. den som det finns anledning att anta har gjort överträdelsen,
2. ett aktiebolag eller en annan juridisk person vars finansiella instrument överträdelsen gäller,
3. moderföretaget till det aktiebolag eller den juridiska person som avses i 2,
4. annan förvaltningsmyndighet,
5. börs, auktoriserad marknadsplats eller clearingorganisation enligt 1 kap. 4 § lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet,
6. börsmedlem eller clearingmedlem enligt 1 kap. 4 § lagen om börs- och clearingverksamhet eller konstoförande institut enligt 3 kap. 1 § lagen (1998:1479) om konstoföring av finansiella instrument,
7. den som driver värdepappersrörelse med stöd av 1 kap. 3, 3 c eller 3 d § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse.

Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen får meddela närmare föreskrifter om hur uppgiftsskyldigheten skall fullgöras.

## 20 §

Finansinspektionen skall besluta att en särskild avgift skall tas ut, om någon

- |                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ol style="list-style-type: none"> <li>1. underlåter att inom föreskriven tid göra anmälan enligt 4, 7 eller 8 §,</li> <li>2. lämnar oriktig eller vilseledande uppgift vid fullgörande av <i>anmälningsskyldighet</i> enligt någon av nämnda paragrafer eller vid fullgörande av uppgiftsskyldig-</li> </ol> | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. underlåter att inom föreskriven tid göra anmälan <i>eller lämna underrättelse</i> enligt 4, 7, 8 eller 10 a §,</li> <li>2. lämnar oriktig eller vilseledande uppgift vid fullgörande av <i>anmälnings- eller underrättelse-skyldighet</i> enligt någon av nämnda paragrafer,</li> </ol> |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

het som avses i 18 § första stycket 2, 3 och 5–7,

3. *avyttrar* aktier i strid mot 15 §.

3. *handlar med* aktier i strid mot 15 §,

4. *helt eller delvis underlåter att föra en förteckning enligt 10 a § eller att på begäran lämna förteckningen till Finansinspektionen.*

## 21 §

Särskild avgift beräknas enligt följande:

1. vid underlåtenhet att göra anmälan enligt 4 § eller när oriktig eller vilseledande uppgift har lämnats vid fullgörande av anmälningsskyldighet enligt samma paragraf: 10 procent av vederlaget för aktierna eller, om vederlag inte har utgått, 15 000 kronor,

2. vid underlåtenhet att göra anmälan eller lämna uppgifter enligt 7 eller 8 § eller när oriktig eller vilseledande uppgift har lämnats vid fullgörande av *anmälningsskyldighet* enligt samma paragrafer: 15 000 kronor

3. *när oriktig eller vilseledande uppgift har lämnats vid fullgörande av uppgiftsskyldighet som avses i 18 § första stycket 2, 3 eller 5–7: 15 000 kronor,*

4. vid överträdelse av 15 §: 90 procent av skillnaden mellan förvärvs- och avyttringspriset.

1. vid underlåtenhet att göra anmälan enligt 4 § eller när oriktig eller vilseledande uppgift har lämnats vid fullgörande av anmälningsskyldighet enligt samma paragraf: 10 procent av vederlaget för aktierna, *dock lägst 15 000 och högst 350 000 kronor,* eller, om vederlag inte har utgått, 15 000 kronor,

2. vid underlåtenhet att göra anmälan eller lämna *underrättelse eller* uppgifter enligt 7 eller 8 § eller 10 a § tredje stycket eller när oriktig eller vilseledande uppgift har lämnats vid fullgörande av *anmälnings- eller underrättelseskyldighet* enligt samma paragrafer: 15 000 kronor,

3. vid överträdelse av 15 §: 10 procent av vederlaget för aktierna,

4. *vid underlåtenhet helt eller delvis att föra en förteckning enligt 10 a § eller att på begäran lämna*

*den till Finansinspektionen: mellan 0,005 och 0,01 procent av aktie- marknadsbolagets noterade marknadsvärde vid utgången av månaden före beslutet, dock lägst 15 000 och högst 1 000 000 kronor.*

*Avgift enligt första stycket 1 eller 4 skall uppgå till lägst 15 000 och högst 350 000 kronor.*

## 22 §

Särskild avgift tas ut av den som enligt bestämmelse som avses i 20 § 1 och 2 är skyldig att göra anmälan eller lämna uppgift som där åsyftas eller, såvitt avser 20 § 3, inte får *avyttra aktier inom viss tid efter förvärvet.*

Särskild avgift tas ut av den som enligt bestämmelse som avses i 20 § 1, 2 och 4 är skyldig att *fullgöra vad som där sägs* eller lämna underrättelse eller uppgift som där åsyftas eller, såvitt avser 20 § 3, inte får *handla med aktier under vissa perioder.*

Innan beslut om särskild avgift meddelas skall den berörde ges tillfälle att yttra sig i ärendet hos Finansinspektionen. Beslut om att ta ut avgift får inte meddelas, om den berörde inte senast två år från det att överträdelsen ägde rum har delgetts upplysning om att frågan om särskild avgift har tagits upp av inspektionen.

## 23 §

Om överträdelsen är ringa eller ursäktlig eller det annars finns *synnerliga* skäl, får särskild avgift efterges helt eller delvis.

Om överträdelsen är ringa eller ursäktlig eller det annars finns *särskilda* skäl, får särskild avgift efterges helt eller delvis.

- 
1. Denna lag träder i kraft den 12 oktober 2004.
  2. Anmälan enligt 4 § om aktieinnehav eller ändring i innehavet som avser förhållanden före ikraftträdandet skall göras inom den tid som föreskrivs i 6 § i dess äldre lydelse.
  3. Att en person vid ikraftträdandet har tillgång till insiderinformation innebär inte att han eller hon behöver tas upp på en förteckning enligt 10 a §.

# 1 Inledning

Den 3 december 2002 antogs Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisshandling) (EUT L 96, 12.4.2003, s. 16, Celex 32003L0006). Direktivet ersätter rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter om insiderhandel (insiderdirektivet; EGT 334, 18.11.1989, s. 30, Celex 31989L0592). Marknadsmisshandlingsdirektivet har tagits in som *bilaga 2* till detta betänkande.

Begreppet marknadsmisshandling omfattar i första hand insiderhandel, röjande av insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan. Det nya direktivet ålägger medlemsstaterna att förbjuda och beivra marknadsmisshandling. Medlemsstaterna åläggs också att vidta en rad andra åtgärder som kan ha både preventiv och utredningsunderlättande verkan. Som exempel kan nämnas en skyldighet för bl.a. värdepappersinstitut att rapportera alla transaktioner som kan antas utgöra marknadsmisshandling.

Sverige har för närvarande sin insiderlagstiftning uppdelad i insiderstrafflagen (2000:1086) och lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument. Regler om bl.a. skyldighet att lämna upplysningar till Finansinspektionen och marknadsplatsen som har betydelse för möjligheterna att förhindra och beivra marknadsmisshandling finns också i bl.a. lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument, lagen (1991:981) om värdepappersrörelse, lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet samt lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse.

Utredningens huvuduppgift är enligt utredningsdirektiven att analysera vilka ändringar som krävs i den nuvarande regleringen för att genomföra marknadsmisshandlingsdirektivet.<sup>1</sup> Vidare ingår i uppdraget bl.a. att göra en allmän översyn av lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument och att analysera

---

<sup>1</sup> Dir. 2003:91.



hur insiderstrafflagens förbud mot obehörigt röjande av insiderinformation förhåller sig till styrelseledamöters tystnads- och lojalitetsplikt. Utredningsdirektiven fogas till betänkandet som *bilaga 1*.

Utredningen har samrått med Förtroendekommissionen och kunnat konstatera att de båda utredningarnas förslag inte kommer i konflikt med varandra. Tvärtom är flera av kommissionens förslag av påtagligt värde även ur denna utrednings synvinkel. Utredningen tillstyrker de förslag som kommissionen lägger fram i avsnitt 12, Ekonomisk brottslighet, i betänkandet Näringslivet och förtroendet (SOU 2004:47).

Tack vare att gruppen sakkunniga i utredningen har haft en allsidig sammansättning har utredningen också på ett enkelt sätt kunnat ha ett kontinuerligt samråd med de närmast berörda organisationerna.

## 2 Bakgrund

### 2.1 Inledning

Insiderlagstiftningen återfinns främst i insiderstrafflagen och lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument. Dessa lagar trädde i kraft den 1 januari 2001 och ersatte insiderlagen (1990:1342) och bestämmelserna om otillbörlig kurspåverkan i lagen om handel med finansiella instrument.

Den första lagstiftningen i Sverige som syftade till att motverka insiderhandel, dvs. handel med värdepapper där icke offentliggjord information utnyttjas för att göra fördelaktiga affärer, kom till under 1970-talet genom lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav. Den innebar en skyldighet för vissa personer att anmäla innehav av vissa aktier m.m. till Värdepapperscentralen VPC AB (numera VPC AB). Ett direkt förbud mot insiderhandel infördes först år 1985. Lagstiftningen har därefter stegvis utvecklats för att motverka marknadsmissbruk. Bland annat har en samordning på EU-nivå skett genom 1989 års insiderdirektiv.

Förbudet mot insiderhandel motiveras i allmänhet med att det är viktigt med ett stort förtroende för värdepappersmarknadens funktionssätt för att kunna behålla en gynnsam utveckling av marknaden (se t.ex. prop. 1990/91:42 s. 38).

Syftet med skyldigheten för personer med insynsställning i marknadsnoterade bolag att anmäla sina innehav av aktier m.m. i bolaget är bl.a. dess avhållande effekt. Över anmälningarna förs ett register som är offentligt. Att registret är offentligt innebär att marknadsaktörer och andra kan följa förändringar i de innehav som personer med insynsställning har. Vidare ger anmälningsskyldigheten möjlighet att kontrollera efterlevnaden av handelsförbudet.

## 2.2 Insiderstrafflagen

Det första direkta förbudet mot insiderhandel infördes genom lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden och var begränsat till att gälla aktier i aktiemarknadsbolag och vissa andra värdepapper med anknytning till sådana aktier. Endast personer med insynsställning i ett aktiemarknadsbolag samt i dess moder- och dotterbolag kunde begå insiderbrott. Med insiderinformation avsågs endast information med särskild anknytning till aktiemarknadsbolaget.

Genom insiderlagen utvidgades det straffbelagda förbudet mot insiderhandel i flera avseenden. Förbudet utvidgades till att omfatta flera personer än tidigare, och lagen innebar en anpassning till EG:s insiderdirektiv. Ändringar i insiderlagen gjordes vid ett par tillfällen, bl.a. år 1997 då handel med i princip alla slags finansiella instrument kom att omfattas av lagen. Samtidigt infördes i lagen om handel med finansiella instrument ett förbud mot otillbörlig kurspåverkan, dvs. olika kursmanipulativa åtgärder i avsikt att otillbörligen påverka priset på finansiella instrument.

Insiderlagen ersattes i januari 2001 av insiderstrafflagen som är en specialstraffrättslig lag på värdepappersområdet. Lagen innehåller bl.a. bestämmelser om straffansvar vid otillåten insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan. Genom insiderstrafflagen infördes en definition av insiderinformation. Definitionen motsvarar den information som tidigare omfattades av handelsförbudet i insiderlagen, dvs. information om en icke offentliggjord och inte heller allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument. Införandet av den nya lagen innebar vidare att straffen för insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan skärptes. Ett nytt brott introducerades, nämligen obehörigt röjande av insiderinformation. Den som har anställning, uppdrag eller annan befattning som normalt innebär att han eller hon får kännedom om omständigheter som har betydelse för kursen på finansiella instrument, och som på grund härav fått insiderinformation och obehörigen röjer denna gör sig skyldig till detta brott. Den nya straffbestämmelsen infördes för att nå en bättre överensstämmelse med bestämmelserna i insiderdirektivet.

Finansinspektionen är den myndighet som har att övervaka att bestämmelserna i insiderstrafflagen efterlevs. Övervakningen sker i praktiken genom ett samarbete mellan framför allt inspektionen, marknadsplatserna, värdepappersinstituten och Ekobrottsmyndigheten. Enligt lagen om börs- och clearingverksamhet skall börser

och auktoriserade marknadsplatser övervaka handeln och kursbildningen på respektive marknadsplats. Detsamma gäller för de värdepappersinstitut som organiserar handel i finansiella instrument enligt lagen om värdepappersrörelse. Finansinspektionens utredningar initieras i allmänhet genom att en marknadsplats rapporterar en händelse där det kan finnas anledning att undersöka om insiderbrottslighet har förekommit. Den utredning som bedrivs av inspektionen i ett ärende upphör senast i och med att det finns anledning anta att brott mot insiderstrafflagen begåtts. Ärendet skall då överlämnas till åklagare.

### **2.3 Lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument**

Den första lagstiftningen i Sverige som syftade till att motverka insiderhandel tillkom, som nämnts, genom lagen om registrering av aktieinnehav. Lagen innebar i huvudsak en skyldighet för personer med insynsställning, såsom styrelseledamöter och verkställande direktör, i bolag noterade vid Stockholms fondbörs eller på den s.k. fondhandlarlistan att anmäla sitt och vissa närstående fysiska och juridiska personers innehav av aktier i bolaget och vissa därmed jämställda värdepapper. Anmälan skulle ske till den som förde aktieboken, dvs. i de allra flesta fall till Värdepapperscentralen.

Genom lagen om värdepappersmarknaden utvidgades kretsen av personer som ansågs ha insynsställning till att även omfatta större aktieägare, liksom vissa befattningshavare i ett moderföretag. Samtidigt infördes en bestämmelse om att dåvarande Bankinspektionen skulle föra ett register (insynsställningsregistret) över de anmälningar som gjordes till Värdepapperscentralen. Anmälningsskyldigheten kortades till 14 dagar. Bestämmelser om anmälningsskyldighet fanns även i fondkommissionslagen (1979:748) som ålade vissa befattningshavare hos fondkommissionärer att till arbetsgivaren anmäla sina innehav och förändringar i innehaven.

Insiderlagen innebar en viss begränsning i anmälningsskyldigheten, genom att gränserna för hur stora förändringar i innehaven som utlöser anmälningsplikt höjdes. Enligt lagen skulle Värdepapperscentralen föra registret (som bytte namn till insiderregistret) med hjälp av automatisk databehandling. Samtidigt infördes en dispensmöjlighet för de fall där uppgifterna fanns att tillgå på annat sätt. Senare uppdrogs åt Finansinspektionen att föra registret. År 1997

gjordes nya ändringar i bestämmelserna om anmälningsskyldigheten. Förbudet för personer med insynsställning i aktiemarknadsbolag och närstående till dessa att låta förvaltarregistrera sina innehav av aktier m.m. upphävdes. Vidare infördes ett förbud mot s.k. korttidshandel för personer med insynsställning, anmälningsskyldigheten avkriminaliserades och påföljden vid överträdelser av skyldigheten ersattes med en särskild avgift. Beslut om sådan avgift fattas av Finansinspektionen. I mars 2000 – i samband med att det blev tillåtet för aktiebolag att återköpa egna aktier – utvidgades anmälningsskyldigheten liksom förbudet mot korttidshandel till att gälla även förändringar i aktiemarknadsbolags innehav av egna aktier.

I januari 2001 delades insiderlagen upp i två lagar, varav anmälningsskyldighetslagen kom att innehålla bl.a. bestämmelserna om anmälningsskyldighet och förbudet mot korttidshandel. Tidsfristen för anmälan om aktieinnehav eller förändringar i innehavet kortades ytterligare, nu till fem dagar. Vidare återinfördes en anmälningsskyldighet för vissa anställda i värdepappersinstitut. Motsvarande skyldighet infördes också för anställda vid börser och auktoriserade marknadsplatser. Anmälningar för dessa anställda görs till arbetsgivaren. Insiderregistret ändrade beteckning till insynsregistret.

## 2.4 Marknadsmisbruksdirektivet

Marknadsmisbruksdirektivet ersätter 1989 års insiderdirektiv som inte längre ansetts innebära en tillräcklig reglering i dessa avseenden. Finansmarknaderna har utvecklats och förändrats mycket sedan insiderdirektivet antogs. Medlemsstaternas lagstiftning på området uppvisar också betydande olikheter.

Marknadsmisbruksdirektivet innebär i huvudsak en utvidgning av bestämmelserna i insiderdirektivet samt en reglering på europeisk nivå av otillbörlig marknadspåverkan. Med otillbörlig marknadspåverkan avses att en aktör bl.a. genom transaktioner, handelsorder eller informationsspridning ger falska eller vilseledande signaler till värdepappersmarknaden om tillgång, efterfrågan eller pris på finansiella instrument. Otillbörlig marknadspåverkan är således ett vidare begrepp än otillbörlig kurspåverkan enligt insiderstrafflagen och påminner närmast om brottsbalkens bestämmelser om svindleri. En annan nyhet är att direktivets räckvidd inte är begränsad till transaktioner som genomförs på en marknadsplats eller av en yrkesmässigt verksam mellanhand, utan även omfattar direkta transaktioner

mellan två parter. Däremot är direktivets räckvidd på det sättet begränsad i jämförelse med insiderstrafflagen, att direktivets bestämmelser i stort sett bara gäller aktier som är godkända för handel på en reglerad marknad och instrument som är relaterade till sådana aktier. Förbudet i direktivet gäller såväl fysiska som juridiska personer.

Utöver definitioner och förbud innehåller direktivet även bestämmelser som syftar till att förebygga marknadsmissbruk samt att underlätta upptäckt och utredning av sådant missbruk. Bland dessa bestämmelser kan nämnas en skyldighet för emittenter av finansiella instrument att så snabbt som möjligt offentliggöra insiderinformation, liksom en skyldighet för personer som yrkesmässigt utför transaktioner med finansiella instrument att anmäla misstankar om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan till den behöriga myndigheten. Direktivet innehåller vidare bestämmelser om skyldighet för personer i ledande ställning att anmäla vissa innehav av finansiella instrument och om offentliggörande av anmäld information.

Varje medlemsstat skall utse en central behörig administrativ myndighet som är ansvarig för att se till att bestämmelser som antas enligt direktivet efterlevs. Delegation av uppgifter till andra myndigheter eller marknadsplatserna är dock tillåten så länge den behöriga myndigheten behåller det yttersta ansvaret. I direktivet finns en minimikatalog över befogenheter som den behöriga myndigheten skall utrustas med. I dessa ingår bl.a. att få tillgång till dokument och begära upplysningar av vem som helst. Direktivet anger vidare att medlemsstaterna, utan att det påverkar deras rätt att föreskriva straffrättsliga påföljder, skall säkerställa att administrativa åtgärder kan vidtas eller administrativa påföljder beslutas mot de personer som är ansvariga för överträdelser av bestämmelser som antagits enligt direktivet.

Vidare införs ett kommittéförfarande i enlighet med den resolution om en effektivare reglering av värdepappersmarknaden i Europeiska unionen som Europeiska rådet antog vid toppmötet i Stockholm i mars 2001 och Europaparlamentets resolution om genomförande av lagstiftningen om finansiella tjänster i februari 2002. Den nya lagstiftningsmodellen benämns Lamfalussymodellen och beskrivs närmare i avsnitt 3. Kommissionen har med stöd av bestämmelserna i direktivet antagit tre direktiv och en förordning (se närmare i avsnitt 3.2).

Marknadsmissbruksdirektivet publicerades i Europeiska unionens officiella tidning den 12 april 2003 och skall vara genomfört i medlemsstaterna senast den 12 oktober 2004.

## 3 En ny metod för regleringen av värdepappersmarknaden i EU

### 3.1 Lamfalussymodellen

Utvecklingen av lagstiftningen på värdepappersmarknadsområdet har under senare år framför allt varit en del av den harmonisering som ägt rum inom EU av regelverket för de finansiella marknaderna. Arbetet inom EU på området har intensifierats sedan EG-kommissionen i maj 1999 presenterade sin handlingsplan för finansiella tjänster (Europeiska kommissionens meddelande Att genomföra handlingsramen för finansmarknaderna: En handlingsplan, KOM (1999) 232).

Handlingsplanen syftar till att skapa en integrerad marknad för finansiella tjänster i EU och innehåller drygt fyrtio åtgärder. Europeiska rådet och Europaparlamentet har gett sitt stöd åt handlingsplanen. Enligt tidsplanen skall integrerade marknader för finansiella tjänster uppnås senast 2005. Av de drygt fyrtio åtgärderna har i dag trettionio genomförts på gemenskapsnivå. En av åtgärderna var antagandet av marknadsmissbruksdirektivet.

Mot bakgrund bl.a. av de korta tidsfristerna för att genomföra handlingsplanen för finansiella tjänster har en ny modell tagits fram för lagstiftning på värdepappersmarknadsområdet. I en rapport som presenterades i februari 2001, föreslog den s.k. visemannakommittén en ny lagstiftningsmodell på värdepappersområdet (rapporten kallas "Lamfalussyrapporten" efter kommitténs ordförande, Alexandre Lamfalussy). Kommittén var av uppfattningen att den gällande lagstiftningsprocessen var långsam, stel, komplicerad och illa anpassad till förändringstakten på de internationella finansiella marknaderna. Den modell som kommittén i stället föreslog, Lamfalussymodellen, syftar till att möjliggöra ett snabbare lagstiftningsförfarande och en mer flexibel lagstiftning. Modellen delar in regelgivningen och uppföljningen i fyra nivåer.

På nivå ett fastställs allmänna principer enligt det normala lagstiftningsförfarandet inom EG-rätten, dvs. genom direktiv eller för-



ordningar som föreslås av kommissionen och antas av rådet och Europaparlamentet. I dessa rättsakter delegeras åt kommissionen att utfärda genomförandebestämmelser i vissa hänseenden.

På nivå två antar kommissionen genomförandebestämmelser för att fylla ut eller anpassa de allmänna principer som beslutats på nivå ett. Kommissionen biträds i detta arbete av en ny kommitté, Europeiska värdepapperskommittén, bestående av företrädare för medlemsstaterna, som även skall fungera som en föreskrivande kommitté enligt artikel 5 i 1999 års ”kommittologibeslut”.

Ytterligare en kommitté har inrättats av kommissionen, Europeiska värdepapperstillsynskommittén, med uppgift att vägleda kommissionen särskilt i fråga om utarbetande av utkast till genomförandeåtgärder på värdepappersområdet. I denna kommitté återfinns företrädare för medlemsstaternas tillsynsmyndigheter på värdepappersområdet.

Nivå tre omfattar ett utökat samarbete mellan medlemsstaternas tillsynsmyndigheter för värdepappersmarknaderna. Samarbetet syftar bl.a. till att de bestämmelser som beslutats på nivåerna ett och två genomförs i lagstiftningen i de olika medlemsstaterna på ett konsekvent och likvärdigt sätt.

Slutligen skall kommissionen på nivå fyra ta ett ökat ansvar för att säkerställa att gemenskapslagstiftningen genomförs i medlemsstaterna.

Lamfalussymodellen antogs av rådet i mars 2001 och har härfter antagits även av Europaparlamentet. Modellen har hittills använts i anslutning till fyra direktiv på värdepappersområdet, av vilka marknadsmissbruksdirektivet har kommit längst i processen. I modellen ingår en strävan efter en bättre genomlyst process och breda konsultationer med berörda parter.

En särskild grupp, som kallas den interinstitutionella övervakningsgruppen, skall övervaka och utvärdera de framsteg som görs vid genomförandet av Lamfalussyprocessen och identifiera flaskhalsar som uppstår i processen. Gruppen består av sex externa ledamöter, utsedda av parlamentet, rådet och kommissionen. Gruppen har hittills presenterat två delrapporter.

Lamfalussymodellen kan vara på väg att införas även inom övriga finansiella sektorer, dvs. bank och försäkring, liksom på fondmarknadsområdet. Rådet antog i december 2002 slutsatser om att påbörja en sådan utvidgning och kommissionen har tagit fram ett paket med åtgärder i detta syfte. Europaparlamentet har dock ännu inte ställt sig bakom en utvidgning.

### 3.2 Kommittéförfarandet i marknadsmissbruksdirektivet

Efter att marknadsmissbruksdirektivet antogs har kommissionen antagit fyra rättsakter med genomförandeåtgärder på nivå två (tre direktiv och en förordning). De fyra rättsakterna är följande.

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,

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

Kommissionens förordning (EG) nr 2273/2003 av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller undantag för återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument,

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

I det följande kallas de av kommissionen beslutade rättsakterna för genomförandedirektiven respektive genomförandeförordningen.

Det första genomförandedirektivet (2003/124/EG) innehåller uttalanden om hur definitionen av begreppet insiderinformation skall förstås när det gäller vissa uttryck (artikel 1). Vidare anges i direktivet metoder och tidsgränser för hur och vid vilken tidpunkt insiderinformation skall offentliggöras (artikel 6.1 i marknadsmissbruksdirektivet) och vad som kan vara legitima skäl för att uppskjuta ett offentliggörande. Slutligen innehåller direktivet olika exempel på omständigheter som skall beaktas vid bedömningen av om ett visst förfarande utgör otillbörlig marknadspåverkan i marknadsmissbruksdirektivets mening (jfr definitionen i artikel 1.2 i marknadsmissbruksdirektivet). Det första genomförandedirektivet har tagits in som *bilaga 3* till detta betänkande.

Det andra genomförandedirektivet (2003/125/EG) gäller genomförandet av artikel 6.5 i marknadsmissbruksdirektivet om att personer som tar fram eller sprider investeringsrekommendationer som

är riktade till allmänheten skall presentera dessa på ett sakligt sätt och också bl.a. uppge om de har intressen i de finansiella instrument som rekommendationen avser eller om det annars föreligger intressekonflikter beträffande dessa. I genomförandedirektivet preciseras den personkrets som skall omfattas av bestämmelserna och hur begreppet rekommendation skall uppfattas. Vidare ges detaljerade regler om vilken information som skall lämnas i samband med rekommendationer, både när det gäller den allmänna presentationen av rekommendationen med angivande av källor och metoder osv. och i vilka fall egna intressen och intressekonflikter i förhållande till det aktuella finansiella instrumentet skall anges. Bestämmelserna gäller inte för journalister som är underkastade en likvärdig lämplig självreglering förutsatt att denna reglering uppnår liknande effekter. En närmare redovisning av innehållet i det andra genomförandedirektivet lämnas i avsnitt 11.2. Direktivet finns också som *bilaga 4*.

Genomförandeförordningen (EG) nr 2273/2003 anknyter till artikel 8 i marknadsmissbruksdirektivet som föreskriver att förbuden i direktivet inte skall vara tillämpliga på handel med egna aktier i återköpsprogram eller på stabilisering av ett finansiellt instrument. En förutsättning är dock att handeln utförs i enlighet med förordningen. Om handel med egna aktier eller stabilisering sker utan att förordningens bestämmelser följs, innebär det inte att förfarandet med automatik skall bedömas som marknadsmissbruk, utan detta får bedömas enligt de vanliga reglerna i marknadsmissbruksdirektivet och genomförandedirektivet 2003/124/EG. Vidare skall handel som inte står i direkt samband med återköpsprogrammets eller stabiliseringens syfte betraktas som åtgärder som omfattas av marknadsmissbruksdirektivet och kan bli föremål för sanktioner om de utgör marknadsmissbruk. Genomförandeförordningen är direkt tillämplig i svensk rätt. Närmare om förordningen och de konsekvenser den får för svenska regler på motsvarande område, se avsnitt 7. Förordningen har också tagits in som *bilaga 5*.

Det tredje genomförandedirektivet (2004/72/EG) behandlar en rad olika frågor. Definitionen av insiderinformation preciseras när det gäller råvaruderivat. Vidare anges exempel på faktorer som skall beaktas vid bedömningen av om viss marknadspraxis kan godtas. En bestämmelse innehåller en närmare precisering av den anmälningsskyldighet för transaktioner som utförs av personer i ledande ställning som skall finnas enligt artikel 6.4 i marknadsmissbruksdirektivet, och en annan bestämmelse ställer upp närmare krav på den information som skall ingå i förteckningen över personer med

tillgång till insiderinformation som emittenter av finansiella instrument skall upprätta enligt artikel 6.3. tredje stycket i marknadsmissbruksdirektivet. Slutligen innehåller direktivet närmare bestämmelser om den rapporteringsplikt vid misstanke om brott som stadgas i artikel 6.9 marknadsmissbruksdirektiv. Direktivet har tagits in som *bilaga 6*.

## 4 Några allmänna utgångspunkter

Enligt utredningsdirektiven är utredningens huvuduppgift att föreslå de anpassningar av den svenska lagstiftningen som krävs med hänsyn till marknadsmissbruksdirektivet och de genomförandeåtgärder som kommissionen har antagit. Dessutom skall utredningen bl.a. se över om den nuvarande fördelningen av ansvaret för övervakningen av insiderstrafflagens efterlevnad är lämplig och effektiv.

När EG-direktiv skall genomföras i svensk rätt ger direktivet ofta god vägledning om hur lagstiftningen bör se ut. Allt är dock inte givet, och i vissa frågor kan det finnas ett betydande utrymme för egna bedömningar, bl.a. i fråga om påföljder för olika typer av handlingar. I dessa avvägningar är det viktigt att utgå från syftet med regelverket. Vidare är det viktigt att analysera hur detta syfte kan uppnås på det mest effektiva sättet. I underlaget för denna typ av analys bör ingå en ekonomisk diskussion av för- och nackdelar med de föreslagna reglerna. Utredningen har inte haft möjlighet att närmare analysera dessa ekonomiska motiv men presenterar ändå en kort introduktion i avsnitt 4.1.

Ett mål med utredningens arbete har varit att föreslå en tydlig och lättillämpad lagstiftning samt ett snabbare och effektivare bekämpande av den brottslighet som förekommer, utan att kraven på rättssäkerhet eftersätts. I förarbetena till insiderstrafflagen diskuterades frågan om att komplettera det nuvarande straffrättsliga systemet med ett administrativt sanktionssystem. Som ett argument anfördes att ett sådant förfarande skulle kunna medföra en snabbare reaktion från samhällets sida än vad som är fallet med det nuvarande sanktionssystemet. Frågan aktualiseras nu åter när det gäller genomförandet av marknadsmissbruksdirektivet. Utredningen redovisar sin syn på frågan i avsnitt 4.2. Utredningen stannar för sin del vid att behålla det straffrättsliga systemet.

Marknadsmissbruksdirektivet ställer i artikel 11 upp krav på att en behörig myndighet skall utses med uppgift att se till att de be-

stämmelser som antas enligt direktivet tillämpas. Utredningen föreslår att Finansinspektionen utses till behörig myndighet (avsnitt 4.3).

Slutligen redovisas i avsnitt 4.4 den lagtekniska lösning som utredningen föreslår för bestämmelserna om straff för marknadsmissbruk. Förslaget är en ny lag som ersätter insiderstrafflagen.

#### 4.1 Ekonomiska utgångspunkter

En analys av marknader för finansiella instrument utgår normalt från den roll som dessa marknader spelar i ekonomin. Ofta brukar man hävda att marknaderna för finansiella instrument har tre uppgifter, att underlätta kapitalbildningen i ekonomin genom att vara en källa till kapital för företagen, att underlätta riskhanteringen genom att ge investerare möjlighet att förändra sina risker och att skapa priser som fungerar som informationsbärare vilka underlättar för ekonomiska aktörer att fatta korrekta beslut om investeringar i den reala ekonomin. Dessa uppgifter är viktiga och internationell forskning visar att effektiva och likvida marknader för finansiella instrument påverkar tillväxten i en positiv riktning. Reglering av dessa marknader bör därför syfta till att göra marknaderna effektivare och mer likvida. Vidare krävs, enligt nationalekonomisk teori, ett marknadsmisslyckande för att motivera införandet av lagar och myndighetsregler. Den relevanta frågan blir därmed vilket marknadsmisslyckande som ligger till grund för regleringen av marknadsmissbruk och i vilken mån regleringen av marknadsmissbruk påverkar effektiviteten och likviditeten på marknaderna.

Marknadsmissbruk kan delas in i insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan. Den vetenskapliga litteraturen är inte så stor vad gäller otillbörlig marknadspåverkan, men det finns en omfattande internationell litteratur som diskuterar för- och nackdelar med förbud mot insiderhandel; för en översikt se t.ex. Bainbridge (2000).<sup>1</sup>

Ett ofta framfört argument *mot ett förbud* är att insiderhandeln leder till effektivare priser. Om insiderhandel är tillåten, kommer den som har tillgång till positiv insiderinformation om en tillgång att köpa den. När han eller hon gör det drivs samtidigt priset upp. Insiderhandeln leder därför till priser som bättre avspeglar tillgångens

---

<sup>1</sup> 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>.

värde, eftersom den avspeglar den positiva informationen. Andra aktörer kommer därför att kunna handla till mer rättvisande priser. Ett förbud mot insiderhandel riskerar att leda till att handel sker till priser som inte är tillräckligt informativa. I den mån priserna påverkar reala investeringar kan därför ett förbud leda till sämre beslut – även realekonomiska – för många aktörer. Det finns också en grundläggande skillnad mellan å ena sidan när en person med insiderinformation handlar och å andra sidan när någon försöker manipulera marknaden genom otillbörlig marknadspåverkan. När en person med insiderinformation handlar tenderar han eller hon att driva priserna så att de blir mer informativa. När den som försöker manipulera marknaden handlar drivs normalt priserna bort från det ekonomiska värdet. Ur detta perspektiv är därför marknadsmanipulation negativt men insiderhandel positivt för marknadens effektivitet.

Argumenten *för ett förbud* är delvis av en annan karaktär. Under senare årtionden har alltmer tonvikt kommit att läggas vid frågor om moral, varvid moraliska ställningstaganden delvis åberopas för sin egen skull, delvis för de ekonomiska följderna av ett omoraliskt förfarande. I grunden anser man dock helt enkelt att det är orättvist att personer med bättre information kan använda denna för att tjäna pengar.

Men det finns alltså även ekonomiska argument för ett förbud mot insiderhandel. Insiderhandeln kan t.ex. skada marknadsaktörernas förtroende för marknaden. I ekonomiska termer innebär det att förtroendet kan ses som en kollektiv vara. När personen med insiderinformation handlar tar han eller hon inte hänsyn till att andra aktörer på marknaden, som inte är involverade i just den transaktionen, kan påverkas negativt. Att förtroendet utgör en kollektiv vara medför att det finns ett marknadsmisslyckande. Ett gott förtroende är också en förutsättning för väl fungerande marknader. Förtroende är dock ett luddigt begrepp som är svårt att operationalisera och mäta. Det är inte heller uppenbart vad som påverkar marknadens förtroende. Historiskt sett har insiderhandel långt ifrån alltid varit förbjuden. Före första världskriget sågs det som en naturlig del av marknaden. I dagens läge torde dock både insiderhandel och marknadsmanipulation skada marknadernas förtroende hos de flesta deltagare.

Ytterligare ett ekonomiskt argument för ett förbud är att insiderhandeln kan påverka marknadslikviditeten negativt. Om insiderhandeln tillåts, innebär det en ökad risk för en investerare som vill

handla. Om sannolikheten ökar att motparten i en given transaktion är en person med insiderinformation, torde det leda till att skillnaden mellan köp- och säljkurserna ökar och att omsättningen blir lägre. I förlängningen kan det också leda till att färre aktörer deltar på marknaden. Likviditeten riskerar därför att försämrats.

Sammantaget finns det ekonomiska argument både för och emot förbud mot insiderhandel. Effektivitetsskäl talar för att insiderhandeln bör tillåtas samtidigt som i första hand förtroendeskal och likviditetsskal kan tala för ett förbud. Många anser att det moraliska argumentet är starkt nog för att ensamt utgöra grund för ett förbud mot insiderhandel. Även om en så renodlad ståndpunkt inte kommer till uttryck i marknadsmissbruksdirektivet, har upphovsmännen uppenbarligen varit influerade av synsättet (se t.ex. ingressatserna 2, 12 och 15) medan synpunkten att effektivitetsskal talar för att insiderhandel bör tillåtas knappast framträder alls. Mot denna bakgrund bör Sverige vid genomförandet eftersträva en ändamålsenlig avvägning av de ovan nämnda argumenten utan att avvika från syftena med direktivet.

## **4.2 Straff eller administrativa åtgärder**

### **4.2.1 Artikel 14 i marknadsmissbruksdirektivet**

I artikel 14 i marknadsmissbruksdirektivet sägs att medlemsstaterna skall säkerställa att lämpliga administrativa åtgärder kan vidtas eller administrativa påföljder beslutas beträffande de personer som är ansvariga för att bestämmelser som antagits enligt direktivet inte följs. Denna skyldighet skall emellertid inte påverka medlemsstaternas rätt att föreskriva straffrättsliga påföljder. I ingressats 38 sägs att alla överträdelser av förbud eller krav som fastställts enligt direktivet måste kunna upptäckas och beivras snabbt. Påföljderna bör vara tillräckligt avskräckande, stå i proportion till hur allvarlig överträdelsen är och den vinst som gjorts samt genomföras på ett konsekvent sätt. I ingressats 39 sägs vidare att medlemsstaterna vid bestämmande av administrativa åtgärder och påföljder bör vara uppmärksamma på behovet av en viss homogenitet i alla medlemsstater i detta avseende.

Det skulle kunna hävdas att artikel 14 enligt sin ordalydelse kräver att administrativa sanktioner alltid skall kunna åläggas personer som bryter mot bestämmelser som antagits enligt direktivet. Om med-



lemsstaterna valde att dessutom ha en straffrättslig reglering i vissa delar skulle detta stå dem fritt, men de skulle inte kunna ha enbart en straffrättslig relegering för vissa frågor. I den mån brott mot insiderregler och otillbörlig marknadspåverkan redan är kriminaliserade skulle stater som önskar behålla detta system vara tvungna att vid sidan av detta införa ett administrativt system.

Syftet med bestämmelsen om administrativa sanktioner och åtgärder torde dock, som uttalats i ingressats 38, vara att överträdelser av de förbud och krav som fastställs enligt direktivet skall kunna upptäckas och beivras snabbt. Inledningsvis var artikel 14 formulerad så att den ansågs ställa krav på att medlemsstaterna skulle ha administrativa sanktioner vid sidan av straffrättsliga regler. Flera medlemsstater hade emellertid invändningar mot en sådan utformning och menade bl.a. att det skulle innebära att personer kunde riskera att drabbas av både straffrättsliga och administrativa påföljder för samma sak, vilket skulle strida mot principen om att man inte skall kunna straffas två gånger för samma sak. I sammanhanget diskuterades också om det utifrån den EG-rättsliga systematiken över huvud taget var möjligt att i marknadsmissbruksdirektivet ta upp straffrättsfrågor. Bestämmelsen ändrades, och parlamentet uttalade följande (parlamentets betänkande den 27 februari 2002 ref. nr A5-0069/2002):

”I vissa medlemsstater kan inte administrativa påföljder tillämpas vid sidan av brottspåföljder. Denna omständighet respekteras i direktivets bestämmelser. Medlemsstaterna bör inte tillåtas att besluta om administrativa påföljder om det inte sker i enlighet med den nationella lagstiftningen.”

Sverige har för närvarande en blandning av administrativa och straffrättsliga påföljder. Finansinspektionen kan inom ramen för befintligt regelverk ingripa på olika sätt mot institut som står under inspektionens tillsyn, medan ingripanden mot fysiska personer vid brott mot insiderstrafflagen (som privatpersoner eller personer som bär företagaransvar i företag som inte står under tillsyn) görs i en straffrättslig process. Vidare har Finansinspektionen möjlighet att meddela administrativa sanktioner mot fysiska och juridiska personer som bryter mot reglerna i lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

Artikel 14 måste enligt utredningens uppfattning anses ge medlemsstaterna fortsatt valfrihet i denna fråga. I de fall medlemsstaterna väljer att behålla en straffrättslig reglering kan direktivet alltså

inte anses ställa krav på att det därutöver skall finnas en möjlighet att besluta om administrativa påföljder för samma sak.

Trots att det ännu inte finns någon samlad bild av hur medlemsstaterna hanterar dessa frågor, är det tydligt att det finns olika åsikter om vilka lösningar som är bäst. Exempelvis är man i Grekland och Portugal inställd på att ha enbart administrativa påföljder för allt utom de allvarligaste överträdelserna. I Norge vill man behålla det straffrättsliga systemet, medan England har infört ett tvåspårssystem, dvs. tillsynsmyndigheten väljer i det enskilda fallet om man skall gå den administrativa eller den straffrättsliga vägen.

#### 4.2.2 Tidigare uttalanden om administrativa sanktionsavgifter

##### *Riktlinjer om sanktionsavgifter*

För att tillgodose önskemålet att sanktionsavgifter utformas utifrån enhetliga principer ställde regeringen i förarbetena till bestämmelserna om förverkande i 36 kap. 4 § brottsbalken upp riktlinjer för hur sanktionsavgifter borde utformas (prop. 1981/82:142 s. 26). Riktlinjerna godtogs av riksdagen. I riktlinjerna sägs bl.a. att avgifter bör förekomma endast inom speciella och klart avgränsade rättsområden. I den mån de används inom näringsregleringens område bör de vara knutna till särskilda föreskrifter som näringsutövarna har att iaktta i denna egenskap. Beroende på det aktuella rättsområdets karaktär bör det särskilt prövas om uppsåt eller oaktsamhet skall förutsättas för avgiftsskyldighet eller om denna skyldighet kan bygga på strikt ansvar. För att en konstruktion med strikt ansvar skall vara försvarbar från rättssäkerhetssynpunkt bör förutsättas att det finns starkt stöd för en presumtion om att överträdelser på området inte kan förekomma annat än som en följd av uppsåt eller oaktsamhet. Det bör inte föreligga något hinder mot att låta avgiftsregler som i första hand riktar sig mot juridiska personer och straffrättsliga bestämmelser som riktar sig mot fysiska personer vara tillämpliga vid sidan av varandra. Åläggande av avgiftsskyldighet bör i viss utsträckning kunna överlämnas till en administrativ myndighet som är verksam på det aktuella området. I vissa fall är det emellertid lämpligt att överlämna prövningen till allmänna domstolar. Det gäller främst när avgiftsskyldigheten görs beroende av huruvida överträdelserna skett av uppsåt eller oaktsamhet och när reglerna är utformade på ett sådant sätt att det finns utrymme för betydande

skönmässiga bedömningar. I sådant fall kan sakkunniga administrativa myndigheter ges ställning som initiativtagare till eller part i domstolsprocessen.

#### *Exempel på avkriminalisering*

Regeringen har vid olika tillfällen uttryckt uppfattningen att förseelser med lågt straffvärde bör avföras från det kriminaliserade området för att rättsväsendets resurser skall kunna användas på ett ändamålsenligt och effektivt sätt (se t.ex. prop. 1994/95:23 Ett effektivare brottmålsförfarande s. 52 ff). I samband med att straffsanktionen för brott mot anmälningsskyldigheten avskaffades uttalades också att detta låg väl i linje med denna uppfattning. Avgiftsskyldigheten utformades också med beaktande av de riktlinjer som redovisats i det föregående. Regeringen uttalade att normgivningskompetensen när det gäller regler om sanktionsavgifter är exklusivt förbehållen riksdagen varför de närmare förutsättningarna för åläggande av avgiftsskyldighet bör framgå direkt av lagtexten. När det gällde frågan om huruvida prövningen av avgiftsskyldigheten skulle ske i domstol eller av administrativ myndighet uttalade regeringen att de överträdelser det då var fråga om var sådana där det fick anses föreligga en presumtion för att åtminstone oaktsamhet förelåg. Som huvudregel borde man kunna utgå från att den personkrets det handlar om huvudsakligen känner till de regler som gäller på området. Regeringen ansåg därför inte att det kunde riktas någon invändning mot en övergång till strikt ansvar. Beslutanderätten kunde därför läggas på Finansinspektionen och genom rätten att överklaga inspektionens beslut till allmän förvaltningsdomstol kunde rättssäkerhetsaspekterna tillgodoses på ett tillfredsställande sätt (prop. 1995/96:215 s. 47 f).

#### *Sanktionsavgifter vid brott i näringsverksamhet*

I betänkandet Straffansvar för juridiska personer (SOU 1997:127) behandlades frågan om sanktionsavgifter kunde anses vara en lämplig eller möjlig väg för en allmän effektivisering av sanktionssystemet vid brott i näringsverksamhet. Utredningen uttalade bl.a. att det viktigaste skälet för att införa sanktionsavgifter är att lagstiftaren har velat öka efterlevnaden av reglerna inom särskilda om-

råden. Det har varit fråga om en önskan att effektivisera tillämpningen så att avgiftshotet, till skillnad från vad som ibland gäller ett straffhot, framstår som överhängande vid varje överträdelse. I princip eftersträvas automatik på det sättet att varje avvikelse från föreskrifterna leder till skyldighet att betala en avgift. Sanktionsavgifter har ofta förmodats medföra en bättre effektivitet eftersom de anses erbjuda en snabb, enkel och billig lösning på de problem som beivrandet av regelöverträdelser utgör. Ur effektivitetssynpunkt har det varit en fördel att skyldigheten att betala avgiften uppkommer utan att man behöver fastställa skuld hos någon och att avgifternas storlek kan bestämmas på ett schablonmässigt sätt. Det blir ofta möjligt att utforma tabeller där avgiftens storlek anges. Det antas att själva publiceringen skall ha preventiv effekt. Genom att sanktionsavgifter kan användas mot såväl fysiska som juridiska personer har det ansetts att en mer ändamålsenlig ansvarsfördelning kunnat uppnås och det har varit möjligt att använda avgiften för vinsteliminering. Genom att förvaltningsmyndigheter beslutar om avgifterna har en önskad omprioritering av rättsvårdande myndigheters resurser uppnåtts och myndigheternas specialkunskaper har tagits till vara. Utredningen gjorde bedömningen att sanktionsavgifter kunde vara befogade när det gäller vissa slags särskilt frekventa lagöverträdelser som är bagatellartade eller av mindre allvarlig karaktär. Utredningen ansåg att sanktionsavgifter endast var ägnade att tillgodose intresset av effektivitet inom vissa särskilda avgränsade områden och uteslöt inte att det kunde gälla även områden där avgiftsskyldighet ännu inte förekom. Bedömningen blev emellertid att en utveckling av sanktionsavgiftssystemet inte var en lämplig eller möjlig väg för en allmän effektivisering av sanktionssystemet vid brott i näringsverksamhet.

#### *Frågans behandling i förarbetena till insiderstrafflagen*

I samband med införandet av insiderstrafflagen behandlades frågan om ett administrativt sanktionssystem borde införas för att komplettera det straffrättsliga påföljdssystemet när det gäller insiderbrott. Finansinspektionen och Ekobrottsmyndigheten hade i en rapport den 9 juli 1999 (Fi 1999:2477) pekat på att det fanns skäl som talade för att en sådan komplettering skulle kunna medföra en snabbare reaktion från samhällets sida än vad som tidigare var fallet. Vidare skulle det innebära att resurser hos polis- och åklagarmyndighet

frigjordes och skulle kunna användas för bekämpning av annan brottslighet. I propositionen uttalades att en prövningen av gärningar enligt insiderlagen på administrativ väg skulle kräva att strikt ansvar infördes. Detta ansågs inte aktuellt vid insiderbrott, och inte heller vid insiderbrott med lågt straffvärde, vilket föreslagits vid remissbehandlingen. Att vid sidan av ett straffrätligt förfarande införa ett administrativt sanktionssystem kunde inte heller anses förenligt med svensk rättsordning. Regeringen anförde dock att det kunde finnas anledning att återkomma till frågan med hänsyn till det arbete som pågick inom EU med förslag till det nu föreliggande marknadsmissbruksdirektivet (prop. 1999/2000:109 s. 40 f).

#### **4.2.3 Handläggning av sanktionsärenden inom Finansinspektionen**

Frågan om handläggningen av sanktionsärenden har nyligen behandlats i Finansinspektionens styrelse. Bakgrunden är bl.a. att Finansinspektionen fr.o.m. 1 juli 2004 kommer att få ytterligare sanktionsmedel i form av straffavgifter på bank- och försäkringsområdet. Vidare har det ansetts angeläget att ansvaret för beredning och beslut av sanktionsärenden är tydligt avgränsade. Styrelsen har bl.a. diskuterat behovet av inrättandet av en särskild sanktionsnämnd, men har funnit att tillräckliga skäl för ett inrättande av en sådan nämnd för närvarande inte finns.

Vid utredning och beredning av sanktionsärenden, såsom återkallelser av tillstånd m.m., ansvarar stabilitets- och marknadstillsyns-avdelningarna för att eventuella missförhållanden utreds. Ärendet lämnas därefter över till rättsavdelningen för granskning och fortsatt beredning. Rättsavdelningen föredrar ärendet för styrelsen eller generaldirektören och lämnar ett förslag till beslut. För vissa sanktionsärenden, som exempelvis avgifter enligt lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument har beslutanderätt delegerats till rättsavdelningen.

##### *Särskilt om handläggning av förseningsärenden m.m.*

Vid misstanke om att någon som är anmälningsskyldig enligt lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument inte gjort anmälan i rätt tid delges den anmälningsskyldige att

Finansinspektionen tagit upp frågan till handläggning. Den anmälningsskyldige får tillfälle att komma in med yttrande och uppmanas lämna in avräkningsnota för affären.

När samtliga uppgifter kommit in till Finansinspektionen, eller om den anmälningsskyldige underlåter att inom angiven frist komma in med yttrande, görs en bedömning av om en överträdelse föreligger och i så fall om den är ringa eller ursäktlig eller det annars finns synnerliga skäl att efterge avgift enligt 23 § lagen om anmälningsskyldighet.

Normalt fattas beslut i ärendet av en juristhandläggare efter föredragning av annan juristhandläggare (enligt den s.k. dualitetsprincipen). Detta gäller dock inte ärenden av större principiell vikt, om utgången i ärendet är tveksam eller om ett beslut avviker från tidigare praxis. Sådana beslut fattas av styrelsen, generaldirektören eller avdelningschefen i enlighet med fastställd delegationsordning. Beslut om avgift kan överklagas till allmän förvaltningsdomstol.

Motsvarande ordning gäller även för övriga avgifter enligt lagen om anmälningsskyldighet.

Finansinspektionen arbetar aktivt med information och utbildning för de anmälningsskyldiga. Under senare år har också fler anmälningsskyldiga utnyttjat möjligheten att få dispens från anmälningsskyldighet genom att medge automatisk överföring av uppgifter om ändringar i innehav från VPC.

#### *Statistik avseende förseningsärenden*

Under år 2001 fastställdes särskild avgift enligt anmälningsskyldighetslagen i 43 ärenden. Avgifterna uppgick sammanlagt till 1 791 402 kronor, vilket motsvarar en genomsnittlig avgift om 41 660 kronor. Under år 2002 fattades 65 beslut där avgiften totalt uppgick till 3 482 893 kronor (genomsnitt 53 583 kronor). Året därpå fattades 96 beslut om totalt 2 759 196 kronor (genomsnitt 28 741 kronor). Flera beslut under dessa år är för närvarande föremål för prövning i allmän förvaltningsdomstol.

#### 4.2.4 Bör det straffrättsliga sanktionssystemet överges?

**Förslag:** Den straffrättsliga regleringen behålls.

Syftet med administrativa sanktioner är huvudsakligen detsamma som med straff: att genom hot om respression ha en preventiv verkan och därigenom öka efterlevnaden av regler.

På flera områden finns sanktionsavgifter som ett alternativ till straff, bl.a. inom miljö- och skatteområdet i form av miljöstraffavgifter och skattetillägg. Det kan även inom "insiderområdet" finnas behov av en form av sanktioner för överträdelser av mindre allvarlig karaktär. En förutsättning för ett sådant system är att det fungerar som ett alternativ till straffet för att undvika dubbla sanktioner.

De överträdelser som lämpar sig för sanktionsavgifter bör vara sådana att de inte bedöms vara så allvarliga att de behöver beivras med straff. För att motivera ett system med sanktionsavgifter krävs att det är snabbt, enkelt, tydligt och schabloniserat. Det måste vara enkelt att konstatera att en överträdelse har begåtts och bestämma vilket belopp som skall påföras vid varje enskilt tillfälle. Utrymmet för skönsrättsliga bedömningar skall vara litet och beloppet skall bestämmas enligt en fastställd tariff.

Som redovisats i avsnitt 4.2.1 ger artikel 14 i direktivet enligt utredningens uppfattning utrymme för valfrihet huruvida överträdelser av bestämmelser om marknadsmissbruk skall regleras inom ramen för ett straffrättsligt förfarande eller om ett administrativt system helt eller delvis skall ersätta eller komplettera straffrättsliga regler. Ett krav är dock att de åtgärder som kan vidtas är effektiva, proportionerliga och avskräckande.

Som regelsystemet nu är uppbyggt föreskrivs straffansvar för fysiska personer som gör sig skyldiga till insiderbrott, obehörigt röjande av insiderinformation eller otillbörlig kurspåverkan. En möjlighet att besluta om administrativa sanktioner i förhållande till enskilda personer finns bara när det gäller överträdelse av anmälningsskyldigheten enligt lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument samt för överträdelse av korttidshandelsförbudet enligt samma lag. När det gäller möjligheten att reagera mot de finansiella institutens överträdelser eller olämpliga beteenden kan Finansinspektionen vidta en hel rad åtgärder inom ramen för sin tillsyn enligt lagarna på värdepappersområdet. Närmare om dessa åtgärder redovisas i avsnitt 10. Ett allmänt straffansvar för juridiska personer i den betydelsen att en juridisk person kan åläggas

ett straff för ett brott som begås av en fysik person i verksamheten finns inte. För brott som begås i näringsverksamhet kan dock domstolen på talan av åklagaren besluta om företagsbot. Föresättningsarna är att brottsligheten har inneburit ett grovt åsidosättande av de särskilda skyldigheter som är förenade med verksamheten eller annars varit av allvarligt slag och att näringsidkaren inte har gjort vad som skäligen kunnat krävas för att förebygga brottsligheten. Därutöver kommer nya administrativa sanktionsmöjligheter att införas på bank- och försäkringsområdet den 1 juli 2004. Enligt 15 kap. 7 § lagen om bank- och finansieringsrörelse och 19 kap. 11 d § försäkringsrörelselagen (1982:713) skall Finansinspektionen få besluta att en varning eller den nya sanktionen anmärkning mot företaget skall förenas med en straffavgift. Ett sådant sanktionssystem på värdepappersområdet skulle kunna komma till användning i situationer när ett värdepappersinstitut t.ex. systematiskt bryter mot de föreslagna reglerna om saklig presentation av rekommendationer (se avsnitt 11) eller allvarligt brister i sin rapportering av misstänkta transaktioner (se avsnitt 8.2). Det finns dock inte, inom ramen för denna utredning, utrymme för att gå närmare in på frågan utan detta bör utredas i särskild ordning.

När det gäller frågan om den straffrättsliga regleringen enligt insiderstrafflagen bör överges till förmån för en administrativ reglering eller kompletteras med en sådan måste det övervägas vilka skäl som skulle kunna åberopas för en så genomgripande reform. Det hävdas ofta att de straffrättsliga reglerna inte är tillräckligt effektiva. I det sammanhanget pekas på att endast ett fåtal fall av insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan har lett till fällande dom samt att utredningstiderna är för långa. Av Finansinspektionens statistik framgår att 371 ärenden om misstänkta insiderbrott öppnats under åren 1997 t.o.m. 2003 och att 47 ärenden anmälts till åklagaren. Av dessa har sex lett till åtal och fem till fällande dom. Motsvarande siffror för otillbörlig kurspåverkan är 78 öppnade ärenden och 24 anmälningar till åklagaren. Sex har lett till åtal och fem fällande domar finns.

Det är inte möjligt att utan en ingående undersökning av skälen till varför ärenden inte lett till anmälan respektive gått vidare till åtal dra några säkra slutsatser om det straffrättsliga systemets effektivitet. Ett argument som ofta förs fram, bl.a. i de diskussioner som förs internationellt om behovet av effektiva regler, är att en straffrättslig reglering ställer alltför höga beviskrav, främst i subjektivt hänseende, för att regelsystemet skall anses tillräckligt effektivt.



Med ett administrativt sanktionssystem skulle beviskraven kunna sättas lägre vilket skulle skapa effektivare regler.

Att motivera ett införande av ett administrativt sanktionssystem med att beviskraven då skulle kunna sänkas och fler skulle kunna "straffas" kan inte anses förenligt med grundläggande rättssäkerhetsprinciper. Alltjämt måste utgångspunkten vara att prövningen av gärningar som kräver uppsåt eller oaktsamhet skall göras av domstol på talan av åklagare. Att lägga prövningen av en sådan gärning på en administrativ myndighet skulle alltså kräva att ett i det närmaste strikt ansvar infördes. Samtliga gärningar enligt insiderstrafflagen innefattar dock bedömningar av subjektiva rekvisit och kommer enligt vad som utvecklas närmare i avsnitt 5 att göra det även med beaktande av de förenklingar av brottsbeskrivningarna som utredningen föreslår. Att införa ett administrativt avgiftssystem med mer eller mindre strikt ansvar skulle enligt utredningens bedömning strida mot artikel 6 i den europeiska konventionen angående skydd för de mänskliga rättigheterna och de grundläggande friheterna (Europakonventionen; jfr Regeringsrättens dom respektive beslut den 18 mars 2004 i mål nr 5873-01 och 8144-00).

När en skärpning av samhällets attityd mot förfaranden som har inslag av marknadsmissbruk ändå framstår som nödvändig, bör den i stället genomföras genom utvidgningar av det straffbara området. Exempelvis innebär marknadsmissbruksdirektivet att det inte längre skall krävas grov vårdslöshet för att någon skall kunna dömas för insiderförseelse. Vidare föreslår utredningen att kravet på s.k. direkt uppsåt tas bort från brottet kursmanipulation. Sådana ändringar ökar "risken" att bli dömd för marknadsmissbruk, men det sker – till skillnad från en sänkning av beviskraven – på ett öppet sätt som medborgarna kan anpassa sig till.

En fördel med ett administrativt sanktionssystem är att reaktionen på regelöverträdelser kan komma snabbare – i vart fall om den administrativa myndigheten själv får bestämma sanktionen. Det är i den delen utredningens bedömning att den förändrade ordning för utredning av insiderbrott m.m. som utredningen föreslår i avsnitt 9 skall leda till att utredningstiderna kan förkortas och därmed arbetet bli mer effektivt. Inte heller tidsfaktorn framstår alltså som ett tillräckligt tungt vägande argument för att införa ett administrativt påföljdssystem för fysiska personer.

Utredningen tar mot denna bakgrund som sin utgångspunkt att förfaranden som innefattar insiderbrott, obehörigt röjande och otillbörlig marknadspåverkan alltjämt skall vara kriminaliserade och

regleras i en strafflag. Otillbörlig marknadspåverkan är visserligen ett område där det kan vara värt att överväga administrativa sanktioner som komplement till de straffrättsliga bestämmelserna när det gäller specifika beteenden som typiskt sett har manipulativ karaktär, som t.ex. att handla med sig själv. Det är emellertid inte enkelt att beskriva konkreta situationer och handlingsmönster som motsvarar de krav som enligt det föregående bör vara uppfyllda för att administrativa sanktioner skall vara lämpliga (se avsnitt 4.2.2 och ovan i detta avsnitt). Behov av preciseringar och undantag anmäler sig snabbt. Den tid som har stått till utredningens förfogande har inte medgett att några konkreta förslag kan lämnas i denna del. Frågan bör dock finnas med i det fortsatta arbetet.

När det gäller sanktioner för överträdelser av nya skyldigheter föranledda av marknadsmissbruksdirektivets krav får det i anslutning till varje särskild företeelse övervägas om en administrativ eller straffrättslig reglering är lämplig. De principiella utgångspunkterna bör vara desamma som redovisats ovan. Kännbara ingripanden mot fysiska personer bör beslutas av domstol, medan det kan finnas ett större utrymme för administrativt bestämda påföljder om påföljden träffar ett företag. Avgörande bör vara om de bedömningar som krävs är sådana att de är lämpliga att lägga på den berörda fackmyndigheten. Den förbjudna handlingen måste i så fall vara väl definierad och inte ställa krav på en bedömning av uppsåt eller oakt-samhet hos personen ifråga och inte heller i övrigt innefatta alltför omfattande skönsmässiga bedömningar. Det bör också beaktas i vilken omfattning olika sanktioner är sådana att de skulle komma att anses som en brottspåföljd i den mening som avses i artikel 6 i Europakonventionen och därmed omfattas av konventionens krav på rätt till en rättvis rättegång.

### 4.3 En behörig myndighet

**Förslag:** Finansinspektionen utses till behörig myndighet i marknadsmissbruksdirektivets mening.

Artikel 11.1 i marknadsmissbruksdirektivet föreskriver att varje medlemsstat skall utse en enda administrativ myndighet med befogenhet att se till att de bestämmelser som antas enligt direktivet tillämpas. I ingressen till direktivet (ingressats 36) anges att förekomsten av en rad olika behöriga myndigheter med olika ansvars-

områden i medlemsstaterna skulle kunna skapa osäkerhet bland de ekonomiska aktörerna. Det är mot denna bakgrund som en enda behörig myndighet skall utses som har åtminstone det slutgiltiga ansvaret för att de bestämmelser som antas enligt direktivet följs och som har ansvaret för det internationella samarbetet.

Frågor som rör marknadsmissbruk uppfattas ofta som centrala i marknadstillsynen, eftersom missbruk av information och informationsövertag har betydelse för såväl konsumentskyddet som skyddet för investerarna och effektiviteten i marknaden. Finansinspektionen har ansvaret för tillsynen över marknaden. De övergripande målen för Finansinspektionens verksamhet är att bidra till det finansiella systemets stabilitet och effektivitet samt att verka för ett gott konsumentskydd. Införandet av marknadsmissbruksdirektivets regelverk medför ett flertal nya deluppgifter i tillsynen (se bl.a. avsnitt 8 och 11 nedan). Finansinspektionen har också ett internationellt kontaktnät med andra tillsynsmyndigheter vilket är av stor betydelse för att tillsynsmyndigheterna skall kunna samarbeta och bistå varandra med det informationsutbyte som krävs för att bedriva tillsyn över en värdepappersmarknad som blir alltmer internationell.

Mot den nu angivna bakgrunden ter det sig naturligt att Finansinspektionen blir den ansvariga myndigheten enligt marknadsmissbruksdirektivet. Det förhållande att misstankar om brott utreds av polis- och åklagarmyndigheter – och att detta enligt utredningens förslag i avsnitt 9 skall göras tydligare än i dag – ändrar inte denna bedömning. Artikel 11 i direktivet får också anses ge stöd för att det är möjligt att begränsa den administrativa myndighetens befogenheter i förhållande till de befogenheter som åvilar rättsliga myndigheter enligt nationell lag.

I artikel 16 i marknadsmissbruksdirektivet finns bestämmelser om samarbetet mellan medlemsstaternas behöriga myndigheter. De behöriga myndigheterna skall bistå varandra, och de skall i synnerhet utbyta information och samarbeta i utredningsarbetet (artikel 16.1). Enligt artikel 16.5 skall kommissionen anta genomförandeåtgärder enligt ett särskilt förfarande som anges i artikel 17.2. Några genomförandeåtgärder har dock ännu inte antagits.

Enligt utredningens bedömning fordrar bestämmelserna i artikel 16 inte någon lagstiftning i Sverige. Vid behov kan regler som ger stöd för inspektionens agerande i enlighet med direktivet tas in i förordningen (1996:596) med instruktion för Finansinspektionen.

I artikel 11.2 i marknadsmissbruksdirektivet föreskrivs att medlemsstaterna skall införa effektiva rådgivande arrangemang och för-

faranden med marknadsaktörerna beträffande eventuella ändringar i nationell lagstiftning. I fortsättningen sägs att sådana arrangemang kan inkludera en rådgivande kommitté inom den behöriga myndigheten, som återspeglar mångfalden hos marknadsaktörerna.

Sverige uppfyller genom de beredningsrutiner som gäller i lagstiftningsärenden kravet på effektiva rådgivande arrangemang med marknadsföretagen vid lagändringar. Även Finansinspektionen remitterar regelbundet utkast till föreskrifter m.m. till berörda organisationer. Några nya lagbestämmelser behövs alltså inte med anledning av artikel 11.2.

#### 4.4 En ny lag

**Förslag:** De nya bestämmelserna om straff för marknadsmissbruk tas in i en ny lag, som ersätter insiderstrafflagen.

I de följande avsnitten går utredningen igenom de olika kraven i marknadsmissbruksdirektivet och de rättsakter på nivå 2 som kommissionen har beslutat om. Dessa krav ställs mot den nuvarande regleringen i framför allt insiderstrafflagen. Trots att de nya reglerna om insiderbrotten och otillbörlig marknadspåverkan inte innebär några radikala förändringar, medför den uppläggning av lagtexten som utredningen har funnit lämpligast att en klar majoritet av paragraferna i insiderstrafflagen ändras. Vidare får alla ändrade paragrafer ny beteckning, vilket innebär att en traditionell parallelluppställning av lagförslaget skulle bli oöverskådlig. Närmast av sådana praktiska skäl föreslår utredningen, i stället för ändringar i insiderstrafflagen, en ny lag om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (marknadsmissbrukslagen).

## 5 Insiderbrotten och otillbörlig marknadspåverkan

### 5.1 Direktivets territoriella räckvidd m.m.

Enligt artikel 10 i marknadsmissbruksdirektivet är Sverige skyldigt att tillämpa direktivets krav och förbud på all handel med finansiella instrument som har godkänts för handel på en reglerad marknad i Sverige (eller för vilka en ansökan om godkännande har lämnats in), oavsett om handeln äger rum i Sverige eller utomlands. Vidare måste direktivets regler tillämpas på handlingar som företas i Sverige och som angår finansiella instrument som har godkänts för handel på en reglerad marknad i någon annan medlemsstat (eller för vilka en ansökan om godkännande har lämnats in).

Handlingar i andra medlemsstater som berör finansiella instrument som är noterade i Sverige är straffbara under de förutsättningar som anges i 2 kap. brottsbalken. Några ändringar i dessa bestämmelser för att uppfylla direktivets krav behövs enligt utredningens bedömning inte.

Definitionen av finansiella instrument i insiderstrafflagen omfattar redan i dag finansiella instrument som är noterade på en reglerad marknad i någon annan medlemsstat. Exempelvis omfattas både svenska och utländska aktier av begreppet fondpapper (se prop. 1978/79:9 s. 261). Handlingar i Sverige som berör sådana finansiella instrument omfattas därför av de svenska reglerna. Inte heller i den delen behövs alltså någon principiell ändring.

Förbuden mot insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan enligt marknadsmissbruksdirektivet är inte begränsade till handel på den reglerade marknad där instrumenten är upptagna till handel utan gäller även affärer som görs upp helt utanför marknaden. Direktivet kan alltså sägas vara fokuserat på de finansiella instrumenten.

Insiderstrafflagen är i stället inriktad på det sätt på vilket affären görs upp genom att den omfattar all handel på värdepappersmarknaden, alltså även s.k. listhandel med onoterade finansiella instru-

ment som organiseras av vissa värdepappersinstitut (jfr 1 § 2 insiderstrafflagen). Den handeln bör enligt utredningens mening även i fortsättningen omfattas av regelverket mot marknadsmissbruk, men det är å andra sidan inte rimligt att låta handel med onoterade finansiella instrument omfattas av regler och tillsyn även när den förekommer under rent privata förhållanden och någon marknadspåverkan knappast kan bli aktuell.

Det som nu har sagts innebär att tillämpningsområdet för den nya regleringen blir något svårbeskrivet, även om detta inte bör leda till några praktiska svårigheter. De finansiella instrument som är godkända för handel på en reglerad marknad (eller för vilka en ansökan om godkännande har lämnats in) måste på grund av direktivet omfattas av regleringen även när de är föremål för handel utan mellanhänder eller andra förfaranden utanför marknaden. De instrument som inte är godkända för handel på en reglerad marknad omfattas däremot bara när de är föremål för det bredare begreppet "handel på värdepappersmarknaden".

## 5.2 Förbudet mot insiderhandel

Marknadsmissbruksdirektivets regler om insiderhandel överensstämmer i allt väsentligt med regleringen i 1989 års insiderdirektiv. Vissa olikheter föreligger dock, t.ex. så att försök till insiderhandel omfattas av det nya direktivet. Härutöver finns det skäl att förtydliga och förenkla de svenska reglerna.

### 5.2.1 Insiderinformation

**Bedömning:** Definitionen av begreppet insiderinformation bör inte ändras.

Begreppet insiderinformation definieras i marknadsmissbruksdirektivets artikel 1.1 första stycket som "icke offentliggjord information av specifik natur, som direkt eller indirekt hänför sig till en eller flera emittenter av finansiella instrument eller till ett eller flera finansiella instrument och som om den offentliggjordes skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade derivatinstrument."

Därutöver definieras i andra stycket i samma artikel insiderinformation beträffande råvaruderivat. I tredje stycket finns också en särskild definition när det gäller personer som har som uppgift att genomföra order avseende finansiella instrument. Här avses med insiderinformation även information som lämnats av en uppdragsgivare och hänför sig till dennes ännu ej genomförda order. Den information som avses i artikelns andra och tredje stycken synes omfattas redan av huvuddefinitionen. Visserligen nämns inte i andra stycket att den icke offentliggjorda informationen skulle kunna förväntas ha någon inverkan på priset, men det måste antas att det rekvisitet "följer med" från första stycket. Kärnan i begreppet insiderinformation är att det är prispåverkande information som inte har offentliggjorts.

Preciseringar av marknadsmissbruksdirektivets definitioner finns i genomförandedirektiven 2003/124/EG och 2004/72/EG.

Marknadsmissbruksdirektivets definition av insiderinformation motsvarar i stort sett den i det upphävda insiderdirektivet. Skillnaden består i huvudsak i att termen finansiella instrument har ersatt det tidigare begreppet överlåtbara värdepapper. Eftersom specialdefinitionerna i artikel 1 andra och tredje styckena omfattas av huvuddefinitionen innebär inte heller dessa någon ändring jämfört med tidigare. Någon ändring av den svenska definitionen behövs från dessa utgångspunkter alltså inte. Man måste dock räkna med att framför allt genomförandedirektivet 2003/124/EG kommer att påverka tolkningen av några av de begrepp som används i definitionen.

### *Omständigheter av specifik natur*

Enligt artikel 1.1 i genomförandedirektivet skall 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 rimligtvis kan förväntas inträffa och informationen är tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på priserna på finansiella instrument eller relaterade derivatinstrument.

Kravet på att omständigheterna ifråga skall vara av specifik natur fanns redan i insiderdirektivet. Några överväganden om detta skulle medföra några förändringar i den svenska definitionen av insiderinformation gjordes inte i förarbetena till insiderstrafflagen (prop. 1999/2000:109, Ds 2000:4, s. 58 f).

Redan begreppet omständighet får i detta sammanhang anses innefatta ett krav på specifik natur. Eftersom någon ändring mot tidigare inte är avsedd angående vilka omständigheter som avses bör begreppet specifik natur inte läggas till i lagtexten.

#### *Väsentlighetskravet*

Väsentlighetskravet, som fanns med redan i insiderdirektivets definition av insiderinformation, har flera gånger varit föremål för behandling i svenska lagmotiv. I äldre förarbeten har det framhållits att rekvisitets innebörd inte går att ange i procent, men det har samtidigt till ledning för bedömningen uttalats att en tioprocentig ändring av kursen på ett papper i allmänhet är att anse som väsentlig (prop. 1984/85:157, s. 89). I förarbetena till insiderstrafflagen ansåg regeringen att det med gällande lagstiftning fanns utrymme att bedöma kursrörelser som väsentliga med tillämpning av flera olika parametrar. Ett sätt kunde vara att utgå från den procentuella kursavvikelsen och ett annat att utgå från kursförändringar i form av standardavvikelse individuellt för varje aktie (prop. 1999/2000:109). Vid denna tidpunkt ansågs dock inte att det framkommit några skäl, t.ex. efter en bedömning i högre instans, för att ändra väsentlighetsrekvisitet.

I artikel 1.2 i genomförandedirektivet 2003/124/EG förklaras marknadsmissbruksdirektivets ”information som ... skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på ... finansiella instrument” vara information som en förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut. Formuleringen är pedagogiskt lyckad och ger ett tydligt utrymme för omständigheter som påverkar priset på finansiella instrument med mindre än tio procent.

Det går inte att i de äldre lagförarbetena läsa in en önskan från lagstiftarens sida att låsa fast rättstillämpningen vid en generell regel av innebörd att en prispåverkan på tio procent eller mer är väsentlig, medan en påverkan på mindre än tio procent inte är det. En sådan tillämpning skulle bli alldeles för stelbent; hänsyn måste tas till flera omständigheter som typen av finansiellt instrument, vad som är normala kursrörelser på den aktuella marknaden m.m. (jfr prop. 1999/2000:109 s. 53). Utredningen har övervägt att föreslå någon närmast kosmetisk ändring för att markera avstånd till de gamla uttalandena – närmast att byta ”väsentlig” mot ”icke oväsentlig” –



men funnit en sådan åtgärd onödig. Utredningen föreslår alltså att den nuvarande definitionen av insiderinformation behålls.

### 5.2.2 De olika personkategorierna

**Förslag:** Insiderstrafflagens uppdelning i personkretsar slopas. Förbudet att handla själv eller råda andra att handla riktas mot alla som förfogar över insiderinformation, oavsett i vilken egen-skap och på vilket sätt de har fått del av informationen.

Enligt marknadsmissbruksdirektivets artikel 2 skall den som förfogar över insiderinformation såsom ledande befattningshavare, anställd m.fl. förbjudas att utnyttja insiderinformationen vid handel med finansiella instrument. Denna grupp brukar kallas den första personkretsen och finns tillsammans med den andra personkretsen, aktieägare som förfogar över insiderinformation, reglerad i 2 § insiderstrafflagen. Enligt artikel 4 skall samma förbud tillämpas på andra personer som har insiderinformation när dessa insett eller bort inse att det var fråga om insiderinformation, den tredje personkretsen. I Sverige finns motsvarande bestämmelse i 3 § insiderstrafflagen. Enligt både direktivet och insiderstrafflagen är det förbjudet för alla tre personkretsarna att handla på insiderinformation. Ansvar för den tredje personkretsen förutsätter dock enligt 3 § insiderstrafflagen att informationen har röjts av någon i första eller andra kretsen (ledande befattningshavare respektive aktieägare) eller annars kommit ut obehörigen. Det innebär inte att den som tar emot informationen måste känna till exakt vem den ursprungliga källan är, men informationen måste förutsättas komma direkt eller indirekt från någon i de två första kretsarna (prop. 1990/91:42 s. 84 f). Något motsvarande krav på att insiderinformationen måste kunna härledas till en viss krets av personer finns inte i direktivet.

Kretsen av personer som omfattas av de olika förbuden i insiderlagstiftningen har successivt utvidgats (se avsnitt 2.1–2.3). Tiden är enligt utredningens mening nu mogen att slå fast som en generell princip att ingen får handla på insiderinformation. Uppdelningen i personkretsar bör därför slopas och reglerna riktas mot var och en som har insiderinformation.

### 5.2.3 Att utnyttja insiderinformation

**Förslag:** Dagens utformning av förbudet mot insiderhandel be-  
hålls.

Undantagskatalogen i nuvarande 8 § insiderstrafflagen justeras  
så att derivataffärer som leder till förlust blir tillåtna och en  
option får utnyttjas bara om den har ett ekonomiskt värde vid  
löptidens slut.

För att få en rimlig avgränsning av det straffbara området kan en insiderlagstiftning läggas upp på två olika sätt. Antingen tar man in som ett rekvisit i gärningsbeskrivningen att personen har utnyttjat informationen för att göra en affär, eller så har man i stället ett antal undantag för situationer där det typiskt sett inte förekommer något missbruk av insiderinformation.

Enligt artikel 2 i marknadsmissbruksdirektivet skall medlemsstaterna förbjuda berörda personer att utnyttja insiderinformation för att handla med finansiella instrument. I 2 § 1 insiderstrafflagen finns inget sådant krav på orsakssamband mellan tillgången till insiderinformation och den aktuella affären. Det faktum att personen ifråga förfogar över insiderinformation innebär i sig att han är förbjuden att handla oavsett om skälet till affären skulle kunna vara något annat. I 2 § 2 talas däremot om att någon "använder informationen till att med råd" föranleda någon annan att handla. Samtidigt finns det i 8 § insiderstrafflagen en rad objektiviserade undantag från handelsförbudet för ageranden som typiskt sett inte innebär att insiderinformation utnyttjas.

Av förarbetena till insiderstrafflagen framgår att uttrycket "använder informationen" var en medveten avgränsning av det straffbara området. Om rådet att köpa eller sälja ett visst finansiellt instrument skulle ha blivit detsamma även utan insiderkunskapen, är rådet inte straffbart (se prop. 1999/2000:109 s. 83). Ett sådant synsätt är enligt utredningens bedömning befogat när det gäller professionella rådgivare (se under nästa rubrik) men att generellt arbeta med rekvisitet utnyttja kan utan tvivel medföra stora bevis- och bedömningssvårigheter vid tillämpning av straffbestämmelserna (jfr a. prop. s. 59).

Effektivitetsskäl talar alltså för att Sverige bör hålla fast vid den teknik som nu används i 2 § 1 och 8 § insiderstrafflagen. Mot det upplägget talar dels i någon mån att det inte är den teknik som marknadsmissbruksdirektivet använder, dels risken att förbudsregeln

kommer att träffa förfaranden där insiderinformation inte utnyttjas. Listan på undantag kommer sannolikt inte att kunna täcka in alla tänkbara situationer där handel sker utan att insiderinformationen utnyttjas.

I denna avvägning finner utredningen att effektivitetshänsynen och behovet av klarhet i lagtexten måste väga tyngst. Nuvarande upplägg bör alltså behållas för det fallet att personen med insiderinformation handlar själv, och inslaget av ”utnyttja” i nuvarande 2 § 2 bör tas bort. Samtidigt måste undantagskatalogen i nuvarande 8 § ses över.

#### *Undantaget för befattningshavare hos värdepappersinstitut*

Enligt 8 § 1 får befattningshavare hos värdepappersinstitut fullgöra uppdrag som lämnats företaget att förvärva eller avyttra finansiella instrument samt, utan användande av insiderinformation, fullgöra verksamhet som följer av avtal om att upprätthålla en marknad i ett eller flera finansiella instrument. Befattningshavaren (och därmed företaget) kan alltså fortsätta att sköta sin uppgift som market maker, förutsatt att han agerar utan att ta hänsyn till den insiderinformation som han kan ha.

Den objektivisering av rådgivningsförbudet i nuvarande 2 § 2 som utredningen nyss har föreslagit – dvs. att det inte skall behöva utredas om det verkligen var insiderinformationen som motiverade rådet – skapar som redan antytts behov av ett utvidgat undantag för befattningshavare hos värdepappersinstitut. En sådan befattningshavare, som av något skäl har kommit i besittning av insiderinformation, har med stöd av nuvarande utformning av rådgivningsförbudet kunnat fortsätta att ge kunderna investeringsråd, förutsatt att han vid rådgivningen bortsett från insiderinformationen. Med den utformning av rådgivningsförbudet som utredningen föreslår behöver alltså undantaget i 8 § 1 utvidgas till att även omfatta verksamhet som rådgivning och förvaltning av finansiella instrument.

#### *Undantagen för optioner*

Enligt 8 § 2 får förvärv av annat än option eller termin ske om insiderinformationen är ägnad att sänka kursen eller avyttring ske av annat än option eller termin då informationen är ägnad att höja kursen.

Eftersom undantaget avser förvärv och avyttringar av alla optioner, såväl köp- som säljoptioner leder det till att förvärv av köpoptioner när insiderinformationen är ägnad att sänka kursen på den underliggande tillgången och avyttringar av köpoptioner när informationen är ägnad att höja kursen är förbjudna, se Beckman m.fl., Lagarna på värdepappersområdet, 2002, s. 431.

Lika väl som det är tillåtet att köpa aktier om insiderinformationen är ägnad att sänka kursen på aktien bör det vara tillåtet att köpa en option eller en termin vars kurs kommer att sjunka. Det bör alltså vara tillåtet att förvärva en köpoption om informationen är ägnad att sänka kursen på den underliggande tillgången och det bör vara tillåtet att förvärva en säljoption om informationen är ägnad att höja kursen på den underliggande tillgången. Likaså bör det vara tillåtet att avyttra en option eller en termin vars kurs kommer att höjas. Det bör alltså vara tillåtet att avyttra (utfärda) en säljoption om informationen är ägnad att sänka kursen på den underliggande tillgången och det bör vara tillåtet att avyttra (utfärda) en köpoption om informationen är ägnad att höja kursen på den underliggande tillgången. Uttrycket att information är ägnad att sänka respektive höja kursen syftar på det finansiella instrument som förvärvas eller avyttras – dvs. optionen eller terminen. Något förbehåll för optioner och terminer behövs därför inte i lagtexten. Undantaget kan i stället uttryckas som att det skall vara tillåtet att förvärva ett finansiellt instrument om insiderinformationen är ägnad att sänka kursen på det instrumentet och avyttra ett instrument om informationen är ägnad att höja kursen på det instrumentet.

Enligt 8 § 5 insiderstrafflagen utgör det inte insiderbrott att innehavaren av en option, när löptiden går ut, förvärvar eller avyttrar den underliggande egendomen eller optionen. För det fall optionen har ett värde när löptiden går ut, dvs. om priset på den underliggande egendomen till en köpoption överstiger optionens lösenpris eller om priset på den underliggande egendomen till en säljoption understiger optionens lösenpris, innebär det inget utnyttjande av insiderinformation att begära lösen i enlighet med optionskontraktet. Om emellertid optionen saknar värde, om t.ex. priset på den underliggande egendomen understiger en köpoptions lösenpris skulle det sakna kommersiell mening att köpa den underliggande egendomen enligt optionskontraktet. Det skulle vara billigare att köpa den underliggande egendomen till marknadspriset. Den som har insiderinformation avseende en aktie skulle dock, åtminstone i teorin, kunna genomföra en sådan affär för att straffritt förvärva aktien i

fråga. Undantaget bör därför ändras så att det endast avser förvärv eller avyttringar av den underliggande egendomen enligt optionskontrakt om optionen i sig har ett värde när löptiden går ut.

#### 5.2.4 Oaktsamhetsbrottet

**Förslag:** Straff för vårdslöst insiderförfarande skall inträda redan vid oaktsamhet av normalgraden.

Enligt insiderdirektivet skulle medlemsstaterna föreskriva förbud att handla, råda och röja för den som ”med full insikt om förhållandena” förfogade över insiderinformation (artiklarna 2.1 och 4 i insiderdirektivet). Utgångspunkten i marknadsmissbruksdirektivet är att förbudet åtminstone skall gälla den som ”inser eller borde ha insett” att den information som innehas är insiderinformation, se ingressats 18 och artikel 4. Enligt ingressatsen skall vid bedömningen av vad någon insett eller borde ha insett hänsyn tas till vad en normal och förnuftig person skulle ha insett eller borde ha insett med hänsyn till omständigheterna.

Ett icke uppsåtligt brott mot det svenska handels- och rådgivningsförbudet är straffbart om det begås av grov oaktsamhet, se 6 § insiderstrafflagen. För att det svenska handels- och rådgivningsförbudet skall vara förenligt med direktivet och dess skärpning av synen på insiderhandel krävs att reglerna ändras så att straffbarhet inträder redan vid oaktsamhet av normalgraden med avseende på att det varit fråga om insiderinformation. För att undvika de tillämpningsproblem som skulle kunna uppstå om man laborerade med olika grader av oaktsamhet för olika objektiva rekvisit i straffbestämelsen, bör det subjektiva rekvisitet ändras till oaktsamhet av normalgraden avseende samtliga objektiva rekvisit.

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 (prop. 1990/91:42 s. 103).

En övergång till oaktsamhet av normalgraden torde innebära att det oavsett de personliga förutsättningarna mycket ofta måste anses oaktsamt att utnyttja sådan information som typiskt sett är insiderinformation utan att förvissa sig om att informationen är offentliggjord. Men bedömningen påverkas 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.

Utredningen har övervägt att efter norsk förebild föreskriva en undersökningsplikt för personer med insynsställning. En sådan person skulle alltså vara skyldig att undersöka om det fanns någon kurspåverkande information om bolaget som inte var offentliggjord, innan han eller hon köpte eller sålde aktier i bolaget. Utredningen avstår dock från att lägga fram något sådant förslag. I enlighet med marknadsmissbruksdirektivet föreslår utredningen att alla aktiemarknadsbolag fortlöpande skall föra förteckningar över personer som har tillgång till insiderinformation (se avsnitt 8). Utredningen räknar med att denna ordning skall innebära en påtaglig minskning av möjligheterna till oupptäckt insiderhandel. Vidare skulle en undersökningsplikt delvis motverka ett av de viktigaste syftena med regleringen, nämligen att hålla insiderinformation i en så liten krets som möjligt tills den offentliggörs.

I 4 § insiderstrafflagen stadgas för insiderförseelse – alltså den ringa formen av insiderbrott – böter eller fängelse i högst sex månader. Enligt 6 § är den gemensamma straffskalan för alla svårighetsgrader av vårdslöst insiderförfarande böter eller fängelse i högst ett år. EBM har i en skrivelse år 2001 till Finansdepartementet påpekat att lagen därmed är utformad så att ett oaktsamhetsbrott skulle kunna bestraffas hårdare än samma brott utfört uppsåtligt.

Det är knappast troligt att domstolarna skulle döma till ett strängare straff för ett oaktsamhetsbrott än för ett uppsåtligt brott, om omständigheterna i övrigt var desamma (beloppen/vinsten, typen av information, gärningsmannens ställning osv.). Men om oaktsamhetsbrottet angår mångdubbelt högre belopp och begås av någon som på grund av sin ställning och erfarenhet borde ha förstått bättre och kanske medvetet höll sig okunnig, är det inte orimligt om straffet blir högre än för ett ringa fall av uppsåtligt brott.

För att minska risken för utmanande situationer av det slag som EBM pekar på och för att inte i onödan belasta myndigheternas

utredningskapacitet med bagatellärenden föreslår utredningen ändå att det införs en särskild regel om strafffrihet för ringa fall av vårdslöst insiderförfarande.

### 5.2.5 Röjandeförbudet

**Förslag:** Röjandeförbudet skall omfatta alla som har tillgång till insiderinformation.

Straffbarhet skall inträda när en person insett eller bort inse att det var fråga om insiderinformation.

Enligt marknadsmissbruksdirektivet skall medlemsstaterna förbjuda alla tre personkretsarna att röja insiderinformation (artiklarna 3 och 4). Liksom handels- och rådgivningsförbuden skall enligt direktivet röjandeförbudet inträda redan när personen i fråga borde ha insett att det var fråga om insiderinformation.

Enligt 7 § insiderstrafflagen är det straffbart endast för första och andra personkretsarna att röja insiderinformationen. Röjandeförbudet infördes för att nå en bättre överensstämmelse med insiderdirektivet (se prop. 1999/2000:109 s. 56) som ställde krav på röjandeförbud för dessa personer. Enligt förarbetena ansågs det dock föra för långt att införa ett generellt röjandeförbud.

Liksom i fråga om handelsförbudet är tiden enligt utredningens mening nu mogen för en generell reglering; ingen som har insiderinformation skall få föra den vidare innan den är offentliggjord. I detta ligger också att ett oaktsamhetsbrott bör införas. Som framgått är en sådan reglering i överensstämmelse med marknadsmissbruksdirektivet.

#### *Undantaget när informationen samtidigt blir allmänt känd*

Information som är allmänt känd är inte insiderinformation enligt definitionen i 1 § 1 insiderstrafflagen och det är enligt 7 § andra stycket inte straffbart att röja insiderinformation om informationen blir allmänt känd samtidigt som den röjs.

Enligt förarbetena till insiderlagen krävdes för att information skulle anses allmänt känd, att den var tillgänglig för envar som vill söka efter den – i massmedia, bland uttalanden från bolaget i fråga, offentliga föredrag eller liknande (prop. 1990/91:42 s. 83). Som

exempel på om en omständighet ansågs vara allmänt känd nämndes i samma förarbeten att den publicerats på en marknadsplats eller varit omnämnd i massmedia. Den avgörande tidpunkten ansågs vara då en nyhet kom upp på förekommande bildskärmar, t.ex. Reuters, eller när tidningarna lämnat tryckeriet. I samma förarbeten sägs också att spridning av information inom en begränsad sluten krets, t.ex. en privat aktiesparklubb eller liknande, inte bör vara tillräcklig för att informationen skall anses vara offentliggjord.

Dessa uttalanden, med en skiljelinje mellan information som är tillgänglig för envar och information som spritts inom en begränsad sluten krets, gjordes innan användningen av Internet hade tagit fart. I senare diskussioner har frågan dykt upp om ett inlägg på en chatsida skulle kunna medföra att informationen blivit allmänt känd. Enligt utredningens mening är det uppenbart att en sådan åtgärd inte gör informationen allmänt känd i den bemärkelse som nu avses. Uttrycket ”allmänt känd” måste läsas i ljuset av syftet med bestämmelsen, nämligen att undanta från det straffbara området bara sådana situationer där informationen blir så väl känd att varken den som röjer informationen eller andra har möjlighet att utnyttja informationen för att göra fördelaktiga affärer.

#### *Särskilt om förhållandet till styrelseledamöters tystnads- och lojalitetsplikt*

Enligt utredningsdirektiven ingår det i utredningens uppdrag att analysera hur insiderstrafflagens förbud mot obehörigt röjande av insiderinformation förhåller sig till styrelseledamöters tystnads- och lojalitetsplikt. Direktivet lyfter särskilt fram styrelseledamöter enligt lagen (1987:1245) om styrelserepresentation för de privatanställda (LSP), men enligt utredningens bedömning föreligger ingen principiell skillnad mellan dessa och andra styrelseledamöter.

Det finns inga uttryckliga bestämmelser i aktiebolagslagen (1975:1385, ABL) eller lagen (1987:667) om ekonomiska föreningar (FL) om styrelseledamöternas tystnadsplikt, utan denna följer av styrelseledamotens ställning som förtroendeman. Tystnadsplikten innebär att styrelseledamoten måste hemlighålla angelägenheter och förhållanden, vilkas yppande kan skada bolaget eller föreningen. Indirekt framgår tystnadsplikten av 9 kap. 22 § ABL och 7 kap. 11 § FL, där skyldigheten att lämna upplysningar på stämman begränsas



till att avse upplysningar som kan ges utan väsentlig nackdel för bolaget eller föreningen.

En intressekonflikt föreligger här mellan företagets behov av sekretess och det behov en styrelseledamot kan ha av att samråda med dem som har utsett honom eller henne. Någon särbehandling av arbetstagarledamöterna i denna del har inte föreslagits i förarbetena till vare sig ABL (prop. 1972:116) eller LSP (prop. 1987/88:10). Det har dock uttalats att avvägningen mellan olika intressen förutsätter att frågan tas upp till diskussion i styrelsen (prop. 1972:116, s. 135) och att frågan får lösas i de enskilda företagsstyrelserna med beaktande av såväl företagets behov av sekretess som av de anställdas särskilda intresse av att fortlöpande hållas underrättade om verksamheten (prop. 1987/88:10, s. 175).

Arbetsstagarledamöterna är liksom övriga styrelseledamöter associationernas förtroendemän. Samtidigt har de till uppgift att ge de anställda information om företaget och dess förhållanden, och det är naturligt att de ibland har behov av att kunna samråda med centrala företrädare för den fackliga organisationen. Motsvarande behov måste man räkna med finns för t.ex. anställda i ett investmentbolag som sitter i styrelsen för företag där investmentbolaget har ägarintressen. En styrelseledamot som informerar sin externa uppdragsgivare kan dock göra sig skyldig till straffbart röjande av insiderinformation, om inte röjandet är att anse som behörigt.

Avgörande för bedömningen av i vilken mån en styrelseledamot kan röja insiderinformation behörigen är enligt utredningens mening förhållandet mellan ledamotens tystnadsplikt gentemot företaget och hans uppgift att företräda dem som har utsett honom. Det fortsatta resonemanget fokuserar på arbetstagarledamöterna, men som redan framhållits ser utredningen inte någon principiell skillnad mellan dessa ledamöter och andra. Med utgångspunkt i ett tänkt fall, där man i ett företags styrelse har diskuterat en affär av viss betydelse och där arbetstagarledamoten för vidare informationen till sin fackliga organisation, gör utredningen följande bedömning.

Om en prövning av konflikten mellan företagets intresse av sekretess och arbetstagarledamotens intresse av att kunna diskutera med sin fackliga organisation utfaller till arbetstagarledamotens fördel, bör det inte komma i fråga att anse utlämnandet som obehörigt. Detta gäller dock bara så långt som ledamoten inte har lämnat ut mer eller annan information än som behövdes för den fackliga diskussionen och han hade rimlig grund för att lita på att

den som tog emot informationen inte skulle missbruka den eller föra den vidare (jfr artikel 6.3 andra stycket i marknadsmissbruksdirektivet). Om det inte är uppenbart onödigt bör ledamoten försäkra sig om att mottagarna av informationen förstår dess konfidentiella karaktär.

På samma sätt bör man sannolikt bedöma det fallet att företaget accepterade att informationen fördes vidare till den fackliga organisationen – något som fullt möjligt och kanske rent av ganska vanligt trots att företaget i övrigt vill hålla informationen hemlig.

Om prövningen utfaller på motsatt sätt, dvs. arbetstagarledamoten borde ha hållit tyst med informationen, kan hans ställning som arbetstagarledamot inte rimligen ge honom något skydd mot en anklagelse om brott mot röjandeförbudet. Därmed är dock inte sagt att han med automatik är skyldig, utan det får prövas enligt vanliga regler.

Det finns enligt utredningens mening inte någon anledning att lagreglera frågan.

### 5.3 Förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan

Enligt artikel 5 i marknadsmissbruksdirektivet skall medlemsstaterna förbjuda varje person att bedriva otillbörlig marknadspåverkan. Med otillbörlig marknadspåverkan avses i direktivet bl.a. att en aktör genom transaktioner, handelsorder eller informationsspridning ger falska eller vilseledande signaler till värdepappersmarknaden om tillgång, efterfrågan eller pris på finansiella instrument. Otillbörlig marknadspåverkan är således ett något vidare begrepp än otillbörlig kurspåverkan enligt insiderstrafflagen och påminner om brottsbalkens bestämmelser om svindleri. Till skillnad från både otillbörlig kurspåverkan och svindleri innehåller direktivet inget krav på att det skall ha funnits en avsikt att påverka priset för att förfarandet skall förbjudas. Den svenska regleringen måste även av det skälet kompletteras för att överensstämma med direktivet.

### 5.3.1 Definitionen av otillbörlig marknadspåverkan

Begreppet otillbörlig marknadspåverkan som definieras i artikel 1.2 i marknadsmissbruksdirektivet har två huvudkomponenter. Den första avser transaktioner eller handelsorder (punkterna a och b i artikel 1.2) och den andra avser informationsspridning (punkten c).

#### *Transaktioner och handelsorder som påverkar marknaden*

Transaktioner eller handelsorder som enligt punkten 2 a utgör otillbörlig marknadspåverkan är sådana som

- ger eller kan förväntas ge falska eller vilseledande signaler om tillgång, efterfrågan eller pris på finansiella instrument, eller
- genom en eller flera personers agerande låser fast priset på ett eller flera finansiella instrument vid en onormal eller konstlad nivå.

I genomförandedirektivet 2003/124/EG anges följande signaler på att ett agerande kan utgöra otillbörlig marknadspåverkan enligt punkten 2 a i artikel 4:

- 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 skall beaktas när marknadsoperatörerna och den behöriga myndigheten överväger huruvida ett visst agerande utgör otillbörlig marknadspåverkan. I stort sett samtliga 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 och det förhållandet 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.

#### *Andra transaktioner och handelsorder*

Enligt punkt 2 b i artikel 1 i marknadsmissbruksdirektivet är otillbörlig marknadspåverkan också transaktioner eller handelsorder där falska förespeglingar eller andra slag av vilseledanden eller manipulationer utnyttjas. Beskrivningen omfattar enligt ordalydelsen även ageranden där motparten i en affär vilseleds eller utnyttjas utan att detta i och för sig ger några signaler till andra om tillgång, efterfrågan eller pris eller till att priset på ett finansiellt instrument låses fast. Emellertid avser artikel 1 i sin helhet förfaranden som påverkar marknaden, varför även sådana ageranden som avses i punkt 2 b

måste kunna ha någon inverkan på marknaden för att de skall ses som otillbörlig marknadspåverkan. I genomförandebestämmelserna avseende denna punkt, artikel 5 i genomförandedirektivet 2003/124/EG, anges som signaler på sådan otillbörlig marknadspåverkan transaktioner som har samband med att någon sprider falsk eller vilseledande information eller felaktiga eller partiska investeringsrekommendationer.

#### *Andra signaler om otillbörlig marknadspåverkan*

Enligt punkt 2 c i artikel 1 i marknadsmissbruksdirektivet innebär det också otillbörlig marknadspåverkan att sprida information som ger eller kan förväntas ge falska eller vilseledande signaler av betydelse för priset på finansiella instrument, om personen som sprider informationen insåg eller borde ha insett att den var falsk eller vilseledande. Bestämmelsen utgår alltså från att informationen faktiskt är falsk eller vilseledande och att den som sprider informationen insåg eller borde ha insett detta.

#### **5.3.2 Direktivet i förhållande till de svenska reglerna**

**Förslag:** Brottet otillbörlig marknadspåverkan kan begås både genom vilseledande order och transaktioner och på andra sätt, t.ex. genom spridande av falsk eller vilseledande information.

Kravet på *direkt uppsåt* att påverka priset tas bort.

#### *Otillbörlig kurspåverkan*

För att en gärning skall utgöra otillbörlig kurspåverkan enligt 9 § insiderstrafflagen är en första förutsättning att den har skett på värdepappersmarknaden (se definitionen i 1 § insiderstrafflagen) och förfarandet skall ha skett i avsikt att otillbörligt påverka priset vid allmän omsättning av finansiella instrument. Det senare innebär ett krav på direkt uppsåt att påverka priset.

I bestämmelsens första stycke anges två typer av ageranden som är sådana att de till sin natur är att anse som otillbörliga, nämligen att ingå skenavtal, t.ex. handla med sig själv, och att förena en avyttring av finansiella instrument med en hemlig utfästelse att

återköpa till visst lägsta pris eller villkor som begränsar rätten till fortsatt avyttring eller annars är avsedda att undandra instrumentet allmän omsättning.

Andra stycket tar sikte på handlingar som i och för sig kan framstå som ordinära men som om de företas i avsikt att påverka priset anses otillbörliga. För att en handling enligt andra stycket skall vara straffbar krävs därutöver att den är ägnad att vilseleda köpare och säljare av finansiella instrument, dvs. åtgärden skall kunna få till följd att investerarna som kollektiv bibringas en felaktig uppfattning om marknadsvärdet på finansiella instrument (se prop. 1995/96:215 s. 95).

### *Svindleri*

Genom bestämmelsen i 9 kap. 9 § brottsbalken är en del av den i direktivet beskrivna informationsspridningen kriminaliserad. Enligt lagrummets första stycke kan den som offentliggör eller på annat sätt bland allmänheten sprider vilseledande uppgift för att påverka priset på bl.a. värdepapper dömas för svindleri. Detsamma gäller enligt andra stycket om någon, som medverkat vid bildande av aktiebolag eller annat företag eller på grund av sin ställning bör äga särskild kännedom om företag, uppsåtligen eller av grov oaktsamhet offentliggör eller på annat sätt bland allmänheten sprider vilseledande uppgift som är ägnad att påverka bedömandet av företaget i ekonomiskt hänseende och som medför skada.

För straffbarhet enligt första stycket krävs att de vilseledande uppgifterna lämnats i syfte att påverka priset. Det krävs också uppsåt i fråga om att informationen var vilseledande. Enligt andra stycket krävs inte något syfte att påverka priset och straffbarhet inträder redan vid grov oaktsamhet, t.ex. om att informationen var vilseledande. Personkretsen som avses i andra stycket är dock begränsad till bl. a. stiftare, styrelseledamot, VD, och personer med faktiskt inflytande över bolaget genom aktieinnehav. Utomstående personer omfattas inte av andra stycket oavsett om de har särskild kännedom om företaget.

*Handelsregler*

Utöver straffbestämmelserna om otillbörlig kurspåverkan och svindleri finns bestämmelser om att börser och auktoriserade marknadsplatser skall ha ändamålsenliga regler för hur handeln skall gå till och att handeln skall övervakas (4 kap. 2 § och 7 kap. 2 § lagen om börs- och clearingverksamhet). Finansinspektionen har utfärdat föreskrifter om marknadsövervakning vid börser, auktoriserade marknadsplatser och värdepappersinstitut (FFFS 2001:5).

I börsernas handelsregler, se t.ex. Stockholmsbörsens handelsregler för aktier m.m. (Norex Member Rules, Version 1.3 – mars 2004), finns bestämmelser som avser att hindra att medlemmarna genom sin orderläggning medverkar till förfaranden som innebär en otillbörlig prisbildning eller saknar kommersiellt syfte.

Skyldigheten att ha handelsregler är förenad med sanktioner som träffar börserna och de auktoriserade marknadsplatserna. De sanktioner som följer av handelsreglerna, t.ex. vite och upphört medlemskap, träffar sedan dem som handlar på marknadsplatsen (t.ex. börsmedlemmarna).

Svenska Fondhandlareföreningen har under många år utfärdat regler eller riktlinjer till sina medlemmar. Bland dessa kan nämnas ”Regler om affärer med finansiella instrument och valuta m.m. gjorda för egen räkning av anställda och uppdragstagare i värdepappersinstitut samt deras närstående” (2002) och vissa riktlinjer för s.k. corporate finance verksamhet (2002), vilka till största delen behandlar anställdas agerande i samband med insiderinformation och insyn i kunders affärer.

Institutens förhållande mot kund behandlas bl.a. i ”Allmänna villkor för handel med finansiella instrument” (2002) avseende annullering av order och makulering av avslut när kund brutit mot lag, annan författning eller god sed på värdepappersmarknaden och i p. 19 och 20 i ”Riktlinjer vid handläggning av affärsuppdrag avseende aktier och aktierelaterade finansiella instrument” (2003), avseende rapportering av uppdrag som uppenbart strider mot bestämmelser om otillbörlig kurspåverkan.

Med anledning av att Svenska Fondhandlareföreningen inte omfattar samtliga tillsynsobjekt har Finansinspektionen utfärdat föreskrifter om, eller på annat sätt sanktionerat, vissa av de självreglerande bestämmelser som föreningen utfärdat, i avsikt att etablera dessa som en för alla aktörer gällande god sed på marknaden.

*Utformningen av en ny bestämmelse*

Det straffbara området enligt nuvarande bestämmelse om otillbörlig kurspåverkan behöver utvidgas till att omfatta även åtgärder som vidtas utanför värdepappersmarknaden men som får inverkan där – t.ex. spridande av medvetet missvisande investeringsrekommendationer. Vidare bör det nuvarande kravet på direkt uppsåt tas bort, bl.a. 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 även om det yttersta syftet med hans agerande är ett annat (t.ex. att uppnå en skattefördel).

Direktivens ganska långa uppräkningslistor av olika förfaranden som bör vara förbjudna om de utförs i otillbörligt syfte har kanske varit till nytta under arbetet med direktiven men lämpar sig inte för lagtext.<sup>1</sup> Denna bör i stället utformas i generella termer som gör det möjligt att fånga in både de nu uppmärksammade exemplen på otillbörligt beteende och tillkommande nya former.

Som angetts ovan ligger brottet otillbörlig marknadspåverkan nära det allmänna brottet svindleri enligt 9 kap. 9 § brottsbalken, och det kan förekomma att en gärning passar in under båda brottsbeskrivningarna. Med tanke på att svindleri kräver direkt uppsåt och dessutom har en något strängare straffskala än som föreslås för otillbörlig marknadspåverkan (grovt brott) framstår det som naturligt att gärningsmannen åtalas och döms för svindleri om alla rekvisit för det brottet är uppfyllda. Om det exempelvis brister i det subjektiva rekvisitet kan åtal för otillbörlig marknadspåverkan vara ett alternativ.

---

<sup>1</sup> För att underlätta tolkningen av artikel 1.2 fanns till kommissionens förslag till marknadsmissbruksdirektiv fogad en bilaga som angav ytterligare ett antal metoder som ansågs användas för otillbörlig marknadspåverkan.



## 6 Offentliggörande av insiderinformation

Enligt artikel 6.1 i marknadsmissbruksdirektivet skall medlemsstaterna se till att emittenter av finansiella instrument så snabbt som möjligt informerar allmänheten om insiderinformation som direkt berör dessa emittenter. Vidare skall medlemsstaterna se till att emittenterna publicerar samma information på sina hemsidor på Internet. Nedan behandlar utredningen vilka finansiella instrument som berörs av marknadsmissbruksdirektivets krav (avsnitt 6.2) och hur offentliggörandet skall gå till (avsnitt 6.3).

Kravet på snabbt offentliggörande är emellertid inte undantagslöst. En emittent får på eget ansvar skjuta upp offentliggörandet av en viss information för att inte skada sina egna legitima intressen. Som exempel nämns i punkt a i artikel 3.1 i genomförandedirektivet 2003/124/EG den situationen att ett bolag för förhandlingar med någon annan part, t.ex. därför att bolaget har råkat i ekonomiska svårigheter, och ett offentliggörande av förhandlingarna skulle kunna hota bolagets långsiktiga ekonomiska återhämtning. Ett generellt krav för att ett uppskov med offentliggörandet skall vara tillåtet är att emittenten kan säkerställa att informationen inte läcker ut. Utredningen behandlar dessa frågor i avsnitt 6.4.

Slutligen behandlar utredningen i avsnitt 6.5 direktivets krav på offentliggörande när insiderinformation – avsiktligt eller oavsiktligt – har lämnats ut till någon utomstående.

### 6.1 Nuvarande reglering

I 5 kap. 3 § lagen om börs- och clearingverksamhet uppställs krav på information från bolag vilkas värdepapper har inregistrerats vid en börs. Liknande regler gäller enligt 6 kap. 2 § samma lag för fondpapper som inte inregistrerats men som noterats på en börs och enligt 7 kap. 2 § för fondpapper som noterats på en auktoriserad marknadsplats. Enligt bestämmelserna skall emittenten offentlig-

göra de upplysningar om verksamheten och fondpapperen som är av betydelse för bedömning av kursvärdet på fondpapperen. Finansinspektionen har med stöd av 2 § 3 förordningen (1992:561) om börs- och clearingverksamhet utfärdat föreskrifter om inregistrering av fondpapper m.m. (FFFS 1995:43).

I inspektionens föreskrifter är informationsplikten reglerad i 2 kap. Där anges att viss information skall offentliggöras omedelbart. Detta gäller för t.ex. bokslutskommuniké som skall innehålla det väsentliga från den kommande årsredovisningen, delårsrapport, ändrade prognoser, kallelse och kommuniké avseende bolagsstämma, emissioner och förändringar i fråga om styrelse, VD m.m. Utöver de specifika omständigheter som emittenterna skall informera om enligt 2 kap. 2–14 §§ finns i 2 kap. 15 § en ”generalklausul” som stadgar att emittenten skall informera om beslut eller händelser som i icke oväsentlig grad kan påverka bilden av emittenten eller värderingen av emittentens fondpapper.

De nu angivna informationskraven gäller även obligationsrättsligt mellan noterade bolag och marknadsplatserna genom att de tagits in i noteringsavtalen (bilaga 1 till Stockholmsbörsens noteringsavtal (2003-09-01) och bilaga 2 till Nordic Growth Market NGM AB:s noteringsavtal (2003-08-01)). I den mån noteringsavtalen avviker från föreskrifterna ställer de mer långtgående krav än föreskrifterna. Att informationsreglerna tagits in i noteringsavtalen får också till följd att även utländska emittenter vilkas fondpapper är inregistrerade eller noterade på en svensk marknadsplats omfattas av i huvudsak samma informationsskyldighet oavsett den svenska lagens och föreskrifternas tillämplighet på deras informationsskyldighet.

Den information en emittent skall lämna enligt föreskrifterna och noteringsavtalen är ofta sådan som är ägnad att ha en väsentlig inverkan på priset och som en förnuftig investerare därför kan förväntas utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut (jfr artikel 1.2 i genomförandedirektivet 2003/124/EG). Den i de svenska föreskrifterna och noteringsavtalen angivna informationen torde alltså i många fall också samtidigt vara insiderinformation i marknadsmissbruksdirektivets mening. Genom att föreskrifterna och noteringsavtalen ålägger emittenten en skyldighet att informera om sådana omständigheter som är ägnade att i icke oväsentlig grad påverka bilden eller värderingen av bolaget kan de svenska reglerna sägas gå något längre än direktivet. Förhållandet mellan insiderstrafflagens definition av insiderinformation och de krav som gäller för börsbolagens informationsskyldighet enligt noteringsavtalet med

Stockholmsbörsen har behandlats i flera lagförarbeten (prop. 1984/85:157 s. 40, prop. 1990/91:42 s. 52, prop. 1995/96:215 s. 36 och prop. 1999/2000:109 s. 53). Det har därvid betonats att kraven enligt insiderstrafflagen (och dess föregångare) bör vara högre eftersom kraven på händelsens karaktär bör ställas högre när det är fråga om en straffrättslig lagstiftning. I praktiken är det dock inte så lätt att beskriva skillnaden mellan ”väsentlig” och ”icke oväsentlig”.

## 6.2 Vilka finansiella instrument berörs?

Dagens svenska regler om emittenters informationsskyldighet gäller fondpapper som är inregistrerade eller noterade vid en börs eller en auktoriserad marknadsplats. För dessa finansiella instrument är direktivets krav på vad emittenterna skall informera om uppfyllt genom att informationsskyldigheten omfattar information som är ägnad att i icke oväsentlig grad påverka bilden eller värderingen av bolaget. Detta fångar in sådan information som enligt marknadsmissbruksdirektivets definition är insiderinformation.

Enligt marknadsmissbruksdirektivets artikel 9 första stycket skall direktivets bestämmelser tillämpas på finansiella instrument som är godkända för handel på en reglerad marknad – men också på finansiella instrument för vilka en ansökan om godkännande för handel lämnats in. Informationsskyldigheten enligt direktivet inträder därför tidigare än enligt de nuvarande svenska reglerna, se 5 kap. 3 § och 6 kap. 2 § lagen om börs- och clearingverksamhet, som är tillämpliga på fondpapper som har inregistrerats respektive noterats. För att de svenska reglerna skall stämma överens med direktivet bör de aktuella bestämmelserna ändras så att informationsskyldighet inträder redan när emittenten ansöker om registrering respektive notering. I praktiken får en sådan ändring liten betydelse eftersom en formell ansökan om notering som regel sker bara en kort tid före noteringen, efter det att bolaget och marknadsplatsen fört informella diskussioner om förutsättningarna för en notering. Så länge det inte förekommer någon handel i bolagets aktier, är det ju också tveksamt om man kan tala om någon kurspåverkande information.

För övriga finansiella instrument – derivatinstrument, andelar i investeringsfonder m.m. – som omfattas av direktivet finns inte några motsvarande svenska informationsregler. I den mån det är fråga om derivatinstrument, vilkas värde är beroende av ett eller flera fondpapper, t.ex. aktie- och indexoptioner, är den insiderinformation som

i första hand kan påverka värderingen av instrumenten hänförlig till det underliggande fondpapperet. Den informationsskyldighet som åvilar emittenten av fondpapperet är därför tillräcklig. Den information som berör utgivaren av derivatinstrumentet är omständigheter av mer teknisk natur som omräkningsfaktorer vid emissioner och splitrar avseende de underliggande instrumenten eller beräkningsgrunder som utgivaren av t.ex. en warrant använder när utgivaren agerar marknadsgarant.

Vad gäller investeringsfonder är värdet av andelarna, liksom derivatinstrument, beroende av de underliggande finansiella instrumentens värde. Några regler som riktar sig mot fonden eller fondbolaget utöver de befintliga reglerna om värdering, informationsskyldighet m.m. som följer av lagen (2004:46) om investeringsfonder behövs inte för att uppfylla marknadsmissbruksdirektivets krav.

Det är alltså inte så stora ändringar som behövs för att de svenska reglerna skall avspegla direktivets krav på offentliggörande av insiderinformation. Emellertid krävs det också att Sverige har sanktioner att tillgripa mot den som inte uppfyller informationsskyldigheten. En sådan bestämmelse finns när det gäller fondpapper som är inregistrerade vid en börs; enligt 5 kap. 4 § lagen om börs- och clearingverksamhet skall börsen avregistrera ett fondpapper om utgivaren allvarligt åsidosätter sina skyldigheter.

För papper som är noterade vid en börs eller en auktoriserad marknadsplats finns inte några motsvarande bestämmelser (se 6 och 7 kap. lagen om börs- och clearingverksamhet). Detta beror inte på något förbiseende utan är följden av en medveten ambition vid lagens tillkomst att tillskapa en lättare reglering för dessa verksamhetsformer. Att gå ifrån den principiella inställningen kräver överväganden som inte ryms inom ramen för denna utredning. Utredningen tar emellertid i sitt förslag till ändring i lagen om börs- och clearingverksamhet upp ett förslag till en ny paragraf, 6 kap. 4 §, om avnotering av fondpapper om utgivaren allvarligt åsidosätter sin informationsskyldighet. Genom hänvisningen i 7 kap. 2 § första stycket till 6 kap. kommer den nya paragrafen att gälla även för auktoriserade marknadsplatser.

### 6.3 Sättet för offentliggörande av information

Som redovisats ovan anges i artikel 6.1 i marknadsmissbruksdirektivet att emittenterna så snabbt som möjligt skall informera allmänheten om insiderinformation som direkt berör emittenten och att informationen också skall publiceras på emittentens hemsida på Internet. Närmare bestämmelser om hur och när offentliggörande skall ske finns i artikel 2 i genomförandedirektivet 2003/124/EG. Enligt artikeln skall medlemsstaterna se till att informationen offentliggörs av emittenterna på ett sätt som möjliggör för allmänheten att snabbt få tillgång till informationen och göra en fullständig och korrekt bedömning av den. Vidare skall medlemsstaterna säkerställa att emittenterna inte på ett vilseledande sätt kombinerar tillhållandet av insiderinformation med marknadsföring. Därutöver skall väsentliga förändringar av tidigare offentliggjord information omgående offentliggöras genom samma kanaler som användes för den tidigare informationen. En emittent skall också vidta erforderliga åtgärder för att se till att offentliggörandet av information synkroniseras så långt som möjligt i förhållande till olika kategorier av investerare i de medlemsstater där emittentens finansiella instrument är noterade (eller ansökan om notering är inlämnad). Det gäller dock bara om det är på emittentens begäran som instrumenten är noterade i den eller de andra medlemsstaterna.

#### *Nuvarande svenska regler*

Finansinspektionens föreskrifter om inregistrering av fondpapper m.m. innehåller i 2 kap. bestämmelser om hur offentliggörande skall gå till. Viss information skall offentliggöras omedelbart, t.ex. halvårsrapport, emissioner, årsbokslut, val av styrelse m.m. Omedelbart innebär enligt 2 kap. 21 § att informationen skall offentliggöras i direkt anslutning till att beslutet fattats, valet ägt rum eller händelsen blivit känd för utgivaren. Viss annan information skall offentliggöras snarast, t.ex. anmärkning av revisor (2 kap. 9 §). Enligt 2 kap. 23 § skall offentliggörande anses ha skett om informationen lämnats för spridning till en etablerad nyhetsbyrå och minst en rikstäckande dagstidning. Vidare anges i 2 kap. 17 och 20 §§ att en emittent, vars fondpapper även är inregistrerade vid en utländsk börs, skall lämna information till den svenska börsen eller marknadsplatsen samtidigt som informationen lämnas till den utländska börsen.

Även Stockholmsbörsens och NGM:s noteringsavtal reglerar hur informationsskyldigheten skall fullgöras (se p. 1–7 i bilaga 1 till Stockholmsbörsens noteringsavtal och p. 1–8 i bilaga 2 till NGM:s noteringsavtal). Noteringsavtalen täcker in de krav som ställs i föreskrifterna och ställer därutöver i vissa avseenden längre gående krav. Emittenterna skall t.ex. ha en egen hemsida på Internet där bolagsordningen och i princip all offentliggjord information från bolaget till aktiemarknaden, skall finnas tillgänglig. Offentliggörande anses enligt Stockholmsbörsens avtal (p. 4–5) ha skett om informationen lämnats, genom fax eller annat av börsern godkänt elektroniskt medium, till minst två etablerade nyhetsbyråer samt minst tre rikstäckande dagstidningar. Enligt Stockholmsbörsens noteringsavtal skall offentliggörandet skötas av bolaget. NGM:s noteringsavtal utgår i stället från att offentliggörandet handhas av NGM. Skyldigheten enligt lagen och inspektionens föreskrifter att offentliggöra information åvilar dock även emittenter vilkas papper är noterade på NGM. NGM:s noteringsavtal är därför att betrakta både som NGM:s krav på de noterade bolagen och ett sätt för de noterade bolagen att genom NGM fullgöra sin informationsskyldighet enligt lagen och föreskrifterna. Informationsskyldigheten i NGM:s noteringsavtal är i huvudsak densamma som i Stockholmsbörsens avtal.

### *Bedömning*

Den svenska lagen tillsammans med Finansinspektionens föreskrifter uppfyller direktivens krav vad gäller både tidpunkt och sätt för offentliggörande. Någon bestämmelse i lag eller föreskrift om att emittenten skall ha informationen tillgänglig på en hemsida på Internet finns dock inte. För att den svenska offentliga regleringen skall stämma överens med direktivet bör den kompletteras med ett krav på att varje emittent skall ha en hemsida, där informationen hålls tillgänglig under en lämplig tidsperiod. Vi har i Sverige valt att ha detaljregler om tidpunkter och sätt för offentliggörande m.m. i föreskriftsform. Detta bör gälla även kravet på publicering på hemsida.

## 6.4 Fördröjt offentliggörande

Enligt artikel 6.2 i marknadsmissbruksdirektivet får en emittent skjuta upp offentliggörandet av insiderinformation för att inte skada sina egna legitima intressen. Förutsättningarna är att det inte är sannolikt att den uteblivna informationen vilseleder allmänheten och att emittenten kan säkerställa att informationen förblir konfidentiell. Enligt artikeln kan medlemsstaterna kräva att emittenten skall informera den behöriga myndigheten om sitt beslut att skjuta upp offentliggörandet.

I artikel 3.1 i genomförandedirektivet 2003/124/EG anges två exempel på skäl som kan anses legitima för att skjuta upp ett offentliggörande. Ett sådant skäl är att förhandlingar pågår och det är troligt att ett offentliggörande skulle påverka resultatet. Särskilt nämns det fallet att förhandlingarna rör ett företag med ekonomiska problem, där ett offentliggörande skulle kunna äventyra emittentens möjligheter till ekonomisk återhämtning. Den andra situation som nämns, där ett uppskjutande kan vara motiverat, är om emittentens ledning fattat beslut om t.ex. ingående av ett avtal men det behövs ett godkännande av beslutet från en annan instans inom emittenten. Om ett offentliggörande av informationen tillsammans med uppgiften att ett godkännande behövs skulle äventyra en korrekt bedömning av informationen, kan detta enligt direktivet vara ett legitimt skäl att skjuta upp offentliggörandet.

Vad gäller emittentens säkerställande av att informationen förblir konfidentiell finns genomförandebestämmelser i artikel 3.2 i genomförandedirektivet. Emittenten skall enligt dessa bestämmelser ha effektiva arrangemang för att begränsa tillgången till informationen till dem som behöver den för att kunna fullgöra sina uppgifter hos emittenten. Emittenten skall vidare säkerställa att varje person med tillgång till informationen bekräftar att han eller hon känner till sin skyldighet att inte använda eller sprida informationen (se om en snarlik regel i avsnitt 8.1). Slutligen skall emittenten ha beredskap för att omedelbart offentliggöra informationen för det fall läckor uppstår.

Enligt 5 kap. 3 §, 6 kap. 2 § och 7 kap. 2 § lagen om börs- och clearingverksamhet skall emittenten offentliggöra de upplysningar om verksamheten och fondpapperen som är av betydelse för bedömningen av kursvärdet. Som bestämmelserna i lagen nu är utformade gäller skyldigheten utan undantag. Emellertid finns ett undantag i Finansinspektionens föreskrifter om inregistrering av fondpapper m.m.

Bestämmelsen återfinns i andra stycket i 2 kap. 15 §, vars första stycke är den ovan nämnda "generalklausulen" om emittenternas informationsskyldighet. Enligt undantagsbestämmelsen får utgivaren av ett fondpapper underlåta att offentliggöra en viss uppgift, om ett offentliggörande är till förfång för utgivaren. Förutsättningen är att börsen respektive marknadsplatsen lämnat medgivande till detta. En bestämmelse med samma innebörd finns i p. 36 i bilaga 1 till Stockholmsbörsens noteringsavtal och p. 7 i bilaga 2 till NGM:s noteringsavtal.

Lagreglerna bör utformas så att de lämnar utrymme för undantag (jfr lagrådets yttrande över förslaget till lag om finansiell rådgivning till konsumenter, prop. 2002/03:133, s. 72 f). För att säkerställa en direktivkonform tolkning bör undantaget formuleras som i marknadsmissbruksdirektivet. Det innebär att emittenten får skjuta upp ett offentliggörande för att inte skada sina egna legitima intressen, under förutsättning att det inte är sannolikt att den uteblivna informationen vilseleder allmänheten och att emittenten kan säkerställa att informationen förblir hemlig. Kompletterande föreskrifter kan sedan närmare reglera både informationsskyldigheten och undantag från denna.

Som angetts ovan ger artikel 6.2 i marknadsmissbruksdirektivet medlemsstaterna rätt att kräva att emittenterna informerar den behöriga myndigheten – dvs. i Sveriges fall Finansinspektionen – om sitt beslut att skjuta upp offentliggörandet av viss insiderinformation. Om föreskriftsrätten delegeras till inspektionen, bör denna möjlighet naturligtvis stå öppen. Utredningens bedömning är emellertid att kontrollen av att uppskovsmöjligheten inte missbrukas i allmänhet utövas på ett mer kostnadseffektivt sätt av den berörda börsen eller marknadsplatsen. För närvarande ställer Stockholmsbörsens föreskrifter krav på medgivande från börsen för att en emittent skall få skjuta upp offentliggörandet av viktig information. Sådana krav kan marknadsplatserna ställa även i fortsättningen utan hinder av marknadsmissbruksdirektivet.

## **6.5 Offentliggörande när insiderinformation har lämnats ut**

I artikel 6.3 första och andra styckena i marknadsmissbruksdirektivet finns bestämmelser om offentliggörande av insiderinformation, när emittenten, eller någon som handlar på hans vägnar som ett led



i sin verksamhet har lämnat ut informationen till någon utomstående (t.ex. en advokat eller ett företag som skall trycka ett prospekt). Om utlämnandet sker avsiktligt, skall informationen offentliggöras samtidigt med utlämnandet. Om det sker oavsiktligt skall informationen offentliggöras så snart som möjligt.

Kravet på offentliggörande gäller dock inte om mottagaren av informationen av någon anledning är underkastad en tystnadsplikt. I de nyss angivna exemplen ligger det kanske närmast till hands att advokaten eller tryckaren får avge ett tysthetslöfte, men i andra fall kan tystnadsplikten grunda sig på författning. Enligt direktivet spelar det inte någon roll vad tystnadsplikten grundar sig på.

Motsvarande bestämmelser bör tas in i 5 och 6 kap. lagen om börs- och clearingverksamhet.

## 7 Återköp av egna aktier och stabilisering av finansiella instrument

### 7.1 Inledning

På de flesta finansiella marknader förekommer vissa förfaranden som formellt skulle kunna omfattas av direktivets definition av otillbörlig marknadspåverkan eller insiderhandel, men som av olika anledningar ändå anses som legitima eller till och med önskvärda. Av den anledningen har det i artikel 8 i marknadsmissbruksdirektivet tagits in en undantagsbestämmelse för vissa situationer, nämligen bolags återköp av egna aktier och kursstabilisering i samband med exempelvis nyintroduktioner (s.k. safe harbour-regler). Undantagsbestämmelsen motiveras i direktivets ingressats 33 med att de aktuella förfarandena i vissa situationer kan vara legitima av ekonomiska skäl och därför inte som sådana bör betraktas som marknadsmissbruk. Vidare sägs i samma ingressats att gemensamma standarder bör utarbetas i syfte att tjäna som vägledning i dessa situationer.

Kommissionen har med stöd av artiklarna 8 och 17.2 i marknadsmissbruksdirektivet antagit genomföranderegler i form av kommissionens förordning (EG) nr 2273/2003.

### 7.2 Återköp av egna aktier

Efter en längre tids debatt infördes i Sverige år 2000 en möjlighet för svenska aktiemarknadsbolag att förvärva egna aktier. De regler som då infördes i aktiebolagslagen faller ytterst tillbaka på artiklarna 19–24 a i EG:s andra bolagsrättsliga direktiv (rådets andra direktiv 77/91/EEG av den 13 december 1976 om samordning av de skyddsåtgärder som krävs i medlemsstaterna av de i artikel 58 andra stycket i fördraget avsedda bolagen i bolagsmännens och tredje mans intressen när det gäller att göra skyddsåtgärderna likvärdiga). Direktivet överlämnar till respektive medlemsstat att själva avgöra huruvida återköp av egna aktier skall vara tillåtet eller inte.

Om en medlemsstat emellertid inför en sådan möjlighet ställer direktivet upp ett antal förutsättningar som skall gälla. Av direktivet följer bl.a. att förvärv av egna aktier som huvudregel skall kunna ske endast efter tillstånd av bolagsstämman samt att innehavet av återköpta aktier värdemässigt inte får överstiga tio procent av bolagets aktiekapital.

Den diskussion som föregick införandet av en möjlighet till återköp av egna aktier var i mångt och mycket präglad av farhågor avseende risken för insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan. Ett aktiemarknadsbolag torde som regel vara bättre informerad om de egna förhållandena än investerare i allmänhet, och därigenom ha en alldeles särskild insynsställning. Vidare kan ett sådant bolag ha ett intresse av att bedriva "kursvård" avseende de egna aktierna. För att hindra missbruk av reglerna infördes därför – utöver de allmänna förutsättningarna i aktiebolagslagen – ett antal lagbestämmelser som syftade till att minska risken för marknadsmissbruk. Bland dessa regler kan nämnas att aktiemarknadsbolag på samma sätt som personer med insynsställning är skyldiga att anmäla affärer avseende återköp av egna aktier enligt lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument. Vidare infördes ett förbud mot s.k. korttidshandel enligt samma lag; ett aktiemarknadsbolag som återköper egna aktier får normalt inte sälja sådana aktier innan tre månader förflutit från förvärvet. Utredningen behandlar tillämpningen av anmälningsskyldighetslagen på aktiemarknadsbolags handel med egna aktier i avsnitt 12.

Utöver de nu angivna bestämmelserna infördes en skyldighet för aktiemarknadsbolag som förvärvar eller överlåter egna aktier att anmäla sådana affärer till den börs eller auktoriserade marknadsplats där aktierna är noterade. Dessa uppgifter skall därefter offentliggöras i den omfattning regeringen eller – efter vidaredelegation – Finansinspektionen bestämmer. Slutligen är en börs respektive auktoriserad marknadsplats skyldig att anta handelsregler med avseende på aktiemarknadsbolags handel med egna aktier.

Finansinspektionen har utfärdat föreskrifter med regler för aktiemarknadsbolags förvärv och överlåtelse av egna aktier (FFFS 2001:4). I korthet innebär föreskrifterna att börsmedlemmar som på bolagets uppdrag utför handel med bolagets egna aktier skall ange att affärerna avser sådan handel. I det sammanhanget kan nämnas att Stockholmsbörsen i sitt handelssystem har infört funktionalitet som innebär att medlemmarna skall ange att det är fråga om återköp av egna aktier antingen när en order registreras i systemet eller när en affär

rapporteras till marknaden via systemet. Finansinspektionens föreskrifter ställer dessutom krav på att den aktuella marknadsplatsen innan handeln öppnas följande dag i sammanställd form skall offentliggöra de affärer i egna aktier som anmälts till marknadsplatsen av de noterade bolagen.

Utöver nu nämnda regler har även genom självreglering införts ett regelverk med avseende på aktiemarknadsbolags återköp av egna aktier. Dessa regler antogs av Näringslivets Börskommitté (NBK) år 2000. NBK:s regler för köp och försäljning av egna aktier har fogats som en bilaga till Stockholmsbörsens respektive NGM:s noteringsavtal och är därigenom bindande gentemot de noterade bolagen. Den som överträder reglerna riskerar därmed att bli föremål för prövning av börsens disciplinnämnd.

De av NBK antagna reglerna innehåller ett antal detaljerade krav på hur handeln med egna aktier skall gå till. Bland annat ställs det upp förbud mot handel 30 minuter före handelns stängning samt under den trettiodagarsperiod som föregår offentliggörandet av finansiell information från bolaget. Vidare får bolaget anlita högst en mäklare per dag för att handla med egna aktier och det pris som betalas måste ligga inom det vid var tid registrerade kursintervallet (skillnaden mellan högsta köpkurs och lägsta säljkurs) på den aktuella marknadsplatsen. Slutligen finns en begränsning som innebär att den dagliga volymen avseende bolagets egna affärer inte får överstiga 25 procent av den genomsnittliga dagsvolymen under de fyra kalenderveckor som närmast föregått den vecka under vilken transaktionerna genomfördes. Detta undantag gäller emellertid inte vid s.k. blockaffärer.

NBK:s regler omfattar enligt sin ordalydelse endast aktiemarknadsbolag. Ett flertal av reglerna tar emellertid direkt sikte på hur handeln bedrivs, och det har därför ifrågasatts om reglerna också är bindande för medlemmarna på en börs eller auktoriserad marknadsplats. Denna fråga prövades år 2003 av Stockholmsbörsens disciplinnämnd, som fann att reglerna är att betrakta som ”god sed på aktiemarknaden” och därmed även bindande gentemot börsmedlemmar.

### 7.3 Stabilisering av finansiella instrument

Stabilisering kan enklast beskrivas som en form av kursvård bedriven av emittenten eller av denne anlitad mellanhand under en period då det råder en tillfällig obalans mellan tillgång och efterfrågan på de

aktuella finansiella instrumenten. Vanligtvis förekommer detta i samband med en spridning av aktier – t.ex. vid en börsintroduktion – där det finns risk för ett tillfälligt säljtryck med risk för att kursen pressas ned till en lägre nivå än vad som borde följa vid en normal värdering av aktierna.

I korthet går den modell som vanligen används – och som under vissa förutsättningar i huvudsak är accepterad på finansmarknaderna – ut på följande. Det bolag som riktar erbjudandet gör detta genom ett värdepappersinstitut som har tillstånd att medverka vid emissioner. Detta institut tecknar en s.k. övertilldelningsoption med bolaget, som innebär att institutet har rätt att till investerarna tilldela fler aktier än vad som omfattas av erbjudandet. Samtidigt utfärdar bolaget eller en huvudägare en option till institutet med rätt att förvärva ytterligare aktier till erbjudandepriset (s.k. greenshoe option). Om övertilldelning skett och kursen på aktierna stiger kan således institutet utnyttja optionen för att täcka den korta position som uppstått. Om å andra sidan börskursen sjunker till följd av att ett stort antal investerare väljer att direkt sälja sina innehav över börsen kan institutet i stället återköpa aktier motsvarande övertilldelningen på börsen, vilket får en kursdämpande effekt på handeln. Det finns normalt ett antal begränsningar med avseende på det pris till vilket köp får ske på marknaden, liksom regler som syftar till öppenhet kring att stabilisering kan komma att pågå under en begränsad period.

Som antytts är stabilisering förhållandevis vanligt på den svenska marknaden. Det finns emellertid inte några uttryckliga regler för vad som gäller vare sig i lag eller i Stockholmsbörsens regelverk för emittenter och medlemmar. Stockholmsbörsen utarbetade emellertid år 1995 i nära samarbete med representanter för aktörer på den svenska finansmarknaden regler med avseende på stabiliseringsåtgärder, och dessa regler har hittills ansetts vara vägledande vid bedömningen av stabiliseringsåtgärder som sker i Sverige.

## 7.4 Överväganden

Undantagsbestämmelsen i artikel 8 i marknadsmissbruksdirektivet innebär att myndigheterna i en medlemsstat är skyldiga att godta att den som följer kraven i genomförandeförordningen inte kan ställas till svars för otillbörlig marknadspåverkan eller insiderbrott.

Däremot ger inte direktivet medlemsstaterna möjlighet att införa ytterligare undantag från förbuden mot marknadsmissbruk.

I Sverige finns i dag en tämligen omfattande reglering av aktie-marknadsbolags återköp av egna aktier, såväl i det offentliga regelverket som i form av självreglering. Tillämpning av dessa regler påverkar dock inte omfattningen av det område som enligt artikel 8 undantas från förbuden mot marknadsmissbruk. I fråga om stabilisering av finansiella instrument finns inte någon bindande reglering i Sverige, varför någon motsättning i förhållande till direktivet och förordningen inte aktualiseras. Varken artikel 8 eller genomförandeförordningen ger därför anledning till någon annan ändring av det svenska regelverket än att en regel motsvarande artikel 8 tas in i marknadsmissbrukslagen. I vad mån följdändringar bör göras i självregleringen på området får ankomma på marknaden att bedöma.

## 8 Vissa bestämmelser med preventiv och utredningsunderlättande verkan

Marknadsmissbruksdirektivet innehåller en rad bestämmelser som syftar till att förhindra insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan och underlätta utredningen av sådana brott. Reglerna om ledande befattningshavares anmälningsskyldighet (artikel 6.4) och sakliga presentationer av analyser och rekommendationer (artikel 6.5) behandlas i egna avsnitt. I detta avsnitt behandlas reglerna om förteckningar över personer med tillgång till insiderinformation (artikel 6.3 sista stycket), skyldigheten att rapportera misstänkt marknadsmissbruk (artikel 6.9) samt slutligen några bestämmelser som med hänsyn till redan befintligt regelverk bedöms inte kräva några åtgärder (artiklarna 6.6–6.8).

### 8.1 Insiderförteckning

Enligt artikel 6.3 sista stycket i marknadsmissbruksdirektivet skall medlemsstaterna föreskriva att emittenter och personer som handlar på deras vägnar eller för deras räkning skall upprätta förteckningar över personer som arbetar för dem, vare sig det föreligger ett anställningsförhållande eller inte, och som har tillgång till insiderinformation om emittenten eller emittentens finansiella instrument. Enligt samma artikel skall förteckningarna uppdateras regelbundet och sändas över till den behöriga myndigheten när myndigheten begär det.

I genomförandedirektivet 2004/72/EG finns närmare bestämmelser om dessa förteckningar. Enligt artikel 5.1 skall förteckningen innehålla personer som har tillgång till insiderinformation oavsett om detta gäller regelbundet eller endast vid enstaka tillfällen. Det är således inte fråga om en förteckning över personer som normalt sett har tillgång till insiderinformation – en sådan förteckning finns redan i Finansinspektionens insynsregister – utan förteckningen skall ange

vem som vid en viss tidpunkt har tillgång till insiderinformation och vad informationen består i.

Förteckningen skall enligt artikel 5.2 i genomförandedirektivet åtminstone innehålla identiteten på de personer som har tillgång till insiderinformation, anledningen till att de berörda personerna är med på förteckningen och det datum då förteckningen upprättades och uppdaterades. Förteckningen skall enligt artikel 5.3 uppdateras så snart det är möjligt när anledningen till att en person förekommer på förteckningen ändras, när en ny person skall läggas till förteckningen eller om en person som redan förekommer på förteckningen inte längre har tillgång till insiderinformation. Att någon inte längre har tillgång till insiderinformation torde i regel innebära att informationen ifråga offentliggjorts så att den inte längre är att betrakta som insiderinformation.

Enligt artikel 5.4 skall förteckningen bevaras i minst fem år efter det att den har upprättats eller uppdaterats.

Genomförandedirektivet innehåller också, i artikel 5.5, en bestämmelse om att den som är skyldig att upprätta en förteckning också skall vidta nödvändiga åtgärder för att se till att alla som förekommer på förteckningen förstår de rättsliga skyldigheter som detta för med sig och är medvetna om de påföljder som kan komma i fråga vid missbruk eller otillåten spridning av informationen de har tillgång till. Därmed är naturligtvis inte sagt att förteckningen har någon typ av rättsskapande verkan, så att den som finns upptagen i förteckningen men ändå handlar med de finansiella instrument som informationen rör med automatik skall anses skyldig till insiderbrott; beslutet att ta upp personen i förteckningen kan naturligtvis ha varit felaktigt av ett eller annat skäl.

En bestämmelse i enlighet med marknadsmissbruksdirektivet och genomförandedirektivet skulle både ha en preventiv verkan, åtminstone för dem som upptagits i förteckningen, och underlätta utredningen av misstänkt insiderhandel. Frågan om en person haft tillgång till insiderinformation kan i de flesta fall avgöras enkelt om personen är upptagen på förteckningen. Denne skall då också ha fått information om att han eller hon haft tillgång till insiderinformation och att det är straffbart att handla med de finansiella instrument som informationen avser. Det kommer alltid att finnas situationer där det är svårt att bedöma 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. Uppräknningen tog sikte på omständigheter som vanligtvis kan anses kurspåverkande och den som har tillgång till information om sådana omständigheter bör upptas på förteckningen. En av typsituationerna var när åtgärder vidtas som är ägnade 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, årsboksutslut eller i annan form.

De närmare reglerna för hur förteckningen skall upprättas och vilken information den skall innehålla samt vad de personer som upptas på förteckningen skall informeras om bör utformas av den behöriga myndigheten.

Skyldigheten att föra förteckningen skall åvila emittenter av sådana finansiella instrument som omfattas av direktivet, dvs. instrument som är godkända (eller ansökan har lämnats in) för handel på en reglerad marknad och den som arbetar för deras räkning (t.ex. ett värdepappersinstitut som utför ett corporate finance-uppdrag för emittenten). Förteckningsskyldigheten bör sanktioneras med en avgift. Reglerna kan lämpligen tas in i lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument, där det redan finns regler om anmälningsskyldighet för samma målgrupp, dvs. aktie-marknadsbolagen.

## 8.2 Rapporteringsskyldighet

Enligt artikel 6.9 i marknadsmissbruksdirektivet skall medlemsstaterna föreskriva att varje person som yrkesmässigt utför transaktioner med finansiella instrument utan dröjsmål skall meddela den behöriga myndigheten om personen har skäl att misstänka att en transaktion utgör insiderhandel eller otillbörlig marknadspåverkan. I genomförandedirektivet 2004/72/EG finns närmare bestämmelser om uppgiftsskyldigheten.

Enligt artikel 7 i genomförandedirektivet skall den som yrkesmässigt utför transaktioner med finansiella instrument följa reglerna om uppgiftsskyldighet i den medlemsstat där företaget har beviljats tillstånd för sådan verksamhet eller har sitt huvudkontor. Om det gäller en filial, skall företaget i stället följa reglerna i den medlemsstat där filialen är belägen. Uppgifterna skall lämnas till den behöriga myndigheten i den medlemsstaten. Enligt artikel 1.3 är medlemsstaterna skyldiga att tillämpa dessa bestämmelser på värde-

pappersföretag och kreditinstitut men får också utvidga tillämpningsområdet till andra typer av institut.

Utredningen redovisar i avsnitt 9 sin syn på hur utredningen av insiderbrott och otillbörlig marknadspåverkan bör vara organiserad. Slutsatsen är att utredningsansvaret redan från början bör ligga på Ekobrottsmyndigheten. Det skulle tala för att den nu diskuterade rapporteringen skulle göras till den myndigheten. Både för att det är viktigt att Finansinspektionen alltid är väl underrättad om vad som händer på dess tillsynsområde och för att den svenska lagstiftningen säkert skall vara direktivkonform, bör det dock i lagen anges att en rapport skall göras till inspektionen som överlämnar rapporten till Ekobrottsmyndigheten.

Rapportering skall enligt artikel 8 i genomförandedirektivet göras utan dröjsmål när uppgiftslämnaren har blivit medveten om att det finns rimliga skäl för misstanke om insiderhandel eller otillbörlig marknadspåverkan. I artikel 9 finns närmare bestämmelser om vilka uppgifter som skall lämnas. Motsvarande bestämmelser kan tas in i förordning eller myndighetsföreskrifter.

Utredningen föreslår att en rapporteringsskyldighet åläggs värdepappersinstitut, kreditinstitut samt börser och auktoriserade marknadsplatser. För börser och auktoriserade marknadsplatser finns visserligen redan en motsvarande skyldighet i Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2001:5) om marknadsövervakning vid börser, auktoriserade marknadsplatser och värdepappersinstitut. Det är emellertid en fördel om rapporteringsskyldigheten för samtliga institut samlas på ett ställe och under samma sanktionssystem.

I likhet med penningtvättsbestämmelserna bör ansvaret för rapporteringsskyldigheten åvila företaget, se prop. 1998/99:19 s. 62 f. Skyldigheten enligt penningtvättsbestämmelserna är straffsanktionerad och straffansvaret är begränsat så att det i enlighet med principerna om företagaransvar träffar personer i ledande ställning och personer som ansvaret delegerats till. Detsamma bör gälla rapporteringsskyldigheten avseende insiderbrott och otillbörlig marknadspåverkan. I den mån företagsledningen har organiserat verksamheten på ett rationellt sätt och ansvaret delegerats till någon med tillräcklig kompetens som har tillräckliga beslutsbefogenheter och ekonomiska resurser för att vidta de åtgärder som är påkallade, träffar ansvaret den till vilken ansvaret har delegerats. För uppsåtliga och oaktsamma åsidosättanden bör föreskrivas ett bötesstraff. Det kan också finnas skäl att ingripa med andra medel mot ett företag som t.ex. inte haft rutiner för hur frågor om rapporteringsskyldighet

skall hanteras eller som systematiskt underlåtit att rapportera transaktioner. Sådana ingripanden kan ske inom ramen för inspektionens tillsyn och bör kunna resultera i t.ex. varning och rättelseföreläggande.

### 8.3 Övriga frågor

Enligt artikel 6.6 i marknadsmissbruksdirektivet skall medlemsstaterna se till att marknadsoperatörerna antar strukturella bestämmelser som syftar till att förebygga och upptäcka otillbörlig marknadspåverkan. Sverige har inte någon reglering av marknadsoperatörer, dvs. företag som driver en eller flera marknadsplatser. Kravet enligt artikel 6.6 får därför hos oss riktas direkt mot börser och auktoriserade marknadsplatser.

Regler om att börser och auktoriserade marknadsplatser skall övervaka handeln och kursbildningen och se till att handeln sker i överensstämmelse med författningar och god sed på värdepappersmarknaden finns redan i 4 kap. 2 § och 7 kap. 2 § lagen om börs- och clearingverksamhet. Finansinspektionen har utfärdat föreskrifter (FFFS 2001:5) om marknadsövervakningen vid bl.a. börser och auktoriserade marknadsplatser. Några nya svenska bestämmelser för genomförandet av denna artikel i marknadsmissbruksdirektivet behövs därför inte.

Som framgått tar artikel 6 upp ett antal delvis disparata ämnen. Utöver dem som redan behandlats i detta avsnitt kan nämnas att 6.1–3 handlar om offentliggörande av insiderinformation (se avsnitt 6 ovan). I artikel 6.6 sägs att den behöriga myndigheten – i syfte att säkerställa att punkterna 1–5 i artikeln följs – får vidta alla åtgärder som är nödvändiga för att säkerställa att allmänheten informeras på ett korrekt sätt.

Det är inte så lätt att genomskåda i vilka situationer en sådan regel behövs och vad den har för verkan; förhållandena kan naturligtvis skilja sig åt mellan de olika medlemsstaterna. I vart fall är det utredningens bedömning att bestämmelsen inte fordrar någon ny reglering i Sverige.

Bestämmelsen om offentliga institutioners spridning av statistik i artikel 6.8 i marknadsmissbruksdirektivet kräver, med hänsyn till befintliga regler i lagen (2001:99) om den officiella statistiken och förordningen (2001:100) i samma ämne, inte heller några nya svenska regler.

## 9 Ansvar för utredning av insiderbrott m.m.

### 9.1 Inledning

Finansinspektionen skall enligt 12 § insiderstrafflagen övervaka att bestämmelserna i lagen följs. Inspektionen skall vidare enligt 14 § samma lag göra anmälan till åklagare när det finns anledning att anta att ett brott har begåtts. Den vanligaste ordningen för hanteringen av ett ärende är att marknadsplatsen lämnar över ett material till Finansinspektionen. Materialet bearbetas sedan av inspektionen, som gör en bedömning av om materialet är sådant att det skall skickas vidare till EBM. Det material som marknadsplatsen överlämnar till inspektionen avser ibland transaktioner som skulle kunna tolkas som att det förekommit otillåtna aktiviteter, men de flesta ärenden avser olika typsituationer där man visserligen inte har observerat några misstänkta transaktioner men det typiskt sett har funnits förutsättningar för insiderhandel (t.ex. när ett bolag har fått en oväntad stororder eller lägger bud på ett annat bolag).

En nackdel som framhållits med detta system är de effektivitets- och resursproblem som uppstår genom att två myndigheter arbetar med att utreda samma överträdelser av lagarna. Frågan har varit föremål för diskussion i tidigare lagstiftningsärenden och har också berörts nyligen i betänkandet Framtida finansiell tillsyn (SOU 2003:22). Enligt kommittédirektiven ingår det i utredningens uppdrag att överväga om den nuvarande fördelningen av ansvaret för övervakningen av insiderlagstiftningen är lämplig och effektiv samt lämna förslag om hur utredningen av misstankar om brott mot insiderlagstiftningen annars skall organiseras.

## 9.2 Tidigare uttalanden om ansvarsfördelningen

### 9.2.1 Utredningsansvaret enligt 1991 års insiderlag

Genom lagen om värdepappersmarknaden infördes för första gången ett uttryckligt förbud mot insiderhandel i svensk lagstiftning. Tillsynen över förbudets efterlevnad ankom på bankinspektionen. I samband därmed infördes också en frågerätt för inspektionen. Som förutsättning för att frågerätten skulle få tas i bruk gällde att det fanns anledning att anta att handelsförbundet hade överträtts. I förarbetena underströks att inspektionens utredande verksamhet inte var avsedd att ersätta förundersökning i allmänhet. Det yttersta syftet var att bedöma om fall förelåg som borde föranleda åtalsanmälan.

I förarbetena till insiderlagen behandlades åter frågan om vem som skulle övervaka efterlevnaden av bestämmelserna i lagen (prop. 1990/91: 42 s. 60 ff). Vid remissbehandlingen av Värdepappersmarknadskommitténs betänkande (SOU 1989:72) framhöll inspektionen att utredningen av insiderbrott var en udda uppgift i förhållande till inspektionens övriga uppgifter och att utredningar av brott normalt är en polis- och åklagaruppgift. Å andra sidan skulle det enligt inspektionen försvåra det snabbt ökande internationella samarbetet om ansvaret för insiderbevakningen i Sverige skulle läggas utanför tillsynsmyndigheten. Riksbanken betonade i sitt yttrande risken för att tillsynen av insiderhandeln skulle störa inspektionens traditionella tillsyn och föreslog att s.k. eko-åklagare skulle svara för handläggningen av insiderfrågor. Med anledning av vad som framförts av remissinstanserna konstaterades i propositionen att inspektionen hade en god inblick i vad som händer på marknaden och tillgång till en helhetsbild som få andra kunde erhålla. Inspektionens deltagande i det internationella arbetet framhölls också. Det fördes också en diskussion om att utöka åklagarens roll när det gällde utredningen av insiderbrott till att omfatta en större del av brottsutredningen. Även den del av bankinspektionens löpande bevakning av marknaden som är inriktad på att finna insiderbrott skulle med en mer polisiär inriktning kunna läggas på åklagare. I det sammanhanget hänvisades emellertid till en pågående översyn av åklagarväsendet som hade till syfte att renodla åklagarnas arbete och göra förundersökningen effektivare. Vid en samlad bedömning fann departementschefen att det mesta talade för att inspektionen med hänsyn till sin roll var den mest lämpliga att utöva tillsyn över insiderlagen. Det förutsattes att ett effektivt samarbete borde kunna

fungera mellan inspektionen, åklagarmyndigheten och fondbörsen där deras olika kompetens utnyttjades. Formerna för ett sådant samarbete ansågs kunna utarbetas informellt utan närmare författningsstöd. Ansvaret för utredningen ansågs kunna övertas av åklagaren i och med att någon var skäligen misstänkt. Detta skulle leda till en snabbt påbörjad brottsutredning. Det krav på åtalsanmälan från bankinspektionen som tidigare hade funnits avskaffades.

Beträffande inspektionens frågerätt konstaterade Värdepapperskommittén att denna inte var att jämföra med en förundersökning i brottmål utan till stor del hade till syfte att förbereda eller komplettera och bistå denna. Inspektionen borde ha kvar sin frågerätt även efter det att åklagaren övertagit ansvaret för utredningen. Inspektionen och åklagarmyndigheten borde kunna laga efter läglighet i varje enskilt fall och kunna samråda om huruvida vissa uppgifter lämpligen skulle inhämtas av inspektionen trots att åklagaren ledde förundersökningen. Det betonades dock att det inte fick råda någon tvekan om att det i detta skede var åklagaren som var förundersökningsledare enligt rättegångsbalken och ansvarig för utredningen (prop. 1990/91:42 s. 64).

### 9.2.2 Förslaget i Ds 2000:4 Ny insiderlagstiftning m.m.

I samband med tillkomsten av insiderstrafflagen övervägdes frågan om ansvaret för insiderfrågor på nytt. I promemorian Ny insiderlagstiftning m.m. (Ds 2000:4) föreslogs att utredningsansvaret för dessa frågor skulle tas över av Ekobrottsmyndigheten (EBM). Som skäl för förslaget anfördes bl.a. det dubbelarbete som den då gällande ordningen innebar. När Finansinspektionen lämnat över utredningen till åklagaren innebar det att nya utredare under ledning av åklagaren tog sig an ärendet och satte sig in i de aktuella frågorna vilket i allmänhet innebar nya förhör med misstänkta och vittnen. Utredningarna tenderade därför att ta onödigt lång tid och det kunde dröja innan ett beslut i åtalsfrågan kunde fattas. Härtill kom att det ansågs finnas viss risk för att inspektionens frågerätt ledde till att misstänkta personer i ett ärende förvarnades, vilket kunde försvåra säkerställandet av bevisning. Det erinrades också om att inspektionens övervakning enligt insiderlagen bekostades genom årliga avgifter från de institut som stod under inspektionens tillsyn vilket torde höra till ovanligheterna vid utredningar av annan brottslighet.

Vid remissbehandlingen av promemorian uttalade flertalet remissinstanser antingen tveksamhet till en överflyttning av ansvaret eller avstyrkte förslaget helt. Argument som framfördes var att Finansinspektionen ansågs ha bäst kännedom om den finansiella marknaden och hade ett väl fungerande internationellt samarbete. Vissa remissinstanser föreslog att i stället utredningsmetoderna skulle förbättras inom ramen för den nuvarande ordningen med möjlighet till åklagarledda förundersökningar med hjälp av personal från Finansinspektionen. Andra instanser föreslog att polis- och åklagarkompetens skulle tillföras Finansinspektionen. Finansinspektionen pekade i sitt remissyttrande bl.a. på att marknadsplatserna varken hade tillgång till eller möjlighet att inhämta information som skulle kunna ligga till grund för en anmälan till åklagare. Den information som inspektionen erhåller från marknadsplatserna utgör enbart i mycket sällsynta fall tillräckligt underlag för att en åklagare skall kunna ta ställning till om förundersökning skall inledas. Finansinspektionen har genom sin frågerätt möjlighet att införskaffa det underlag som behövs för anmälan. Enligt inspektionens uppfattning skedde det inget eller endast ringa dubbelarbete i de berörda utredningarna och inte heller förvarnades misstänkta personer i samband med inspektionens utredning.

Förslaget om att ansvaret för övervakningen av bestämmelserna om insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan skulle läggas över på EBM kom inte att genomföras (prop. 1999/2000:109 s. 45 f). Som skäl härför angavs den ökade internationaliseringen och det väl uppbyggda internationella samarbete som Finansinspektionen har. När det gällde de av vissa remissinstanser föreslagna lösningarna om åklagarledda förundersökningar med personal från Finansinspektionen respektive att polis- och åklagarkompetens skulle tillföras inspektionen uttalade regeringen att den brottsutredande och brottsbeivrande verksamheten som huvudprincip skall stå helt fri från den statliga förvaltningen i övrigt. När det gällde undantag från denna princip pekades på bl.a. sådan brottsutredande verksamhet som i enlighet med särskilda bestämmelser utförs av tullmyndighet och skattemyndighet. Att tillämpa motsvarande ordning beträffande utredningen av brott enligt insiderstrafflagen skulle bl.a. ställa krav på en organisatorisk åtskillnad mellan brottsutredande enheter och myndigheternas övriga enheter.

Regeringen uttalade emellertid också att det var av intresse att försöka klarlägga var gränsen mellan tillsyn och brottsutredning går. Finansinspektionens utredningar kunde så som reglerna var ut-

formade komma att uppfattas som brottsutredningar, vilket var otillfredsställande inte minst av rättssäkerhetsskäl. Omfattningen av en myndighets utredning av brott var enligt regeringen beroende av vid vilken tidpunkt anmälan skall göras till polis eller åklagare. Om en anmälan inte behöver göras förrän vid en tidpunkt efter den då förundersökning inleds, skulle faktiskt sett personer vid myndigheten komma att fullgöra vissa av en förundersökningsledares uppgifter under en del av utredningsstadiet. Den del av utredningen skulle kunna komma att bedömas som en brottsutredning. Om emellertid tidpunkten för anmälan sammanfaller med den tidpunkten då förundersökning inleds skulle någon tveksamhet inte råda om fördelningen av ansvaret vid utredningar. Vidare skulle detta innebära att risken för dubbelarbete minskar samtidigt som den enskildes rättssäkerhetsintressen tillgodoses. Mot denna bakgrund infördes en ny bestämmelse i insiderstrafflagen (14 §) enligt vilken Finansinspektionen skall göra anmälan till åklagaren så snart det finns anledning att anta att brott enligt den lagen har begåtts.

### 9.3 Marknadsövervakningen och Finansinspektionens utredningar

Ansvaret för marknadsövervakningen ligger i första hand på börser och auktoriserade marknadsplatser. Dessa står under Finansinspektionens tillsyn. Inspektionen har utfärdat föreskrifter om marknadsövervakningen (FFFS 2001:5). Enligt dessa skall börser eller auktoriserade marknadsplatser organisera eller låta organisera sin marknadsövervakning på sådant sätt att handel som står i strid med insiderstrafflagen, andra författningar eller god sed på värdepappersmarknaden kan upptäckas och utredas.

Marknadsövervakningen skall också vara organiserad så att det går att kontrollera att såväl emittenter som andra som deltar i handeln följer de regler som gäller vid börsen eller den auktoriserade marknadsplatsen. Marknadsplatserna skall i sin marknadsövervakning förfoga över tillräckliga personella resurser och erforderlig kompetens för att kunna upprätthålla en effektiv övervakning. Härvid anges i 2 § närmare vad marknadsövervakningens kapacitet skall omfatta.

Handelsplatserna skall vidare förfoga över tekniska system som kontinuerligt registrerar onormala fluktuationer i kurser och indikerar avvikande handelsmönster. Vidtagna utredningsåtgärder skall dokumenteras och gjorda iakttagelser skall sammanfattas skriftligen



och vidimeras av ansvarig marknadsövervakare. Dokumentationen skall förvaras i ordnat skick och på betryggande och överskådligt sätt i minst tio år.

Vid misstanke om insiderhandel skall ärendet skyndsamt överlämnas till Finansinspektionen. Börser och auktoriserade marknadsplatser är också skyldiga att ge inspektionen terminalåtkomst till systemen för övervakning av handel och kursbildning (4 kap. 2 § tredje stycket och 7 kap. 2 § lagen om börs och clearingverksamhet).

Mer än hälften av insiderärendena hamnar hos Finansinspektionen genom anmälan från en marknadsplats. Av de totalt 47 insiderärenden som utreddes av inspektionen under 2002 initierades 26 från marknadsplatser. Motsvarande siffror för år 2003 var 35 av 62. Ärenden kan även initieras från en utländsk tillsynsmyndighet (tio ärenden under 2002 och nio ärenden under 2003) samt grunda sig på tips som inspektionen fått in från annat håll (sju ärenden 2002 och 17 ärenden 2003).

Från marknadsplatserna lämnas information i praktiken främst i två fall. Det ena är när ett bolag lämnar information av betydelse för kursen på bolagets aktier, t.ex. i en budsituation. Det rör sig om situationer då oegentligheter typiskt sett kan äga rum. Den andra situationen är då det förekommit misstänkta kursrörelser som man inte kan finna en nöjaktig förklaring till. Inspektionen inleder en utredning av omständigheterna genom att händelsen analyseras och kontroll görs bl.a. med hjälp av olika tidningsdatabaser och bolagsrapporter. Därefter fastställs en tidpunkt för när handelsförbud skall anses ha inträtt, dvs. man sätter en bakre gräns för vilken period som skall granskas.

Inspektionen kan begära in avräkningsnotor från de bolag som varit inblandade i den misstänkta transaktionen. Inspektionen kan också utnyttja sin frågerätt enligt 6 kap. 1 a § lagen om handel med finansiella instrument för att få information. Uppgifter om handeln under den tid handelsförbud förelegat tas in och det fastställs vem som varit slutkund i vissa intressanta affärer. Inspektionen utreder sedan huruvida en viss slutkund kan antas ha haft tillgång till insiderinformation eller inte. Finner utredaren en koppling mellan slutkunden och en person som enligt uppgifter från emittenten haft insiderinformation finns det anledning att anta att ett brott har begåtts.

Finansinspektionen överlämnade under år 2002 16 ärenden om misstänkta brott mot insiderstrafflagen till EBM. Motsvarande siffra

för år 2003 var 20. Fram till mitten av maj hade sju ärenden överlämnats under 2004.

#### *Finansinspektionens internationella arbete på värdepappersområdet*

Medlemskapet i EU och den gränsöverskridande handelns ökade omfattning har medfört behov av att utveckla Finansinspektionens samarbete med utländska tillsynsmyndigheter. Genom samarbetet i den Europeiska Värdepapperstillsynskommittén har ett multilateralt samarbetsavtal arbetats fram för värdepappersområdet. Avtalets funktion övervakas av en permanent arbetsgrupp inom kommittén.

Enligt Lamfalussyprocessen arbetar kommittén med att utarbeta riktlinjer för tillsynsmyndigheternas samarbete (nivå 3) avseende direktivet om marknadsmissbruk. Kommitténs nuvarande samarbetsavtal bygger på det tidigare insiderdirektivet och 1993 års direktiv om investeringstjänster. Avtalet ger förutsättningar för informationsutbyte mellan tillsynsmyndigheterna avseende handel med finansiella instrument samt verksamhet i värdepappersinstitut, marknadsplatser och clearingorganisationer. Härutöver skall kommittén hålla beredskap för samordning av gränsöverskridande utredningar.

För Finansinspektionens tillsynsverksamhet över värdepappershandeln skapar avtalet förutsättningar för tillgång till information om transaktioner, slutkunder och kontouppgifter m.m. Något krav på att det skall föreligga misstanke om brott finns inte i avtalet. Information utbyts snabbt direkt mellan berörda tillsynsmyndigheter.

En global samarbetsorganisation, IOSCO, har över hundra medlemsländer. Även för IOSCO-samarbetet finns ett multilateralt samarbetsavtal där riktlinjer för samarbetet överenskommits. Finansinspektionen har även träffat bilaterala samarbetsavtal med ett antal länder för utbyte av information, bl.a. i Asien. För närvarande pågår också diskussioner om att formalisera samarbetet och informationsutbytet mellan Europeiska Värdepapperstillsynskommittén och den amerikanska tillsynsmyndigheten SEC.

## 9.4 Polis- och åklagarmyndighetens utredningsansvar

Reglerna om förundersökning finns i huvudsak i 23 kap. rättegångsbalken (RB) och i förundersökningskungörelsen (1947:948). En förundersökning skall inledas då det finns anledning anta att ett brott har förövats (23 kap. 1 §). Det innebär alltså att en brottsmisstanke måste finnas. Misstanken kan emellertid vara vag och oprecis, gärningsmannen kan vara okänd och bevisningen kan vara svag.

Av 23 kap. 2 § framgår att förundersökningen har två huvudsyften. Det ena är att utröna om brott föreligger och vem som skäligen kan misstänkas för brottet samt att skaffa tillräckligt material för bedömningen av frågan om åtal skall väckas eller inte. Det andra huvudsyftet är att förbereda målet så att bevisningen kan läggas fram i ett sammanhang vid huvudförhandling i domstol. Reglerna om förundersökning är resultatet av en avvägning mellan hänsynen till den enskildes rättssäkerhet och intresset av att begångna brott utreds och beivras på ett effektivt sätt. I och med att förundersökning inleds blir ett omfattande regelsystem tillämpligt vilket innefattar såväl förpliktelser som rättigheter för den enskilde.

Allmänt gäller att undersökningen bör bedrivas på sådant sätt att ingen onödigt utsätts för misstanke eller får vidkännas kostnad eller olägenhet (23 kap. 4 § första stycket andra meningen). Under förundersökningen får förhör hållas med var och en som antas kunna lämna upplysningar av betydelse för utredningen (6 §). Under vissa förutsättningar kan en person tvångsvis hämtas eller tas med till förhör, och det föreligger också en skyldighet för den enskilde att stanna kvar hos polisen för förhör (7–9 §§). Vidare kan olika straffprocessuella tvångsmedel – t.ex. häktning, beslag, husrannsakan och kroppsvisitation – komma till användning under en förundersökning enligt vad som närmare anges i 24–28 kap. RB.

När förundersökningen har kommit så långt att någon skäligen misstänks för brottet skall han eller hon underrättas om misstanken. Den misstänkte och dennes försvarare har rätt att fortlöpande, i den mån det kan ske utan men för utredningen, ta del av vad som har förekommit vid undersökningen, och de har vidare rätt att begära komplettering av utredningen. Den som är skäligen misstänkt för brott skall underrättas om att han eller hon har rätt att redan under förundersökningen anlita biträde av försvarare och om att under vissa förutsättningar offentlig försvarare kan förordnas (21 kap. 3 och 3 a §§ samt 12 § förundersökningskungörelsen).

Polisen får enligt polislagen (1987:387) bedriva spaning och utredning i fråga om brott som hör under allmänt åtal (2 § polislagen). När det gäller denna verksamhet skiljer man mellan å ena sidan arbete som inte hör till förundersökningen i ett brottmål och å andra sidan den verksamhet som utgör förundersökning. Det skede som ligger före förundersökningen kännetecknas av att någon konkret uppgift om att ett bestämt brott har begåtts inte föreligger. Polisens verksamhet går ut på att genom spaning skaffa fram underlag för en sådan misstanke. Allmänna antaganden om kriminalitet kan finnas redan på detta stadium, dock utan att vara tillräckligt starka för att förundersökning skall kunna inledas. Emellertid kan man också tala om ett stadium som ligger före det egentliga spaningsstadiet – s.k. underrättelseverksamhet. Verksamheten går ut på att samla in, bearbeta och analysera information som kan ha betydelse i ett framtida spanings- eller utredningsarbete (Nils-Olof Berggren m.fl. Polislagen – En kommentar, 4 uppl. 2003 s. 34).

I vissa fall kan förundersökningsledaren behöva vidta ytterligare utredningsåtgärder för att få ett tillräckligt underlag för att besluta om en formell förundersökning skall inledas. Sådan utredning benämns ofta förutredning. Justitieombudsmannen (JO) har gjort uttalanden om möjligheten att hålla förhör och vidta andra utredningsåtgärder under en förutredning (1997/98:JO1 s. 98 f). JO understryker där att förutredningen under inga förhållanden får sträcka sig längre än vad som krävs för att förundersökningsledaren skall kunna ta ställning i frågan om förundersökning skall inledas eller inte. Det får således inte bli fråga om åtgärder som har karaktär av brottsutredning. Förhör med vittnen eller med någon som i anmälan har utpekats som gärningsman får exempelvis inte förekomma inom ramen för en förutredning.

Utredningar av brott enligt insiderstrafflagen görs på polis- och åklagarsidan i allt väsentligt av EBM, trots att myndigheten när det gäller sådana brott inte har hela riket som sitt upptagningsområde (se 2 § förordningen [1997:898] med instruktion för Ekobrottsmyndigheten). Verksamheten vid EBM bygger på en nära samverkan mellan åklagare, poliser och olika slag av specialister. Dessa har samlokaliseras och förundersökningarna bedrivs i åklagarledda grupper. Enligt 15 § i myndighetens instruktion finns även möjlighet att placera personal från andra myndigheter vid EBM i den utsträckning som EBM och respektive myndighet kommer överens om.

### *Straffrättsligt internationellt samarbete*

Ett förhållande som ofta tagits upp i tidigare diskussioner är att EBM inte har samma internationella kontakter som Finansinspektionen, vilket har betydelse eftersom många transaktioner är gränsöverskridande.

Åklagares och domstolars samarbete över gränserna i brottsutredningar och rättegångar i brottmål regleras i lagen (2000:704) om internationell rättshjälp i brottmål. Lagen tar sikte på internationella rättsliga förfaranden som gäller utredning eller lagföring för brott. I lagen finns en uppräknning av de åtgärder som avses med rättslig hjälp, bl.a. förhör i samband med förundersökning i brottmål, kvarstad och beslag. Lagen hindrar inte att åklagare eller domstolar lämnar hjälp med en åtgärd som inte omfattas av lagen, dvs. som avser annat än rättshjälp. I dessa fall är det dock inte möjligt att använda tvångsmedel eller andra tvångsåtgärder.

Den svenska lagstiftningen innehåller sålunda inte någon heltäckande reglering av internationellt samarbete som begärs av en utländsk åklagare och riktas till en svensk åklagare eller tvärtom. Denna avsaknad av lagstiftning hindrar inte att det förekommer informellt samarbete mellan åklagarmyndigheter. Att svenska myndigheter enkelt och smidigt skall bistå sina utländska motsvarigheter så långt det är möjligt även i frågor där det inte finns uttryckliga regler om sådant samarbete har av regeringen ansetts som självklart (se prop. 1999/2000:64 s. 80).

Genom Maastrichtfördraget vidgades EU-samarbetet till att omfatta även rättsliga och inrikes frågor (den s.k. tredje pelaren). Därmed blev också straffrättsliga frågor föremål för samarbete inom ramen för EU. Amsterdamfördragets ikraftträdande 1999, med ett uttalat mål om att inom unionen skapa ett område med frihet, säkerhet och rättvisa, har intensifierat arbetet med de straffrättsliga frågorna inom tredje pelaren. Medlemsstaterna har härefter utarbetat ett flertal handlingsplaner med riktlinjer om hur brottsligheten skall bekämpas och har antagit rättsliga instrument för att förbättra det straffrättsliga samarbetet.

Den 29 juni 1998 fattade Europeiska rådet ett beslut om inrättande av ett europeiskt rättsligt nätverk (ERN) som består av myndigheter i medlemsstaterna med ansvar för det rättsliga samarbetet i brottmål (98/428/JHA). Syftet är i första hand att upp-  
rätta ett kontaktnät för att underlätta ett sådant samarbete mellan medlemsstaterna. Kontaktpersonerna skall kunna förse övriga kon-

taktpersoner och lokala myndigheter i medlemsstaterna med praktisk information och upplysningar om rättssystemen i dessa länder.

Den 1 juli 1999 var startdatum för EU-ländernas gemensamma polisbyrå, Europol, som är EU:s brottsförebyggande och brottsbekämpande polisbyrå. Europol fungerar som ett sambands-, informations-, och analysorgan, som tar emot information och underättelser från EU-ländernas behöriga myndigheter. Härmed avses inte bara polismyndigheter utan också t.ex. tull- och åklagarmyndigheter. Europol sammanställer, bearbetar och analyserar informationen samt återkopplar till den nationella polisen. Rådet har nyligen fattat beslut om vissa ändringar i Europolkonventionen, som innebär att Europol kan delta i en stödjande funktion i gemensamma utredningsgrupper som inrättas i medlemsstaterna i enlighet med rambeslutet av den 13 juni 2002 om gemensamma utredningsgrupper eller enligt konventionen av den 29 maj 2000 om ömsesidig rättslig hjälp i brottmål mellan Europeiska unionens medlemsstater. Ändringarna innebär också att Europol kan anmoda behöriga myndigheter i medlemsstaterna att genomföra eller samordna utredningar i särskilda fall. Inom polisväsendet förekommer även ett omfattande samarbete inom ramen för Interpol.

I maj 2000 antog Ministerrådet vidare en konvention om ömsesidig rättslig hjälp i brottmål. I ett tilläggsprotokoll, som antogs i oktober 2001, finns kompletterande bestämmelser som syftar till att förbättra det straffrättsliga samarbetet mellan medlemsstaterna, bl.a. genom att göra viss information tillgänglig (t.ex. bankinformation) och genom att tillåta s.k. direktkontakter mellan myndigheterna i olika medlemsstater. Arbete pågår inom Justitiedepartementet för ett tillträde till dessa instrument.

Genom beslut den 28 februari 2002 (EGT L 63, 6.3.2002) inrättades Eurojust, i syfte att förbättra det rättsliga samarbetet för att effektivt kunna bekämpa grov brottslighet och underlätta samordningen av utredningar och åtal som omfattar flera medlemsländers territorium. Varje medlemsland utser en nationell medlem i Eurojust som skall vara åklagare, domare eller polistjänsteman med motsvarande behörighet. Dessa nationella medlemmar lyder under den nationella lagstiftningen i det medlemsland som utnämnt dem. Eurojust är behörigt att i samband med utredningar och åtal (som berör minst två medlemsländer) gällande grov brottslighet främja samordningen mellan medlemsländernas behöriga myndigheter samt underlätta internationell ömsesidig rättslig hjälp och verkställande av framställningar om utlämning. Eurojusts behörighet omfattar bl.a.

de typer av brottslighet och de brott för vilka Europol har behörighet. Eurojust kan utföra sina uppgifter antingen genom en eller flera berörda nationella medlemmar eller som ett kollegium. Eurojust kan bl.a. anmoda myndigheterna i de berörda medlemsstaterna att göra en utredning eller väcka åtal och inrätta en gemensam utredningsgrupp.

## 9.5 Andra former av brottsutredningar

Det är inte endast hos polis- och åklagarmyndighet som brottsutredning kan företas. Sådan utredning kan också utföras av bl.a. skatteverket och tullmyndighet med stöd av särskilda bestämmelser.

Enligt 17 § skattebrottslagen (1971:69) skall förvaltningsmyndighet som handlägger frågor om skatter eller avgifter göra anmälan till åklagaren så snart det finns anledning anta att brott enligt lagen har begåtts. Om det finns anledning att anta att brottet inte förleder annan påföljd än böter får Skatteverket i stället göra anmälan till enhet inom Skatteverket som skall medverka vid brottsutredning, s.k. skattebrottsenheter. Enligt förordningen (2003:1106) med instruktion för Skatteverket skall det vid verket finnas en eller flera särskilda enheter för uppgiften att medverka i brottsutredningar enligt lagen (1997:1024) om Skatteverkets medverkan i brottsutredningar. I den lagen finns bestämmelser om i vilka fall Skatteverket får medverka vid brottsutredningar. Det gäller bl.a. utredning av skattebrott och bokföringsbrott. Åklagaren får under förundersökningen anlita biträde från skattebrottsenheterna. Åklagaren får anlita biträde också i fråga om utredning av brott innan förundersökning har inletts. Skattebrottsenheterna får också genomföra vissa spaningsåtgärder och bedriva verksamhet för att samla, bearbeta och analysera information för att klarlägga om brottslig verksamhet har eller kan komma att utövas så länge verksamheten inte utgör förundersökning enligt 23 kap. RB.

Regler om tullens brottsutredande verksamhet finns i lagen (2000:1225) om straff för smuggling. Tullverkets befogenheter är mer vidsträckta än vad som gäller för skattemyndigheten. Enligt 19 § lagen om straff för smuggling får tullverket fatta beslut om att inleda förundersökning enligt 23 kap. RB angående brott enligt lagen och vissa andra särskilt angivna brott. Tullverket har därvid samma befogenheter och skyldigheter som förundersökningsledaren har enligt RB och skall förordna en särskild befattningshavare att full-

göra uppgifterna. Om saken inte är av enkel beskaffenhet skall ledningen av förundersökningen övertas av åklagaren så snart någon skäligen kan misstänkas för brottet. Åklagaren skall även annars ta över ledningen om det är påkallat av särskilda skäl. Tullmyndigheten har i princip samma befogenheter som polisen i förundersökningsverksamheten. En tulltjänsteman har således befogenhet att hålla förhör och att gripa en person som misstänks för brott. När åklagaren leder förundersökningen får han anlita biträde av tullen.

## **9.6 Utredningen om Finansinspektionens roll och resurser**

Utredningen om Finansinspektionens roll och resurser lämnade i februari 2003 betänkandet Framtida finansiell tillsyn (SOU 2003:22). Utredningen berör bl.a. Finansinspektionens roll när det gäller hanteringen av insiderfrågor och vilka möjligheter som finns att skapa en snabbare och mer välstrukturerad process. En nyckelfaktor är enligt utredningen alltså det effektivitets- och resursproblem som uppstår när två myndigheter arbetar med att utreda överträdelser av lagstiftningen. Därutöver har utredningen pekat på att en bristande resurstilldelning lett till bristande IT-stöd, vilket bidragit till en långsam handlägningsprocess.

I betänkandet argumenteras för att det i stället skall vara en myndighet som har ett odelat ansvar för det utredande och förundersökande arbetet. Vilken myndighet detta skall vara beror på sådana faktorer som respektive myndighets grundläggande roll och uppgifter, kontaktytorna mot relevanta utländska myndigheter liksom hur tillsynen enligt marknadsmissbruksdirektivet bör inriktas och organiseras i stort. Enligt utredningen framstår EBM som den mest lämpade myndigheten. Därvid bör börser och marknadsplatser åläggas en uttrycklig uppgiftsskyldighet visavi EBM. I detta ligger bl.a. att högre krav ställs på det underlag som lämnas vidare för utredning om insiderbrott. Detta material kan inte bara utgöras av transaktionsdata utan måste vara ett bearbetat och analyserat material.

Finansinspektionen skall enligt förslaget i betänkandet alltså vara ansvarig myndighet för tillsynen för marknadsmissbruk. Möjligheten att delegera tillsynsuppgifter till börser eller marknadsplatser bör också utnyttjas. Genom att EBM blir ensam ansvarig för det utredande och förundersökande arbetet får inspektionen en klar



och tydlig roll visavi marknadsplatserna i rollen som behörig myndighet för tillsynen utifrån marknadsmissbruksdirektivet. Med denna konstruktion bortfaller också den invändning som tidigare funnits mot att Finansinspektionen släpper sin roll i insiderfrågor till EBM, nämligen att en generell tillsynsuppgift därmed kommer att överföras till EBM. Ett annat argument som framförts mot att EBM tar den samlade rollen är att EBM saknar det internationella kontaktnät med andra tillsynsmyndigheter som inspektionen har. Utredningen konstaterade att detta problem kvarstår.

Betänkandet har remissbehandlats och fått ett blandat mottagande. Bland andra EBM, Finansinspektionen, VPC AB, Svenska Fondhandlareföreningen och Bankföreningen tillstyrker förslaget. Flera instanser har dock framhållit behovet av att EBM tillförs kompetens, befogenheter och resurser och får möjlighet att inhämta marknadsinformation från såväl Sverige som andra länder.

Riksåklagaren, Aktietorget AB, Stockholmsbörsen AB, Aktiespararna och Riksrevisionsverket avstyrker förslaget. Riksåklagaren anser att en åklagare vid en åklagarmyndighet inte kan ges i uppgift att utöva tillsynsuppgifter av förvaltningskaraktär. Stockholmsbörsen AB anser det tveksamt om en börs eller marknadsplats kan åläggas att bedriva mer omfattande brottsutredningar. Börsens uppfattning är att ett samarbete bör ske mellan börsen, Finansinspektionen och EBM. Detta samarbete skulle kunna formaliseras genom bildandet av en utredningsgrupp eller projektgrupp i anslutning till varje insiderärende.

## 9.7 Överväganden

### 9.7.1 Inledning

Frågan om hur ansvaret för utredningar av insiderbrott och otillbörlig marknadspåverkan skall fördelas har som redovisats i det föregående diskuterats i flera lagstiftningsärenden och olika ändringar har gjorts i syfte att öka effektiviteten i det brottsutredande arbetet. Trots detta framförs alltjämt kritik mot den rådande ordningen. Kritiken går huvudsakligen ut på att flera instanser är inblandade i processen och att det är svårt att optimera samordningen av resurser, vilket förlänger handläggningstiderna. Vidare har framförts synpunkter på att den frågerätt som inspektionen utövar lätt kan övergå i en brottsutredande verksamhet som hör hemma i en

förundersökning och i vissa fall kan riskera att försvåra säkerställandet av bevisning genom att misstänkta personer förvarnas.

När frågan om ansvarsfördelningen rörande tillsyn och utredning av brott nu övervägs tillkommer i förhållande till tidigare lagstiftningsärenden ytterligare en aspekt, nämligen att beakta innehållet i marknadsmissbruksdirektivet. Enligt artikel 11 skall, utan att de rättsliga myndigheternas befogenheter åsidosätts, varje medlemsstat utse en enda administrativ myndighet med befogenhet att se till att bestämmelser som antas enligt direktivet tillämpas. I direktivets ingressats 36 sägs att förekomsten av en rad olika behöriga myndigheter med olika ansvarsområden i de olika medlemsstaterna skulle kunna skapa osäkerhet hos de ekonomiska aktörerna. En enda myndighet bör därför ha åtminstone det slutgiltiga ansvaret för övervakningen av tillämpningen av bestämmelserna i direktivet. Myndigheten bör vara av administrativ karaktär. Utredningen har i avsnitt 4.3 föreslagit att Finansinspektionen skall vara den behöriga myndigheten.

En lösning som utredningen enligt kommittédirektiven har att särskilt överväga är den modell som Utredningen om Finansinspektionens roll och resurser föreslagit, nämligen ett samlat ansvar för EBM på insiderområdet. Som framgått bygger verksamheten vid EBM på en nära samverkan mellan åklagare, poliser och olika slag av specialister, som arbetar i åklagarledda grupper.

En annan lösning som förts fram i olika sammanhang är att i stället lägga ansvaret på Finansinspektionen och samtidigt tillföra inspektionen polis- och åklagarkompetens med en ny organisationsuppbyggnad som följd. En tredje lösning vore att inom ramen för den nuvarande ordningen utarbeta riktlinjer för hur samarbetet mellan framför allt Finansinspektionen och EBM men även med marknadsplatserna skulle kunna förbättras redan på ett tidigt stadium i utredningen.

### 9.7.2 Val av lösning

**Förslag:** Ansvar för att utreda brott enligt den nya lagen om straff för marknadsmissbruk skall redan från början ligga på EBM. Anmälningar om brottsmisstankar som görs till Finansinspektionen skall överlämnas till EBM. Detta hindrar inte att inspektionen i ett enskilt fall kan ha anledning att granska samma händelse från tillsynssynpunkt och i sin egenskap av behörig myndighet enligt marknadsmissbruksdirektivet.

Vid övervägande av dessa olika alternativ har utredningen funnit att en lösning som går ut på att tillföra inspektionen polis- och åklagar-kompetens med en ny organisationsuppbyggnad som följd inte är rimlig med tanke på hur få ärenden som hanteras. Alternativet att inom ramen för den nuvarande ordningen utarbeta riktlinjer för samarbetet mellan myndigheterna och marknadsplatserna skulle sannolikt kunna ge positiva effekter i fråga om effektivitet och snabbhet men ger inte den klarhet om ansvars fördelning som är önskvärd.

Utredningen har alltså stannat för i allt väsentligt samma lösning som Utredningen om Finansinspektionens roll och resurser, dvs. att ansvar för att utreda misstänkt marknadsmissbruk läggs på EBM. Visserligen kommer det även med en sådan lösning att krävas medverkan från både Finansinspektionen och marknadsplatserna för att verksamheten skall bli framgångsrik, men ansvaret för verksamheten hamnar med denna lösning redan från början där det slutligen hör hemma. Utredningen har samrått med företrädare för de båda myndigheterna, och dessa tillstyrker denna lösning.

Som redan angetts innebär den valda lösningen inte att Finansinspektionen inte skulle spela någon roll i den brottsutredande verksamheten. Tvärtom måste det anses ingå i ansvaret som behörig myndighet enligt marknadsmissbruksdirektivet att ge de rättsliga myndigheterna det stöd och den hjälp som de behöver i den brottsutredande verksamheten. I detta ingår bl.a. kompetensöverföring till EBM när det gäller området för finansiella tjänster. Vidare förvärvar inspektionen genom tillsynen fortlöpande aktuell kunskap om utvecklingen på marknaderna, handelsvanor m.m. – kunskap som det åtminstone i vissa fall är viktigt att EBM kan få del av. Slutligen får man räkna med att EBM kan komma att behöva utnyttja Finansinspektionens internationella nätverk för att få fram viktig information.

I samband med att en anmälan om misstänkt brott enligt lagen om straff för marknadsmissbruk lämnas över av Finansinspektionen till EBM förutsätter utredningen att ett samråd äger rum mellan myndigheterna. Om den åklagare som tar emot en anmälan vid EBM väljer att inte gå vidare med denna, t.ex. på grund av att underlaget inte räcker för att inleda förundersökning, kan det ändå finnas anledning för inspektionen att inom ramen för sin tillsynsverksamhet utreda anmälan.

Om det underlag som lämnas vid en brottsanmälan från exempelvis ett värdepappersinstitut inte räcker för att inleda förundersökning, bör EBM kunna begära biträde från Finansinspektionen med att komplettera ärendet, t.ex. med avräkningsnotor. Att inspektionen i en sådan situation – under åklagarens ledning – utnyttjar sin frågerätt, bör enligt utredningen anses vara en tillåten förundersökningsåtgärd och torde också krävas för att uppfylla kraven i marknadsmissbruksdirektivet. Såsom framgått tidigare, använder sig inspektionen redan i dag av frågerätten för att komplettera det material som lämnas över till EBM, varför utredningens förslag endast innebär att detta, vid brottsanmälningar, kommer att ske på begäran av åklagaren (jfr prop. 1999/2000:109 s. 49).

Enligt utredningens förslag införs det en skyldighet för börser och auktoriserade marknadsplatser att rapportera misstänkta fall av marknadsmissbruk. Redan detta medför att marknadsplatserna måste räkna med att det kommer att finnas starka önskemål om medverkan från deras sida. Även om man inte kan räkna med att en marknadsplats skall bedriva någon mer långtgående brottsutredande verksamhet, måste man från deras sida vara beredd att ställa upp för samråd, diskussioner och analyser i större utsträckning än som kanske hittills har varit efterfrågat. Från Stockholmsbörsens sida har man tidigare efterlyst ett samarbete mellan börsen, inspektionen och EBM, som skulle kunna formaliseras genom bildandet av utredningsgrupper eller liknande. Utredningen ser detta som positiva idéer men kan åtminstone inte för närvarande se att ett sådant samarbete skulle behöva något författningsstöd.

Det förhållandet att en rapport om brottsmisstankar skall överlämnas till EBM utan att Finansinspektionen gör någon egen granskning av den rapporterade händelsen hindrar som redan angetts inte att inspektionen i sin egenskap av tillsynsmyndighet kan ha anledning att undersöka händelsen från andra utgångspunkter. Exempelvis kan en anmälan från en marknadsplats om misstänkt insiderbrott av en privatperson ge inspektionen anledning att granska rutinerna

hos det värdepappersinstitut som genomförde transaktionen för personens räkning. Om inspektionen i samband därmed upptäcker något som kan antas utgöra marknadsmissbruk, skall det förstås anmälas till EBM.

## 10 Verktyg för Finansinspektionens tillsyns- och utredningsverksamhet

### 10.1 Marknadssmissbruksdirektivets krav

Enligt artikel 12.1 i marknadssmissbruksdirektivet skall den behöriga myndigheten få alla tillsyns- och utredningsbefogenheter som den behöver för att fullgöra sina uppgifter. Dessa befogenheter skall utövas direkt eller i samarbete med andra myndigheter eller med marknadsföretagen eller genom delegering till sådana myndigheter eller till marknadsföretagen eller efter ansökan hos de behöriga rättsliga myndigheterna.

Enligt artikel 12.2 skall befogenheterna utövas i enlighet med nationell rätt och omfatta minst ett visst antal uppräknade verktyg. Bland dessa finns rätten att få tillgång till varje dokument och begära upplysning av vem som helst samt utföra inspektioner på plats. Vidare skall myndigheten t.ex. kunna begära att tillgångar fryses eller beläggs med kvarstad. Enligt artikel 14.3 skall medlemsstaterna vidare föreskriva de påföljder som skall tillämpas för vägran att samarbeta vid en undersökning som omfattas av artikel 12.

I följande avsnitt redovisas först vilka åtgärds- och sanktionsmöjligheter som Finansinspektionen har enligt nuvarande regler. Därefter redovisas utredningens överväganden när det gäller de nya utredningsbefogenheter som direktivet föreskriver.

### 10.2 Finansinspektionens befogenheter enligt gällande rätt

Finansinspektionen har enligt nuvarande regler möjlighet att reagera på olika beteenden med såväl sanktioner som andra åtgärder som inte formellt sett är sanktioner. Dessa är följande.

- Förbjuda verkställighet
- Förbjuda handel på olämplig marknad

- Återkalla meddelat tillstånd
- Meddela varning
- Förelägga vite

Finansinspektionen har också rätt att inhämta upplysningar från, i första hand, institut under tillsyn.

#### *Förbjuda verkställighet*

En möjlighet för Finansinspektionen att förbjuda verkställighet av ett beslut fattat av ett värdepappersinstitut finns i lagen om värdepappersrörelse. Enligt 6 kap. 7 § får inspektionen förbjuda verkställigheten av ett beslut som strider mot lagen eller någon annan författning eller föreskrift som reglerar institutets verksamhet eller strider mot bolagsordningen. Samma möjlighet finns enligt lagen om börs- och clearingverksamhet beträffande företag som står under inspektionens tillsyn enligt den lagen, dvs. börser, auktoriserade marknadsplatser och clearingorganisationer (11 kap. 6 §) och beträffande banker i 7 kap. 15 § bankrörelselagen (fr.o.m. den 1 juli 2004 i 15 kap. 1 § lagen om bank- och finansieringsrörelse). Om beslutet redan har verkställts kan inspektionen förelägga företaget att vidta rättelse.

#### *Förbjuda handel på olämplig marknad, m.m.*

Finansinspektionen kan enligt 6 kap. 8 § lagen om värdepappersrörelse förelägga ett svenskt värdepappersinstitut att upphöra med verksamhet som omfattar handel med finansiella instrument om det med hänsyn till reglerna för eller tillsynen över marknaden framstår som uppenbart olämpligt att institutet bedriver handel där.

Enligt 6 kap. 2 § lagen om handel med finansiella instrument får Finansinspektionen förelägga den som deltar eller medverkar i handel med ett finansiellt instrument att upphöra med verksamheten. Detta får ske om handeln strider mot den grundläggande bestämmelsen i lagen, dvs. att handeln skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras. Det får vidare ske om föreskrifterna om förfogande över andras finansiella instrument inte iakttas. Ett förbud enligt dessa bestämmelser kan rikta sig mot såväl fysiska som juridiska personer.

Enligt 7 kap. 21 § bankrörelselagen (fr.o.m. den 1 juli 2004 i 15 kap. 18 § lagen om bank- och finansieringsrörelse) får Finansinspektionen förelägga någon som driver bankrörelse utan tillstånd att upphöra med verksamheten. Detsamma gäller enligt 11 kap. 8 § lagen om börs och clearingverksamhet om någon driver clearingverksamhet utan tillstånd och om någon vid handel med finansiella instrument använder någon av beteckningarna börs och auktoriserad marknadsplats utan att vara auktoriserad som sådan.

#### *Återkalla meddelat tillstånd eller meddela varning*

Finansinspektionen kan enligt 6 kap. 9 § lagen om värdepappersrörelse återkalla tillstånd att driva värdepappersrörelse. Återkallelse kan beslutas t.ex. om ett värdepappersinstitut inte inom viss tid från det att tillstånd beviljats börjat bedriva den tillståndspliktiga verksamheten eller om institutet gjort ett uppehåll i verksamheten under viss sammanhängande tid. Vidare kan återkallelse beslutas om institutet överträtt en bestämmelse som avses i 6 kap. 7 § eller på annat sätt visat sig olämpligt att utöva sådan verksamhet som tillståndet avser. I sådana fall får Finansinspektionen, om det är tillräckligt, i stället meddela varning (6 kap. 9 a §).

Auktorisation eller tillstånd som lämnats enligt lagen om börs- och clearingverksamhet skall återkallas bl.a. om företaget genom överträdelse av lagen eller på annat sätt visat sig olämpligt att utöva sådan verksamhet som auktorisationen eller tillståndet avser. Återkallelse kan vidare ske om företaget inte bedriver sådan verksamhet som tillståndet avser eller, om företaget är ett svenskt aktiebolag, bolagets egna kapital understiger två tredjedelar av det registrerade aktiekapitalet och bristen inte täckts inom föreskriven tid. Om det är tillräckligt får inspektionen när det gäller frågan om bolagets lämplighet att utöva verksamheten i stället meddela varning. Ett beslut att återkalla tillståndet att driva börs- eller clearingverksamhet får förenas med ett förbud mot att fortsätta verksamheten.

Regler om återkallelse av svensk banks oktroj och möjlighet att meddela varning finns i 7 kap. 16 § bankrörelselagen (fr.o.m. den 1 juli 2004 i 15 kap. 1–3 §§ lagen om bank- och finansieringsrörelse).



### *Vite*

Om Finansinspektionen har meddelat förbud eller förelägganden får inspektionen förelägga vite (6 kap. 12 § lagen om värdepappersrörelse, 6 kap. 2 och 3 §§ lagen om handel med finansiella instrument, 11 kap. 10 § lagen om börs- och clearingverksamhet och 7 kap. 23 § bankrörelselagen respektive 15 kap. 20 § lagen om bank- och finansieringsrörelse). Inspektionen har ingen rätt att döma ut förelagt vite utan får ansöka hos länsrätten om detta.

### *Upplysningsskyldighet*

Enligt 6 kap. 1 § lagen om värdepappersrörelse och 11 kap. 1 § lagen om börs och clearingverksamhet har de företag som står under inspektionens tillsyn skyldighet att lämna de upplysningar som inspektionen begär. Vidare föreligger i vissa situationer uppgiftsskyldighet för andra företag om de handlar med finansiella instrument och har ett väsentligt samband med ett värdepappersinstitut som står under tillsyn (6 kap. 3 § lagen om värdepappersrörelse). För att kunna övervaka efterlevnaden av bestämmelserna i lagen om värdepappersrörelse, lagen om börs- och clearingverksamhet, insiderstrafflagen samt lagen om handel med finansiella instrument har Finansinspektionen enligt 6 kap. 1 a § sist nämnda lag rätt att få de upplysningar den behöver från vissa närmare angivna aktörer på värdepappersmarknaden. Bland dessa aktörer finns också personer som inte står under inspektionens tillsyn. Bestämmelsen infördes i samband med ikraftträdandet av insiderstrafflagen genom att bestämmelserna om frågerätt fördes över från 18 § insiderlagen. Frågerätten begränsades då jämfört med vad som gällde enligt insiderlagen.

## **10.3 Överväganden**

Enligt artikel 12 skall den behöriga myndigheten ha ett antal olika befogenheter som myndigheten behöver för att kunna utföra sina tillsyns- och utredningsbefogenheter. Utredningen föreslår i avsnitt 9 att ansvaret för den brottsutredande verksamheten redan från början skall ligga på EBM, som har de befogenheter som i svensk rätt är förknippade med straffprocessen. Denna aspekt måste beaktas när det bestäms vilka befogenheter Finansinspektionen skall ha.

De verktyg som inspektionen skall ha till sitt förfogande skall alltså i första hand vara sådana som är nödvändiga för att inspektionen skall kunna utföra de uppgifter som inspektionen enligt svensk rätt har, dvs. tillsyn över värdepappersmarknaden och dess aktörer. Härtill kommer dock de befogenheter som behövs för att inspektionen på ett direktivkonformt sätt skall kunna biträda både de rättsliga myndigheterna i Sverige och de behöriga myndigheterna i andra medlemsstater.

*Rätt att få tillgång till varje dokument och begära upplysningar av vem som helst*

Enligt punkterna a och b i artikel 12.2 skall den behöriga myndigheten ha rätt att begära vilka upplysningar och vilka dokument som helst. När det gäller dokument gäller rätten dokument i vilken form som helst och även rätt att få en kopia. Vidare skall myndigheten om nödvändigt ha rätt att kalla en person till förhör.

Enligt de bestämmelser som reglerade Finansinspektionens frågerätt innan insiderstrafflagen trädde i kraft hade inspektionen rätt att få de uppgifter den behövde för sin utredning. Uppgiftsskyldigheten omfattade den som det fanns anledning anta hade gjort sig skyldig till en överträdelse. Den omfattade även vissa juridiska personer och myndigheter. Vidare omfattades den som driver värdepappersrörelse i vissa fall, börser, auktoriserade marknadsplatser, clearingorganisationer, kontoförande institut samt börs- och clearingmedlemmar. Slutligen gällde frågerätten också annan som köpt eller sålt finansiella instrument, om det fanns anledning anta att köpet eller försäljningen föranletts av ett otillåtet råd eller annan sådan åtgärd. Motsvarande frågerätt som enligt insiderlagen gällde vid utredningen av otillbörlig kurspåverkan.

I förarbetena till insiderstrafflagen poängterades att inspektionens frågerätt inte skulle få användas för brottsutredande verksamhet. Frågerätten, som riktade sig mot den som kunde antas ha gjort sig skyldig till en överträdelse och mot någon annan som köpt eller sålt finansiella instrument, var enligt regeringens mening av brottsutredande karaktär. Eftersom Finansinspektionens roll i den utredande verksamheten var rent tillsynsinriktad borde frågerätten formuleras annorlunda. En allmän frågerätt mot dem som förvärvat eller avyttrat finansiella instrument kunde komma att avse en person som gjort sig skyldig till brott. Frågerätten borde i stället utformas så

att flertalet av de aktörer på värdepappersmarknaden som kan antas ha viktig information för utövandet av inspektionens tillsyn omfattades (prop. 1999/2000:109 s. 48 f. och 92).

Den personkrets från vilken Finansinspektionen har rätt att inhämta upplysningar har alltså begränsats i samband med att gränsen mellan inspektionens tillsynsfunktion och den brottsutredande verksamheten tydliggjordes. De uppgiftsskyldiga är i huvudsak juridiska personer. Dock finns också en skyldighet för större ägare till vissa juridiska personer att på begäran lämna de uppgifter som inspektionen begär. Detta kan alltså vara både juridiska och fysiska personer.

Enligt direktivet skall den behöriga myndigheten ha rätt att begära upplysningar av vem som helst, dvs. juridiska eller fysiska personer, oavsett om de står under inspektionens tillsyn eller inte. Enligt nuvarande regler har inspektionen visserligen rätt att få de uppgifter den behöver även från vissa angivna aktörer som inte själva står under inspektionens tillsyn. Det rör sig dock om vissa i bestämmelsen angivna personer.

Rollen som behörig myndighet enligt marknadsmissbruksdirektivet innebär många, delvis nya uppgifter vid sidan av marknadsövervakning och tillsyn över de finansiella instituten. Som exempel kan nämnas övervakningen enligt lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument, där det enligt utredningens förslag i fortsättningen även skall ingå kontroll av att aktie marknadsbolagen för vederbörliga insiderförteckningar. Vidare kan pekas på uppgiften att följa efterlevnaden av de nya regler om sakliga och rättvisande investeringsrekommendationer som utredningen föreslår skall tas in i lagen om handel med finansiella instrument (se avsnitt 11) samt bistånd både till EBM och till behöriga myndigheter i andra medlemsstater. För att kunna fullgöra dessa uppgifter behöver inspektionen den i direktivet föreskrivna rätten att få tillgång till dokument och få upplysningar från vem som helst som kan antas ha upplysningar att lämna. Frågerätten begränsas av att uppgiften skall vara nödvändig för att Finansinspektionen skall kunna fullgöra sina uppgifter.

När det gäller vilken form av uppgifter som rätten avser anger direktivet dels rätten att begära upplysningar, dels rätten att få ut dokument. Den svenska frågerätten gäller uppgifter. Det anges inte närmare i förarbetena till nuvarande eller tidigare bestämmelser vad ordet uppgifter syftar på. I förarbetena till lagen om värdepappersrörelse och lagen om börs och clearingverksamhet anges att upplys-

ningsskyldigheten innebär att instituten och företagen är skyldiga att lämna upplysningar om sin verksamhet m.m. till inspektionen. Vidare anges att upplysningsskyldigheten även innefattar en rätt för inspektionen att göra platsundersökningar och ta del av handlingar (prop. 1990/91:142 s. 170 f och prop. 1991/92:113 s. 131 och 206).

Såvitt gäller de institut och företag som står under Finansinspektionens tillsyn torde det enligt nuvarande regler finnas viss möjlighet för inspektionen att inom ramen för företagens upplysningskyldighet få tillgång till dokument. Lagtexten kan dock förtydligas på denna punkt. När det gäller frågan om vilka personer som skall vara skyldiga att på begäran lämna ut dokument anges i direktivet att myndigheten skall få tillgång till ”varje dokument i vilken form som helst och få en kopia på det”. Formuleringen torde innebära en rätt att få dokument inte bara från personer som står under inspektionens tillsyn utan, på samma sätt som gäller beträffande upplysningar, även från andra personer. Det föreligger enligt utredningens uppfattning inget hinder mot att i lag föreskriva en skyldighet även för andra personer än dem som står under inspektionens tillsyn att lämna ut dokument. Rätten för Finansinspektionen att få tillgång till dokument bör utformas på samma sätt som föreslås beträffande upplysningar, dvs. inspektionen skall behöva tillgång till dokumenten för att kunna fullgöra sina uppgifter som behörig myndighet.

Det bör i sammanhanget påpekas att ett dokument som lämnas till Finansinspektionen blir allmän handling. Uppgifterna i dokumentet kan dock vara skyddade av sekretess enligt sekretesslagen (1980:100). Den frågan avgörs av myndigheten i samband med en begäran om att dokumentet skall lämnas ut.

Enligt direktivet skall den behöriga myndigheten också ha rätt att kalla en person till förhör. Någon sådan formell möjlighet har Finansinspektionen inte enligt nuvarande reglering. Möjlighet att kalla personer till förhör finns, som nämnts ovan, inom ramen för en förundersökning enligt 23 kap. 6 § RB och i viss begränsad utsträckning då en s.k. förutredning bedrivs. Möjlighet att kalla personer till förhör finns också i verksamhet som inte är brottsutredande. Konkurrensverket har rätt att, om det behövs för att verket skall kunna fullgöra sina uppgifter enligt lagen, förelägga den som kan förväntas kunna lämna upplysningar i saken att inställa sig till förhör (45 § konkurrenslagen). Ett sådant åläggande kan förenas med vite och kan också överklagas hos Marknadsdomstolen.

Även en möjlighet för inspektionen att hålla förhör med vissa personer är motiverad som ett redskap för inspektionens tillsyn. Det skulle t.ex. innebära att inspektionen får möjlighet att hålla förhör med företrädare för ett aktiemarknadsbolag för att kunna bedöma om bolaget har tagit med alla personer med insiderinformation på sin förteckning över sådana personer. Mot denna bakgrund föreslår utredningen att inspektionen skall ha rätt att kalla en person till förhör om detta behövs för att inspektionen skall kunna fullgöra sina uppgifter som behörig myndighet.

Enligt artikel 14.3 skall medlemsstaterna föreskriva de påföljder som skall tillämpas vid vägran att samarbeta vid en undersökning som omfattas av om artikel 12. Enligt 6 kap. 3 § lagen om handel med finansiella instrument får inspektionen vid vite förelägga någon att göra rättelse om han inte fullgör sin skyldighet att lämna uppgifter enligt 6 kap. 1 a §. Bestämmelsen innebär att vite kan föreläggas såväl juridiska som fysiska personer. Inspektionens beslut kan enligt 7 kap. 1 § överklagas hos allmän förvaltningsdomstol. Utredningen föreslår att samma sanktionsmöjlighet skall gälla beträffande den föreslagna utvidgade uppgiftsskyldigheten. Inspektionen skall också kunna förelägga den som skall inställa sig personligen för att lämna uppgifter att göra detta vid äventyr av vite.

#### *Rätt att utföra inspektioner på plats*

Enligt punkt c i artikel 12 skall den behöriga myndigheten ha rätt att utföra inspektioner på plats. Som utredningen förstår direktivtexten avses endast inspektion i företags kontorslokaler och liknande, alltså inte inspektioner i privatbostäder.

Upplýsningsskyldighet enligt 6 kap. 1 § lagen om värdepappersrörelse och 11 kap. 1 § lagen om börs- och clearingverksamhet innefattar enligt vad som uttalas i förarbetena även en möjlighet för inspektionen att göra platsundersökningar hos de företag som står under inspektionens tillsyn (prop. 1990/91:142 s. 170 och prop. 1991/92:113 s. 131 och 206). Motsvarande torde gälla enligt övriga lagar på det finansiella området. Den rätt att göra inspektioner på plats som direktivet föreskriver gäller i förhållande till personer som står under den behöriga myndighetens tillsyn, inklusive aktiemarknadsbolagen. De svenska reglerna överensstämmer alltså i denna del med direktivets krav.

*Rätt att infordra uppgifter om tele- och datatrafik*

Enligt direktivet (punkt d i artikel 12.2) skall den behöriga myndigheten ha rätt att infordra befintliga uppgifter om tele- och datatrafik. Det är alltså frågan om uppgifter som finns vid det tillfälle då myndigheten begär att få ta del av dem.

Enligt 6 kap. 8 § i Finansinspektionens föreskrifter om uppföranderegler på värdepappersmarknaden (2002:7) skall telefonsamtal vid ett mäklarbord hos ett värdepappersföretag spelas in. Detta gäller även värdepappersföretagets telefonsamtal som avser affärsuppdrag via annan telefon i en lokal med tillgång till handelssystemet hos en börs eller annan marknadsplats eller i lokal som särskilt inrättats för handel med finansiella instrument. Inspelade telefonsamtal skall arkiveras i ett år utöver löpande månad. Värdepappersinstitut är enligt 6 kap. 1 § lagen om värdepappersrörelse skyldiga att lämna inspektionen de upplysningar om sin verksamhet och därmed sammanhängande omständigheter som inspektionen begär.

Finansinspektionen har med stöd av dessa regler rätt att begära in uppgifter om befintlig teletrafik när det gäller den handel som äger rum hos värdepappersinstituten. Sammantaget med berörda personers skyldighet att lämna alla behövliga upplysningar och dokument – vilket begrepp även omfattar elektroniska dokument – innebär detta att kravet i punkt d är uppfyllt.

*Rätt att kräva att ett agerande som strider mot bestämmelser som fastställts i enlighet med direktivet upphör*

Enligt direktivet (punkt e i artikel 12.2) skall den behöriga myndigheten ha rätt att kräva att ett agerande som strider mot bestämmelser som fastställts i enlighet med direktivet upphör.

Enligt nuvarande regler kan Finansinspektionen enligt 6 kap. 2 § lagen om handel med finansiella instrument förelägga den som deltar i handel med ett finansiellt instrument att upphöra med verksamheten om handeln strider mot den s.k. sundhetsregeln i 1 kap. 2 § samma lag. Bestämmelsen torde kunna användas om någon t.ex. systematiskt deltar i handel som ligger på gränsen till otillbörlig marknadspåverkan. Beträffande motsvarande regel för finansiella analyser och investeringsrekommendationer, se avsnitt 11. Bestämmelserna om återkallelse av tillstånd och auktorisation i 11 kap. 7 § lagen om börs- och clearingverksamhet tillsammans med 11 kap.

8 § samma lag om föreläggande att upphöra med verksamheten kan användas om den aktuella börsen eller auktoriserade marknadsplatsen inte iakttar bestämmelserna om ändamålsenliga handelsregler (4 kap. 2 § och 7 kap. 2 §). Inspektionen kan också enligt 6 kap. 7 § lagen om värdepappersrörelse förbjuda verkställighet av ett beslut som ett värdepappersinstitut fattat. Som förutsättning härför anges att beslutet skall strida mot lagen eller någon annan författning eller föreskrift som reglerar institutets verksamhet eller om det strider mot bolagsordningen. Några ytterligare regler än de som föreslås i avsnitt 6 och 11 behövs inte för att uppfylla direktivets krav.

#### *Rätt att tillfälligt avbryta handeln med berörda finansiella instrument*

Enligt direktivet skall den behöriga myndigheten ha rätt att tillfälligt avbryta handeln med de berörda finansiella instrumenten (punkt f i artikel 12.2).

En börs eller auktoriserad marknadsplats får under vissa förutsättningar avbryta handeln med ett visst finansiellt instrument. Detta gäller enligt 10 kap. 1 § lagen om börs och clearingverksamhet om allmänheten inte har tillräcklig tillgång till information om ett visst finansiellt instrument på lika villkor eller inte i tillräcklig omfattning har tillgång till information om utgivaren eller om det finns särskilda skäl. Ett beslut om handelsstopp får inte gälla längre än vad som oundgängligen behövs. Om en börs i strid med bestämmelserna underlåter att avbryta handeln med ett visst finansiellt instrument får Finansinspektionen besluta att handeln med instrumentet skall avbrytas (10 kap. 4 § lagen om börs- och clearingverksamhet).

Stockholmsbörsens regler om handelsstopp överensstämmer med lagtexten (4.7.1 Norex Member Rules version 1.3 Mars 2004). Ett handelsstopp kan enligt vad som uttalats i förarbetena till lagen om börs- och clearingverksamhet användas som påtryckningsmedel för att förmå en emittent att offentliggöra viktig information som rör verksamheten. Handelsstopp kan emellertid även tillgripas i situationer där bristande information inte kan läggas emittenten till last. Handelsstoppet ger då börsen eller marknadsplatsen en möjlighet att undersöka förhållanden som har betydelse för kursbildningen. Ett exempel på en sådan situation är att det har uppstått ett visst rykte om en förestående händelse och att kraftiga kursrörelser

med anledning härav har inträffat. Handelsstopp skall också kunna användas om t.ex. en borsmedlem bryter mot de normer som gäller för honom eller handlar i strid mot vad god affärssed bjuder och därigenom framkallar en snedvridning av börskurserna. Handeln med ett visst finansiellt instrument skall också kunna avbrytas tillfälligt om kursstörningar eller väntade sådana beror på åtgärder från en annan person som står utanför börsen eller marknadsplatsen. Det kan exempelvis vara fallet då en aktör använder sig av insiderinformation för att göra otillåtna börsaffärer. Under den tid handelsstoppet varar får börsen eller marknadsplatsen undersöka vad som framkallat kursstörningen och därefter lämna marknaden den information som kan finnas att ge (prop. 1991/92:113 s. 202 f).

Det är alltså börsen eller marknadsplatsen som primärt har att besluta om handelsstopp. Beslut om handelsstopp kan fattas när det förekommer ageranden som strider mot bestämmelser som omfattas av marknadsmissbruksdirektivet. För den händelse att en börs eller marknadsplats underlåter att fatta ett sådant beslut har som framgått även Finansinspektionen rätt att besluta om handelsstopp. I sin tillsyn över börser och auktoriserade marknadsplatser skall inspektionen kontrollera även att beslut om handelsstopp är befogade. De svenska reglerna måste mot denna bakgrund anses uppfylla de krav som direktivet ställer.

Det kan tilläggas att den nu beskrivna ordningen enligt utredningens mening inte utgör sådan delegering till marknadsföretagen som avses i punkt c i artikel 12.1 i marknadsmissbruksdirektivet. Reglerna om handelsstopp är en del av marknadsplatsens handelsregler och Finansinspektionens ingripande en del av tillsynen av att handelsreglerna hanteras korrekt. Att ingripandet från Finansinspektionen vid behov sker med ett direkt beslut om handelsstopp i stället för med ett föreläggande om rättelse har sin naturliga förklaring i åtgärdens brådskanie natur.

#### *Rätt att begära att tillgångar fryses eller beläggs med kvarstad*

Enligt punkt g i artikel 12.2 i direktivet skall den behöriga myndigheten ha rätt att begära att tillgångar beläggs med kvarstad eller att de fryses. Några allmänna regler om frysning av tillgångar finns inte i Sverige. Våra regler om kvarstad och beslag har ansetts tillgodose syftena bakom frysningsinstitutet.



Regler om kvarstad i brottmål finns i 26 kap. rättegångsbalken. Kvarstad beslutas av domstol på ansökan av undersökningsledare, åklagare eller målsägande. En första förutsättning är att den mot vilken åtgärden skall riktas är skäligen misstänkt för brott. Kvarstad kan beviljas oavsett brottets beskaffenhet. En andra förutsättning är att det skäligen kan befaras att den misstänkte genom att avvika, undanskaffa egendom eller på annat sätt undandrar sig att betala den ersättning som kvarstaden avser att trygga. Kvarstad kan alltså bara tillgripas för att säkra betalning av ett penningbelopp som man kan anta att den misstänkte kommer att förpliktas betala på grund av brott. Såvitt angår anspråk från det allmännas sida avser kvarstad betalning av böter, värdet av egendom som genom brott förverkats, företagsbot och annan ersättning till det allmänna.

Regler om kvarstad i tvistemål finns i 15 kap. rättegångsbalken. Om någon visar sannolika skäl för att han har en fordran, som är eller kan antas bli föremål för rättegång eller prövning i annan liknande ordning, och det skäligen kan befaras att motparten genom att avvika, skaffa undan egendom eller förfara på annat sätt undandrar sig att betala skulden får domstolen förordna om kvarstad på så mycket av motpartens egendom att fordringen kan antas bli täckt vid utmätning. Det är inte bara privaträttsliga fordringar som omfattas av kvarstadsmöjligheten. Det finns flera typer av offentlig-rättsliga betalningsanspråk som realiseras på samma sätt som privaträttsliga fordringar och sådana omfattas också (prop. 1980/81:84 s. 411).

Åklagaren har enligt nuvarande regler möjligheten att ansöka om kvarstad för att säkerställa att egendom finns för betalning av t.ex. böter och företagsbot i mål om insiderbrott eller otillbörlig marknadspåverkan. Med utgångspunkt i utredningens förslag att insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan även i fortsättningen skall beivras med straff finns det inte anledning att ge Finansinspektionen motsvarande befogenheter.

#### *Rätt att begära tillfälligt förbud mot utövande av yrkesverksamhet*

Enligt punkt h i artikel 12.2 skall den behöriga myndigheten ha rätt att begära tillfälligt förbud mot utövande av yrkesverksamhet.

Enligt 1 och 4 §§ lagen (1986:779) om näringsförbud kan vissa personer meddelas näringsförbud om de i sin egenskap av näringsidkare grovt åsidosatt vad som ålegat dem i näringsverksamheten

och därvid gjort sig skyldiga till brottslighet som inte är ringa. Näringsförbud meddelas av allmän domstol på talan av åklagare. Den som är underkastad näringsförbud får inte bedriva näringsverksamhet, och han eller hon får inte heller vara bl.a. styrelseledamot eller verkställande direktör i ett aktiebolag. Näringsförbud gäller under viss tid och rätten kan, om det är uppenbart att grund för näringsförbud föreligger, förordna om tillfälligt förbud till dess frågan om förbud slutligt har avgjorts (10 § lagen om näringsförbud).

Enligt bestämmelserna i 12 kap. 7 § lagen om börs- och clearingverksamhet, 6 kap. 9 § lagen om värdepappersrörelse och 7 kap. 16 § bankrörelselagen (15 kap. 2 § lagen om bank- och finansieringsrörelse) kan Finansinspektionen återkalla tillståndet att bedriva verksamheten om någon som ingår i styrelsen eller är verkställande direktör eller vice verkställande direktör inte uppfyller respektive lags krav på lämplighet. Bestämmelserna innebär i praktiken att inspektionen kan hindra olämpliga personer från att inneha vissa uppdrag.

I sammanhanget bör även Swedsec AB:s licensieringsprojekt nämnas. Genom avtal med Swedsec, som är ett dotterbolag till Svenska Fondhandlareföreningen, har flertalet svenska värdepappersinstitut förbundit sig att se till att institutets aktiemäklare, förvaltare m.fl. har s.k. licens som utfärdas av Swedsec. Licensen erhålls efter avklarat kunskapstest och kan återkallas av Swedsec om licenshavaren t.ex. har brutit mot de lagar och föreskrifter som gäller för verksamheten. Om licensen återkallas av sådana skäl innebär detta i praktiken ett yrkesförbud för personen ifråga eftersom ett institut bryter mot avtalet med Swedsec om institutet anställer en person vars licens återkallats.

Med beaktande av att Sverige enligt utredningens förslag skall ha straffrättsliga sanktioner mot insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan och formuleringen i artikel 12.2 om att befogenheterna skall utövas i enlighet med nationell rätt, måste de svenska bestämmelserna om näringsförbud och Finansinspektionens möjligheter att hindra olämpliga personer att ingå i marknadsaktörernas ledning anses tillräckliga för att uppfylla direktivets krav.

*Sammanfattning*

Utredningen föreslår således att Finansinspektionens utredningsbefogenheter kompletteras med rätt att ålägga dels även andra än dem som står under inspektionens tillsyn att tillhandahålla uppgifter, handlingar eller annat, dels den som förväntas kunna lämna upplysningar i saken att inställa sig till förhör.

**10.4 Reglernas placering och tillämpningsområde**

Enligt utredningens förslag skall regler som har sitt ursprung i marknadsmissbruksdirektivet införas i flera olika lagar: den nya marknadsmissbrukslagen, lagen om handel med finansiella instrument, lagen om börs- och clearingverksamhet samt lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

Som angetts ovan har Finansinspektionen enligt 6 kap. 1 a § lagen om handel med finansiella instrument rätt att från vissa närmare angivna aktörer på värdepappersmarknaden få de upplysningar som inspektionen behöver för att kunna övervaka efterlevnaden av bestämmelserna i den lagen, lagen om värdepappersrörelse, lagen om börs- och clearingverksamhet och insiderstrafflagen. Bestämmelsen omfattar alltså tre av de fyra lagar som berörs av utredningens förslag. Det är därför lämpligt att de nya bestämmelserna om Finansinspektionens utredningsbefogenheter tas in i lagen om handel med finansiella instrument och att de görs tillämpliga också på lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

Finansinspektionens föreslagna nya befogenheter går något längre än nuvarande bestämmelse i 6 kap. 1 a § lagen om handel med finansiella instrument, fastän den praktiska skillnaden inte torde vara stor; det kan inte vara ofta som det blir aktuellt att begära uppgifter från någon utanför den nuvarande kretsen. Även om skyldigheten för Sverige att ge inspektionen de utvidgade befogenheterna bara avser inspektionens tillsyn över efterlevnaden av de regler som har sin grund i marknadsmissbruksdirektivet, bör de nya reglerna enligt utredningens mening göras tillämpliga på all den tillsyn som omfattas av 6 kap. 1 a §. Den praktiska skillnaden är som sagt inte stor, och det finns skäl att räkna med att nya direktiv på värdepappersmarknadsområdet kommer att ha samma utformning i denna del som marknadsmissbruksdirektivet.

# 11 Finansiella analyser och investeringsrekommendationer riktade till allmänheten

## 11.1 Inledning

Enligt artikel 6.5 i marknadsmissbruksdirektivet skall medlemsstaterna se till att det finns ett lämpligt regelverk för att säkerställa att personer som tar fram eller sprider analyser eller information med rekommendationer om investeringsstrategier som är avsedda för distributionskanaler eller allmänheten vidtar rimliga försiktighetsmått för att säkerställa att informationen presenteras sakligt och att de uppger vilka intressen de har eller öppet redovisar eventuella intressekonflikter beträffande de finansiella instrument som omfattas av informationen. Med stöd av artikel 6.10 har kommissionen vidare antagit genomförandebestämmelser om den närmare tillämpningen av artikel 6.5 (direktiv 2003/125/EG).

Syftet med bestämmelserna i artikel 6.5 och igenomförandedirektivet är inte att reglera hur man skall utarbeta eller sprida finansiella rekommendationer i allmänhet, utan syftet är att minimera risken för sådant spridande av falsk eller vilseledande information som kan innebära otillbörlig marknadspåverkan. Som framgått i avsnitt 5 utgör spridandet av vilseledande information otillbörlig marknadspåverkan om den som sprid informationen insåg eller borde ha insett att informationen var falsk eller vilseledande (punkt c i artikel 1.2 i marknadsmissbruksdirektivet).

Bestämmelserna omfattar varje juridisk eller fysisk person som tar fram eller sprider rekommendationer som ett led i sin yrkesutövning eller affärsverksamhet. I denna krets finns t.ex. värdepappersbolag och banker som står under Finansinspektionens tillsyn, men även andra, såväl juridiska som fysiska personer som yrkesmässigt sprider analyser eller rekommendationer till allmänheten. En personkategori som innefattas i denna grupp och som blivit föremål för viss särbehandling i direktiven är journalister som inte skall omfattas av direktivets bestämmelser om de i stället omfattas av en

likvärdig lämplig självreglering. Detta aktualiserar frågor om innehållet i pressens självreglering.

Bestämmelserna i direktivet gäller information som är avsedd för spridning genom distributionskanaler och till allmänheten. Sådan spridning kan i stor utsträckning förväntas ske genom media. Yttranden som sker i ett medium som omfattas av tryckfrihetsförordningens (TF) eller yttrandefrihetsgrundlagens (YGL) tillämpningsområde är skyddade oavsett om informationen lämnas av värdepappersföretag och banker eller om den lämnas genom journalistisk rapportering. Frågan är därför hur direktivets bestämmelser förhåller sig till bestämmelserna om tryck- och yttrandefrihet i grundlagarna. Både i marknadsmissbruksdirektivet och i genomförandedirektivet uttalas i ingresspunkter att bestämmelserna inte hindrar medlemsstaterna från att tillämpa sina konstitutionella bestämmelser om pressfrihet och yttrandefrihet i medierna.

## 11.2 Innehållet i genomförandedirektivet

Genomförandedirektivet (se bilaga 4) är indelat i fyra kapitel. Det första innehåller definitioner. Det andra innehåller regler som gäller när en person som omfattas av direktivet själv utarbetar en rekommendation, medan det tredje kapitlet gäller spridning av andras rekommendationer. Det fjärde kapitlet innehåller regler om införlivande och ikraftträdande.

En person som omfattas av direktivet benämns ”relevant person” och är, som nämnts inledningsvis, en fysisk eller juridisk person som tar fram eller sprider rekommendationer som ett led i sin yrkesutövning eller affärsverksamhet.

I artikel 1 punkt 3 definieras ordet rekommendationer. Det är analyser eller annan information med direkta eller indirekta rekommendationer eller förslag om investeringsstrategier som avser ett eller flera finansiella instrument eller emittenter av finansiella instrument, däribland synpunkter på nuvarande eller framtida värde eller pris på dessa instrument, och som är avsedda för distributionskanaler eller allmänheten. Personliga rekommendationer som lämnas av ett värdepappersföretag till en klient och som inte är avsedda att bli allmänt tillgängliga omfattas alltså inte av direktivet (jfr ingressats 3). När det gäller den närmare innebörden av vad som är direkta respektive indirekta rekommendationer anges i ingressats 2 som exempel på direkta rekommendationer ”köp”, ”behåll”, ”sälj”,

medan en indirekt rekommendation sägs kunna ske genom en hänvisning till en riktkurs eller på annat sätt.

I artikel 1 punkt 4 anges närmare vilken typ av information som träffas av direktivets innehåll. För det första avses information som direkt eller indirekt ger en viss investeringsrekommendation om ett finansiellt instrument eller om en emittent av ett finansiellt instrument och som lämnas av en oberoende analytiker, ett värdepappersföretag, ett kreditinstitut eller någon annan person vars huvudsakliga verksamhet är att ta fram rekommendationer eller av en medhjälpare till någon av dessa. Vidare omfattas information som tagits fram av andra personer än dem som nyss räknats upp, om informationen innehåller direkta rekommendationer om ett särskilt investeringsbeslut om ett finansiellt instrument.

Artiklarna 2–6 innehåller regler som riktar sig till dem som producerar rekommendationer.

I artikel 2 ställs krav på att det tydligt skall anges vem som gjort den aktuella analysen eller lämnat investeringsrekommendationen. Om det är en juridisk person som har ansvaret för utarbetandet skall även namnet på denna anges. Beroende på vilken typ av person som lämnar rekommendationen ställs även upp krav på att hänvisning skall ske till behörig myndighet eller befintliga självregleringsstandarder.

Artikel 3 och 4 anger vilka krav som skall ställas när det gäller själva presentationen av rekommendationen. Fakta skall tydligt skiljas från tolkningar och antaganden. Vidare skall det anges tydligt om källan är otillförlitlig. Planer, prognoser och riktkurser skall klart betecknas som sådana och det skall anges vilka antaganden som ligger till grund för dem. Om rekommendationen lämnas av en oberoende analytiker, ett värdepappersföretag, ett kreditinstitut, en närstående juridisk person eller en annan relevant person vars huvudsakliga verksamhet består i att ta fram rekommendationer lämnas i artikel 4 ytterligare bestämmelser om vad informationen skall innehålla. Alla väsentliga materiella källor skall anges på lämpligt sätt tillsammans med uppgift om huruvida synpunkter från den aktuella emittenten har påverkat utformningen av rekommendationen. Alla värderingsgrunder och metoder som använts för utvärdering eller för att sätta upp ett prismål skall anges. Innebörden av alla rekommendationer som lämnas skall förklaras på lämpligt sätt och lämpliga varningar för risker skall utfärdas. Vidare skall viss särskild information lämnas om planerade uppdateringar av en rekommendation, och vid vilken tidpunkt rekommendationen först släpptes

för spridning. Slutligen skall det anges om rekommendationen avviker från en tidigare rekommendation om samma finansiella instrument som avgivits inom en tolv månaders period.

Artiklarna 5 och 6 gäller frågor om offentliggörande av ekonomiska intressen och intressekonflikter beträffande aktuella finansiella instrument. I artikel 5, som omfattar alla relevanta personer, ställs krav på att omständigheter som rimligtvis kan förväntas påverka förtroendet för rekommendationens objektivitet skall anges. Sådana omständigheter är om den som tar fram eller sprider rekommendationen har ett väsentligt ekonomiskt intresse i något av de finansiella instrument som avses eller om det föreligger en väsentlig intressekonflikt i förhållande till den emittent vars finansiella instrument rekommendationen avser. Om det är en juridisk person som ansvarar för rekommendationen skall informationen innehålla upplysning om åtminstone sådana intressekonflikter som är eller kan förväntas vara tillgängliga för de personer som tar fram rekommendationen eller för personer som annars får kännedom om eller kan förväntas få kännedom om innehållet i rekommendationen innan den sprids till allmänheten. Om rekommendationen har tagits fram av den personkategori som beskrivits ovan beträffande artikel 4 lämnas i artikel 6 särskilda bestämmelser som skall tillämpas utöver dem som anges i artikel 5. Om den som upprättat rekommendationen har ett större aktieinnehav i emittenten (över fem procent) och vice versa, skall detta anges. Även andra finansiella intressen och avtalsförhållanden skall anges (se närmare punkterna b–f i artikel 6.1).

Innehållet i artiklarna 2–6 gäller oavsett om rekommendationerna lämnas skriftligen eller muntligen. I anslutning till var och en av artiklarna anges emellertid att medlemsstaterna skall se till att de krav på information som ställs anpassas så att de inte blir oproportionerliga i de fall de skall lämnas i anslutning till en muntlig rekommendation. Även om rekommendationerna är skriftliga kan de krav på information som uppställs bli oproportionerliga i förhållande till rekommendationens längd. En del av den information som skall lämnas enligt artiklarna 4–6 kan i sådant fall lämnas genom en hänvisning till plats där informationen finns lätt tillgänglig, t.ex. en lämplig webbplats.

När det gäller journalisters ansvar för rekommendationer de själva tar fram och publicerar i media görs i anslutning till artiklarna 2, 3 och 5 undantag från de krav som ställs upp om journalisten om-

fattas av en likvärdig, lämplig självreglering, förutsatt att denna reglering uppnår liknande effekter som bestämmelserna i direktivet.

Artiklarna 7–9 innehåller regler som omfattar relevanta personer som sprider en rekommendation som tagits fram av någon annan.

Av artikel 7 följer att spridarens identitet skall framgå klart och tydligt. Om den ursprungliga rekommendationen ändras i samband med att den sprids skall detta framgå klart och tydligt. Om ändringen innebär att slutsatsen i rekommendationen blir en annan (t.ex. ”sälj” ändras till ”köp”) skall spridaren enligt artikel 8 vara underkastad de krav som framgår av artiklarna 2–5 såvitt gäller den väsentliga ändringen. De personer – juridiska eller fysiska – som sprider väsentligt ändrade rekommendationer skall ha en skriftlig policy så att personer som tar emot informationen lätt kan få tillgång till identiteten på den som tagit fram den ursprungliga rekommendationen och själva rekommendationen samt uppgifter om ekonomiska intressen och eller intressekonflikter hos den personen – allt dock bara under förutsättning att dessa delar är offentliga.

Den som sprider en rekommendation som tagits fram av någon annan utan att själv ha gjort någon ändring i huvudinnehållet omfattas inte av bestämmelserna i artikel 8. Spridaren behöver alltså inte lämna någon hänvisning till källdokument och behöver inte kontrollera att den som tagit fram rekommendationen följt de regler som direktivet ställer upp.

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

Slutligen uppställs särskilda krav för det fall att spridaren är ett värdepappersföretag eller liknande (artikel 9). I så fall skall företagets identitet anges klart och tydligt. Om inte den som har utarbetat rekommendationen redan har spridit den information som avses i artikel 6 genom en distributionskanal, skall vidare spridaren lämna den informationen. Ett värdepappersföretag som gör en väsentlig ändring i en rekommendation blir genom en hänvisning till art. 2–6 underkastad samma bestämmelser som den som producerat rekommendationen.



## 11.3 Regleringen i Sverige

### 11.3.1 Regler på värdepappersmarknaden

De lagar som reglerar värdepappersmarknaden innehåller inte några närmare bestämmelser om vilka krav som skall ställas i samband med att finansiella analyser och investeringsrekommendationer presenteras. Ett allmänt sundhetskrav finns dock i flera lagar. I 1 kap. 2 § lagen om handel med finansiella instrument uttalas att handel med finansiella instrument skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras. I 2 kap. 1 §, 7 kap. 1 § och 8 kap. 1 § lag om börs- och clearingverksamhet uppställs liknande sundhetskrav för verksamheten hos börs, auktoriserad marknadsplats och clearingorganisation. I 1 kap. 7 § lagen om värdepappersrörelse anges att värdepappersrörelse skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras samt i övrigt så att rörelsen kan anses sund. I bestämmelsen anges också ett antal uppföranderegler. Några av dessa är mer allmänt hållna och anger att ett värdepappersinstitut i sin verksamhet skall handla på ett ärligt och rättvist sätt, handla med erforderlig skicklighet, omsorg och skyndsamhet och inneha och effektivt använda sådana resurser och rutiner som behövs för att rörelsen skall kunna bedrivas på ett riktigt sätt. Flera regler tar emellertid sikte på relationen mellan institutet och en kund och anger t.ex. att institutet vid sina kundkontakter skall lämna tillräcklig information och undvika intressekonflikter.

Finansinspektionen har vidare, efter bemyndigande, meddelat föreskrifter om uppföranderegler på värdepappersmarknaden (FFFS 2002:7). Dessa behandlar emellertid bara investeringsrådgivning som sker till en individuell kund och som har karaktären av personlig rekommendation. Finansinspektionen har också lämnat allmänna råd om riktlinjer för hanteringen av etiska frågor hos institut som står under inspektionens tillsyn (FFFS 1998:22). Enligt dessa skall varje institut som står under inspektionens tillsyn anta riktlinjer för hanteringen av etiska frågor för verksamheten.

Svenska Fondhandlareföreningen har i sina "Regler om affärer med finansiella instrument och valuta m.m. gjorda för egen räkning av anställda och uppdragstagare i värdepappersinstitut samt deras närstående" antagit kompletterande regler för personal inom analys- och corporate-financeverksamhet. I avsnitt 4.2 anges vilka regler som

skall iakttas av analytiker som är verksamma inom ett värdepappersinstitut med uppgift att analysera svenska eller utländska företag. Reglerna gäller för analyser eller skriftlig dokumentation om ett noterat bolag eller ett bolag som avses bli noterat och som innehåller en rekommendation, en av institutet utarbetad resultatprognos eller något annat väsentligt nyckeltal. Analysen skall, oavsett hur den sprids till kund, innehålla uppgift om namnet på institutet och på den eller de personer vilka utarbetat analysen eller fastställt rekommendationen eller nyckeltalet. Vidare skall anges om institutet eller de personer som har arbetat med prognosen har något innehav eller annan position avseende aktier eller aktierelaterade dokument i berört bolag. Reglerna ställer också upp vissa förbud för de personer som medverkat i arbetet att för egen räkning handla i det berörda bolagets aktier eller därtill relaterade instrument i anslutning till att analysen sprids till kund. Institutet skall i en särskild instruktion ange vilken personkrets som berörs av reglerna och vad som i övrigt gäller för tillämpningen av reglerna.

Sveriges Finansanalytikers Förening har antagit "Etiska riktlinjer för finansanalytikers yrkesmässiga handlande och uppträdande antagna av styrelsen 1999-02-16". Dessa hänvisar till Svenska Fondhandlareföreningens ovan redovisade regler. I riktlinjerna anges vidare att en finansanalytiker skall arbeta objektivt och självständigt och sträva efter bästa möjliga underlag för analyser, rådgivning och beslut. Vidare skall analytikern inte låta sig påverkas av egna, familjens eller andra närståendes privata förhållanden. En analytiker skall alltid upplysa uppdragsgivaren eller annan berörd person om potentiella intressekonflikter och annat som kan inkräkta på förtroendet för objektiviteten eller självständigheten eller inge tvivel på förmågan att obundet tillvarata uppdragsgivarens intressen. Föreningens medlemmar får förbinda sig att följa de etiska reglerna och kan bli uteslagna om de bryter mot riktlinjerna. Liknande regler har också antagits av Svenska Bankföreningen. Dessa är emellertid under omarbetning.

### 11.3.2 Det grundlagsskyddade området

Ett grundläggande kriterium för att direktivets bestämmelser skall vara tillämpliga är att det rör sig om rekommendationer som är avsedda för distributionskanaler eller för allmänheten. Som antytts inledningsvis innebär det att spridningen i många fall kommer att

ske genom medier som kan omfattas av reglerna i tryckfrihetsförordningen (TF) eller yttrandefrihetsgrundlagen (YGL).

Ett huvudsyfte med TF och YGL är att säkerställa friheten att yttra sig i massmedier som ett medel för den fria åsiktsbildningen. Enligt 1 kap. 1 § TF är innebörden av tryckfrihet rätten att ge ut skrifter utan några av myndighet eller annat allmänt organ i förväg lagda hinder. I 1 kap. 1 § andra stycket YGL anges att inga andra begränsningar får göras av yttrandefriheten än vad som framgår av YGL.

TF skyddar yttranden i tryckt skrift under förutsättning att den är utgiven, dvs. utlämnad till försäljning eller spridning på annat sätt. Vidare är TF tillämplig på skrift som mångfaldigats genom stencilering, fotokopiering eller annat liknande förfarande under förutsättning att utgivningsbevis gäller för skriften eller att skriften är försedd med vissa uppgifter om att den är mångfaldigad (TF 1 kap. 5 och 6 §§).

YGL omfattar ljudradio, television och liknande överföringar, filmer, videoprogram, ljudupptagningar och andra tekniska upptagningar (1 kap. 1 § första stycket). Med liknande överföringar avses andra överföringar av ljud, bild eller text som sker med hjälp av elektromagnetiska vågor än sändningar av ljudradio och television, t.ex. överföringar från en databas på Internet. YGL är tillämplig på medier av detta slag som sprids till allmänheten genom att spelas upp, säljas eller tillhandahållas på annat sätt (1 kap. 10 § YGL). När det gäller radioprogram är grundlagen enligt 1 kap. 6 § YGL tillämplig på sändning av radioprogram som är riktade till allmänheten och avsedda att tas emot med tekniska hjälpmedel. Med kravet att sändningen skall vara riktad till allmänheten menas att sändningen skall vara riktad till vem som helst som önskar ta emot den utan särskild begäran från mottagaren. Traditionell utsändning av ljudradio och television genom etern eller genom tråd är sådana sändningar som sker oberoende av om någon mottagare faktiskt nås av sändningen. Vid spridning av information genom tillhandahållande ur en databas sker överföringen genom att mottagaren själv tar kontakt med databasen och startar överföringen. Överföringen anses då inte vara riktad till allmänheten på samma sätt som sändningar av ljudradio och television. Den omfattas därför inte av huvudregeln om radioprogram i 1 kap. 6 § YGL utan regleras av den s.k. databasregeln. Enligt denna regel gäller grundlagsskyddet för vissa massmedieföretag (en redaktion för en tryckt periodisk skrift eller för ett radioprogram, ett företag för yrkesmässig framställning av

tekniska upptagningar eller en nyhetsbyrå) som genom elektromagnetiska vågor på särskild begäran tillhandahåller allmänheten upplysningar direkt ur en databas. Regeln gäller numera även ett företag för yrkesmässig framställning av tryckta eller därmed enligt TF jämställda skrifter, exempelvis bokförlag och tryckerier. Vidare utvidgades regeln till att gälla även viss annan teknik (se 1 kap. 9 § första stycket punkterna 1 och 2). Det tillades också att samma regler skulle gälla även för annan som har utgivningsbevis för sin verksamhet. Vissa krav, såsom t.ex. krav på ansvarig utgivare och att verksamheten är ordnad på visst sätt, uppställs därvid för att utgivningsbevis skall beviljas. Denna typ av aktörer erbjuds alltså ett frivilligt grundlagsskydd.

Allt som publiceras i de medier som TF och YGL omfattar faller alltså inom vad som brukar benämnas grundlagens formella tillämpningsområde. Grundlagsskyddet innebär att ingripanden på grund av missbruk av tryck- och yttrandefriheten inte får göras utom i de fall som anges i TF eller YGL (exklusivitetsprincipen). Vad som är missbruk av tryck- och yttrandefriheten bestäms efter innebörden av och syftet med dessa friheter enligt 1 kap. 1 § första och andra styckena TF respektive YGL. Där anges att grundlagarna tillförsäkrar medborgarna rätt att i de skyddade medierna offentligen uttrycka tankar, åsikter och känslor och att i övrigt lämna uppgifter i vilket ämne som helst till säkrande av ett fritt meningsutbyte, en fri och allsidig upplysning och, enligt YGL, ett fritt konstnärligt skapande. Formuleringen av tryck- och yttrandefrihetens innebörd och syfte innebär att all användning av de grundlagsskyddade medierna inte omfattas av TF:s och YGL:s skydd som exklusiv straff- och processlag. Den användning som omfattas av detta skydd benämns det materiella tillämpningsområdet till skillnad från det formella tillämpningsområdet som alltså anger vilka medier som omfattas av grundlagarna med bortseende från innehållet. Den användning av de grundlagsskyddade medierna som faller inom det materiella tillämpningsområdet men som är otillåten upptas alltså som tryckfrihetsbrott i TF:s brottskatalog (till vilken YGL hänvisar). Övrig användning som faller inom det materiella tillämpningsområdet kan inte bestraffas. Beträffande den användning av de i och för sig grundlagsskyddade medierna som inte omfattas av det materiella tillämpningsområdet kan lagföring ske enligt vanlig lag.

Gränsen för det materiella tillämpningsområdet är inte helt klar och frågan har behandlats i flera sammanhang (se härom bl.a. i Mediegrundlagsberedningens betänkande Utvidgat grundlagsskydd

och andra frågor om tryck- och yttrandefrihet SOU 2001:28 s. 410 ff). 1944 års tryckfrihetssakkunniga framhöll att det är tryckfrihetens innebörd och syfte som måste vara avgörande för uppdelningen mellan tryckfrihetsbrott och brott som faller under allmän lag. De pekade på att TF inte tagit som sin uppgift att i alla avseenden reglera bruket av tryckta skrifter. Att använda trycket som ett medel i den enskilda näringsverksamhetens tjänst ansågs inte kräva grundlagsskydd, varför oredliga och illojala yttranden och meddelanden inte borde kriminaliseras som tryckfrihetsbrott. Som exempel på brott med hjälp av tryckt skrift som kan bestraffas enligt vanlig lag och som alltså inte faller under TF:s tillämpningsområde nämnde de sakkunniga bl.a. kränkningar av upphovsrätten, bedrägeri, oredligt förfarande, svindleri och förfalskning.

Bedrägliga förfaranden kan enligt vad som framgått ovan beivras utan stöd i TF även om de begåtts med hjälp av en framställning i tryckt skrift. Hans Gunnar Axberger har i sin avhandling Tryckfrihetens gränser (s. 52 f) formulerat detta undantag så att vilseledande eller eljest oredliga uppgifter i syfte att nå ekonomisk vinning eller skada annan ekonomiskt inte omfattas av TF:s skydd. Till denna grupp hör bedrägeribrotten, oredligt förfarande och svindleri. Även försök till sådana brott omfattas av undantaget. Axberger behandlar brottet svindleri något närmare och framhåller att det centrala i gärningsbeskrivningen är att man riktar sig till allmänheten varför det är uppenbart att brottet med fördel kan begås genom användandet av tryckt skrift. Han anför vidare:

”Frågan är i vilken utsträckning t.ex. en börskommentator i en tidning kan drabbas av ansvar för svindleri för att ha spritt vilseledande uppgifter av betydelse för värderingen av en viss aktie. Till utgångspunkt kan här tas den föreliggande kriminaliseringen i brottsbalken. Enligt denna krävs för ansvar direkt uppsåt att påverka pris etc. Här ligger i praktiken ett krav på att gärningen skall ha ett utpräglat ekonomiskt syfte. Med en sådan avgränsning synes även tryckfrihetsrättsliga intressen tillgodosedda; det kan inte anses interferera med TF:s syfte att ingripa mot medvetet vilseledande framställningar som sker med direkt uppsåt till ekonomisk påverkan av den art som stadgandet avser. Att däremot straffbelägga även ett indirekt eller eventuellt uppsåt härvidlag vore ur tryckfrihetsrättslig synvinkel definitivt värt de särskilda överväganden som skall göras vid instiftandet och beivrandet av tryckfrihetsbrott, eftersom detta skulle kunna beröra ekonomisk journalistik och ekonomisk debatt. Förmögenhetsbrottsundantagets krav på ekonomiskt syfte måste därför i tveksamma fall, för att kunna förenas med de intressen TF avser att tillvarata, förstås som ett krav på direkt uppsåt. Med en sådan avgränsning kan svindleriansvar aldrig drabba normal

journalistik, ekonomisk vetenskaplig debatt osv. utan endast den som använder tryckt skrift i de syften och på de sätt som anges i BrB:s nuvarande svindleribestämmelse. Delvis kommer det sagda i konflikt med principen att gränsen för TF:s tillämplighet inte skall dras med utgångspunkt i subjektiva omständigheter. Av hänsyn härtill kan vad ovan anförts sammanfattningsvis formuleras så att från TF:s tillämpningsområde bör i förevarande hänseende undantas endast handlingar med ett utpräglat ekonomiskt syfte, något som ju kan komma till uttryck i ett krav på direkt uppsåt härvidlag.”

Viktiga i TF och YGL är också principerna om ensamansvar och meddelarskydd. Principen om ensamansvar innebär att det är enbart en person av de ofta många personer som medverkat vid tillkomsten av en framställning med grundlagsskydd enligt TF och YGL som kan hållas straff- och skadeståndsrättsligt ansvarig för innehållet i en framställning. För tryckt periodisk skrift skall det finnas en ansvarig utgivare som i första hand är ansvarig. Uppdraget att vara utgivare innebär befogenhet att ha tillsyn över skriftens utgivning och bestämma över dess innehåll så att inget får införas mot utgivarens vilja (5 kap. 3 § TF). Inskränkningar i den befogenheten är utan verkan. Detsamma gäller beträffande utgivare av radioprogram och tekniska upptagningar (4 kap. 2 § YGL). Med meddelarskydd menas rätten för bl.a. författare och annan upphovsman att vara anonym när han lämnar uppgift eller bidrag för offentliggörande samt förbudet för bl.a. myndigheter att efterforska denna persons identitet.

Envars rätt att straffritt lämna uppgifter i vilket ämne som helst för offentliggörande (meddelarfrihet) och envars rätt att straffritt anskaffa uppgifter i sådant syfte (anskaffarfrihet) framgår av 1 kap. 1 § tredje och fjärde styckena TF och 1 kap. 2 § YGL. Vissa undantag finns från dessa principer när det gäller bl.a. vissa grövre brott mot rikets säkerhet och uppsåtligt oriktigt utlämnande av hemlig handling (7 kap 3 § TF och 5 kap. 3 § YGL).

### 11.3.3 Självreglering inom press, radio och TV

#### *Pressetiska regler m.m.*

All publicering som sker i periodisk skrift kan prövas av Allmänhetens Pressombudsman (PO) och Pressens Opinionsnämnd (PON). Även ärenden rörande vissa internetpubliceringar prövas. Prövningen sker mot bakgrund av ”Spelregler för press, radio och TV”, utgivna

av Pressens Samarbetsnämnd. Reglerna är uppdelade i två avdelningar, Publicitetsregler och Yrkesregler, och syftar bl.a. till att skydda enskilda mot oförskyllt lidande genom publicitet. Bakom reglerna står pressens huvudorganisationer Publicistklubben, Svenska Journalistförbundet, Svenska Tidningsutgivarföreningen och Sveriges Tidskrifter. Sveriges Radio AB, Sveriges Television AB och Utbildningsradion AB har beslutat att reglerna skall gälla i den utsträckning som de kan tillämpas med hänsyn till radio- och TV-lagen och programföretagens tillstånd från staten. Radioutgivarföreningen har i tillämpliga delar anslutit sig till reglerna Sändningar i radio och TV kan inte bli föremål för prövning av PO eller PON.

Det anges i inledningen till reglerna att etiken inte i första hand tar sig uttryck i en formell regeltillämpning utan i en ansvarig hållning inför den publicistiska uppgiften och att de etiska reglerna för press, radio och TV skall vara ett stöd för den hållningen. Reglerna innehåller bestämmelser om att ge korrekta nyheter, vara generös med bemötanden, respektera den personliga integriteten, vara varsam med bilder, höra båda sidor och vara försiktig med namn. Den första avdelningen upptar Publicitetsregler och anger i punkt 2 följande. "Var kritisk mot nyhetskällorna. Kontrollera sakuppgifter så noggrant som omständigheterna medger, även om de tidigare har publicerats. Ge läsaren/mottagaren möjlighet att skilja mellan fakta-redovisning och kommentarer." I den andra avdelningen, Yrkesregler, anges i punkten 3: "Använd inte din ställning som journalist, eller presskortet, till att utöva påtryckning för egen eller andras vinning eller till att skaffa privata förmåner." I punkten 4 sägs: "Utnyttja inte för egen eller andras vinning opublicerade nyheter beträffande ekonomiska förhållanden eller åtgärder hos stat, kommuner, organisationer, företag eller enskilda." I punkten 12 sägs: "Ange källan när en framställning huvudsakligen bygger på annans sakuppgifter."

Vid sidan av de pressetiska reglerna har flera större medieföretag regler som behandlar frågan om journalisters aktieinnehav och intressekonflikter när det gäller ekonomisk journalistik. Reglerna innehåller krav på att den enskilda journalisten skall skriftligen redovisa sina innehav av aktier och andra värdepapper till en överordnad person, t.ex. chefredaktören eller chefen för ekonomiredaktionen. Även förändringar i innehavet skall anmälas. Hos Dagens Nyheter finns en grundregel som innebär att ingen journalist som skriver på tidningens ekonomisidor skall skriva om företag som han eller hon själv äger aktier i. I Dagens Industris policy för värdepappersinnehav

anges att en medarbetare inte får göra affärer i ett börsbolag som han skriver en artikel om förrän artikeln har publicerats.

### *PO och PON*

PO har enligt instruktionen till uppgift att råda och bistå enskilda som känner sig förfördelade av publicitet i periodisk skrift och internetpubliceringar, att på eget initiativ eller efter anmälan undersöka avvikelser från god publicistisk sed och eventuellt hänskjuta sådana ärenden till PON för avgörande, samt genom opinionsbildning verka för god publicistisk sed. Vid avgörande huruvida ett ärende skall hänskjutas till PON skall PO grunda sin bedömning på bl.a. om det finns skälig grund för anmälan och om det rör sig om en relativt aktuell artikel. Hänsyn kan också tas till om tillfredsställande rättelse eller genmäle publicerats. Om det inte finns skäl att hänskjuta frågan till PON skall PO avskriva ärendet.

PON består av en ordförande, tre vice ordförande samt fjorton ledamöter bestående av representanter för pressen huvudorganisationer och representanter för allmänheten. Ordföranden och vice ordförandena bör vara jurister med erfarenhet som ordinarie domare. Nämnden tar upp ärenden efter anmälan av PO eller efter att ett ärende hänskjutits från denne. En anmälan som getts in till PO men som av denne lämnats utan åtgärd kan hänskjutas till nämnden av anmälaren själv under förutsättning att saken rör honom eller henne. Vissa begränsningar finns när det gäller prövningen av anmälningar från företag, organisationer och myndigheter. Nämnden avger opinionsuttalanden som är offentliga. När nämnden klandrar en tidning erläggs en expeditionsavgift som uppgår till mellan 10 000 och 25 000 kronor beroende på upplagens storlek. Avgiften utgör ett bidrag till att täcka kostnaderna för PO:s och PON:s verksamhet.

### *Granskningsnämnden för radio och TV*

Enligt 9 kap. 2 § radio och TV-lagen skall Granskningsnämnden för radio och TV genom granskning i efterhand övervaka om sända program står i överensstämmelse med radio- och TV-lagen och de villkor som kan gälla för sändningarna. Nämnden kan endast granska svenska programföretag. Dess övervakning omfattar Sveriges Tele-



vision AB, Sveriges Radio AB, TV 4 AB, digital-TV-sändningar, sändningar i när- och lokalradio samt svensk kabel- och satellit-TV. För sändningar med tillstånd av regeringen, dvs. bl.a. sändningar från Sveriges Television AB, Sveriges Radio AB och TV 4 AB, gäller enligt 3 kap. 1 § radio- och TV-lagen att sändningstillstånden får förenas med villkor som innebär att sändningsrätten skall utövas opartiskt och sakligt och med beaktande av att en vidsträckt yttrandefrihet och informationsfrihet skall råda i ljudradion och televisionen. Villkor för sändningstillstånden får även avse t.ex. skyldighet att ta hänsyn till ljudradions och televisionens särskilda genomslagskraft, att beriktiga felaktiga uppgifter, att sända genmälen och att i programverksamheten respektera den enskildes privatliv (3 kap. 2 § radio- och TV-lagen). I 6 kap. finns bestämmelser om sändningars innehåll och i 7 kap. finns regler om reklam och annan annonsering. Om nämnden faller ett programföretag för brott mot uppställda tillståndsvillkor kan nämnden förelägga den som fälls att offentliggöra beslutet.

## **11.4 Överväganden**

### **11.4.1 Inledning**

Frågan om hur artikel 6.5 i marknadsmissbruksdirektivet och bestämmelserna i genomförandedirektivet skall införlivas i den svenska lagstiftningen har gett upphov till olika överväganden. Direktivets bestämmelser är inte helt klara när det gäller tolkningen av vilken typ av analyser eller rekommendationer som skall utarbetas eller spridas för att reglerna i genomförandedirektivet skall blir tillämpliga. Frågan är vidare var bestämmelser som reglerar frågorna skall finnas i lagstiftningen för att bli tillämpliga för hela den personkrets som enligt direktiven skall omfattas av bestämmelserna. Slutligen är frågan hur direktivets bestämmelser förhåller sig till tryck- och yttrandefriheten så som den kommer till uttryck i TF och YGL.

### **11.4.2 Något om tillämpningsområdet enligt direktivet**

Artikel 6.5 innehåller en skyldighet för medlemsstaterna att se till att det finns ett lämpligt regelverk för att säkerställa att personer som tar fram eller sprider analyser om finansiella instrument eller emittenter av finansiella instrument och personer som tar fram eller

sprider information med rekommendationer eller förslag om investeringsstrategi avsedd för distributionskanaler eller för allmänheten vidtar rimliga försiktighetsmått för att säkerställa att informationen presenteras sakligt och att intressen i aktuella finansiella instrument eller intressekonflikter i förhållande till dessa anges. I genomförandedirektivet definieras dels personkretsen, de relevanta personerna, dels innebörden av begreppet rekommendation.

Lydelsen i artikel 6.5 är inte helt klar när det gäller frågan om förutsättningarna för att en analys skall omfattas av direktivets bestämmelser. Vid en läsning av artikeln tillsammans med artikel 1.3 i genomförandedirektivet och ingressats 3 i det direktivet får det dock anses framgå att en förutsättning för att en analys skall falla inom tillämpningsområdet för artikel 6.5 och genomförandedirektivet är att den är avsedd för distributionskanaler eller allmänheten.

Begreppet rekommendationer definieras som analyser eller annan information med direkta eller indirekta rekommendationer eller förslag om investeringsstrategier. Detta föranleder ytterligare en fråga när det gäller begreppet analyser, nämligen vad som innehållsmässigt skall krävas för att en analys skall omfattas av definitionen. Enligt utredningens uppfattning bör definitionen förstås så att enbart analyser som innehåller någon form av investeringsrekommendation, antingen direkt eller indirekt, skall omfattas av bestämmelserna. Andra analyser omfattas inte. Nästa fråga är vad som skall krävas för att en analys eller annan information skall anses innefatta en indirekt investeringsrekommendation. Enligt ingressats 2 avses med direkta rekommendationer sådana som ”köp”, ”behåll” eller ”sälj”. En indirekt rekommendation kan göras genom en hänvisning till riktkurs eller på annat sätt. Enligt utredningens uppfattning bör en tolkning av vad som skall anses utgöra en indirekt rekommendation göras relativt snäv för att det område som direktivets regler skall tillämpas på skall bli tillräckligt tydligt avgränsat. Det skall vara frågan om så pass tydliga hänvisningar till konkreta faktorer som gör att en person i allmänhet måste uppfatta informationen som en rekommendation.

### 11.4.3 Direktivets genomförande i svensk rätt

**Förslag:** Informationsskyldigheten för den som utarbetar eller sprider information med investeringsrekommendationer regleras i lagen om handel med finansiella instrument. En sådan bestämmelse skall inte tillämpas i den utsträckning det skulle strida mot TF eller YGL. Närmare föreskrifter om innehållet i den information som skall lämnas meddelas i förordning eller genom föreskrifter som utfärdas av Finansinspektionen. Inspektionen kan ingripa mot överträdelser av bestämmelserna genom rättelseföreläggande vid vite.

#### *Den lagtekniska lösningen*

Den personkrets som genomförandedirektivets bestämmelser omfattar är fysiska och juridiska personer som tar fram eller sprider rekommendationer som ett led i sin yrkesutövning eller affärsverksamhet. Personer som på sin fritid ägnar sig åt att sprida råd om investeringar t.ex. via Internet omfattas alltså inte av direktivet i denna del.<sup>1</sup> Direktivet omfattar emellertid både personer som står under Finansinspektionens tillsyn och personer – fysiska eller juridiska – som inte står under tillsyn.

När det gäller frågan hur de krav som direktivet ställer förhåller sig till nuvarande regler kan konstateras att lagarna på värdepappersområdet enbart innehåller övergripande bestämmelser om krav på sundhet i verksamheten samt bestämmelser som avser informationskravet och intressekonflikter i relationen mellan en enskild kund och värdepappersinstitutet. Mer utförliga regler som tar sikte på analytikens rekommendationer finns i Svenska Fondhandlareföreningens riktlinjer som redovisats i det föregående. De krav som där ställs på medlemmarna överensstämmer till viss del med de krav som genomförandebestämmelserna uppställer. Reglerna skulle dock behöva kompletteras i flera avseende för att anses som tillräckliga. Vidare är de bara riktade till föreningens medlemmar och till medlemmar i andra organisationer som anslutit sig till samma riktlinjer.

Syftet med artikel 6.5 och de därtill hörande genomförandebestämmelserna är som nämnts ovan inte att reglera utarbetandet eller spridningen av finansiella rekommendationer i allmänhet utan

<sup>1</sup> Däremot kan en sådan person naturligtvis göra sig skyldig till otillbörlig marknadspåverkan genom att sprida felaktiga eller missvisande uppgifter.

att minimera spridningen av falsk eller vilseledande information som en form av marknadsmissbruk. Det är frågan om detaljerade bestämmelser som riktar sig till var och en som yrkesmässigt lämnar rekommendationer med förslag till investeringsstrategier avsedda för allmänheten.

Utredningen har övervägt olika lösningar när det gäller frågan om var de regler som direktiven aktualiserar skall tas in. En lösning som innebär att frågan regleras i en ny lag skulle i och för sig vara tänkbar. En sådan lag skulle kunna utformas på motsvarande sätt som lagen (2003:862) om finansiell rådgivning till konsumenter, dvs. med lagregler av generell karaktär och detaljföreskrifter i förordningsform eller genom föreskrifter. Vid bedömningen av om detta är en lämplig lösning bör dock beaktas de nya reglerna i Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument. Direktivet innebär bl.a. att investeringsrådgivning till skillnad från i dag skall vara en självständig finansiell verksamhet och att investeringsrådgivare måste auktoriseras och följa förpliktelserna i direktivet. Vidare finns regler om tillhandahållande av finansiell analys och forskning till kunder eller allmänheten. Direktivet berör således frågor om verksamhet som innefattar finansieringsrådgivning och finansiell analys, och frågan om informationsskyldighet i samband med investeringsrekommendationer som riktas till allmänheten kan i samband med genomförandet av direktivet komma att sättas in i ett annat sammanhang. Utredningen anser därför att en lösning med en ny lag i nuläget är olämplig.

Marknadsmissbruksdirektivets bestämmelser riktar sig som nämnts ovan både till personer som står under Finansinspektionens tillsyn, t.ex. värdepappersföretag och banker, och till andra personer. En lösning som innebär att frågan regleras i lagen om värdepappersrörelse har den nackdelen att den inte skulle träffa hela den personkrets som direktivet omfattar. Den lagen gäller just värdepappersrörelse och tillstånd att driva värdepappersrörelser ges till värdepappersinstitut vilket är bl.a. svenska aktiebolag och svenska banker.

Utredningen har stannat för att föreslå att frågan om informationsplikt i samband med investeringsrådgivning riktad till allmänheten tills vidare regleras genom en ny bestämmelse i lagen om handel med finansiella instrument. Den lagens tillämpningsområde är inte begränsat till institut som står under Finansinspektionens tillsyn. Inspektionens tillsyn enligt lagen skall visserligen i första hand riktas mot de företag som har tillstånd att bedriva värde-

pappersrörelse, men även företag och fysiska personer som inte är föremål för tillsyn och som bryter mot bestämmelserna i lagen kan bli föremål för ingripande enligt lagen (prop. 1990/91:142 s. 150). En bestämmelse om vilken information som skall lämnas av den som yrkesmässigt utarbetar eller sprider information med direkta eller indirekta rekommendationer om finansiella instrument bör vara allmänt utformad. Närmare bestämmelser i enlighet med genomförandedirektivets innehåll bör ges i förordningsform eller genom föreskrifter som Finansinspektionen utfärdar.

Ingripande mot den som inte följer lagens bestämmelse eller föreskrifter som lämnats med stöd av bestämmelsen bör ske i enlighet med vad som gäller för ingripande på grund av andra överträdelser av bestämmelser i lagen om handel med finansiella instrument. Inspektionen skall således ha möjlighet att förelägga någon som bedriver den typ av verksamhet som bestämmelsen avser att vidta rättelse och ett sådant föreläggande skall kunna förenas med vite.

#### *Förhållandet till tryck- och yttrandefriheten*

Var och en som yttrar sig i ett grundlagsskyddat medium står under TF:s eller YGL:s skydd. Reglerna innebär alltså att information med investeringsrekommendationer som publiceras i tryckt skrift eller i något medium som faller inom YGL:s tillämpningsområde skyddas av grundlagarna. Detta gäller oavsett vem det är som står bakom rekommendationen, dvs. om det är en journalist eller t.ex. en bank eller ett värdepappersbolag som lämnar rekommendationer avsedda för allmänheten i denna form. När det gäller rekommendationer som hålls tillgängliga på Internet, t.ex. genom att värdepappersbolag eller banker lägger ut finansiella analyser och investeringsrekommendationer på sin hemsida är grundlagens tillämplighet beroende av om verksamheten har grundlagsskydd enligt databasregeln i 1 kap. 9 § YGL. Eftersom värdepappersbolag och banker inte är sådana medieföretag som har direkt grundlagsskydd enligt YGL blir det avgörande om de har ansökt om och fått utgivningsbevis och därmed fått ett grundlagsskydd.

Som framgått ovan innebär grundlagsskyddet att ingripanden på grund av missbruk av tryck- och yttrandefriheten får göras bara i de fall som anges i TF eller YGL. Det är emellertid bara en användning av de grundlagsskyddade medierna som innebär missbruk av tryck- och yttrandefriheten som faller inom det materiella tillämpnings-

området och därför omfattas av skyddet. Gränsen för det materiella tillämpningsområdet är inte helt klar men uppsåtliga brott som bedrägeri och svindleri som begås genom ett användande av ett grundlagsskyddat medium anses falla utanför det materiella tillämpningsområdet. En journalist som gör sig skyldig till svindleri genom att sprida vilseledande information i sådana frågor som nu är aktuella kan alltså straffas enligt vanlig lag om förutsättningarna härför är uppfyllda. Detsamma torde enligt utredningens mening gälla om en journalist avsiktligt gör sig skyldig till otillbörlig marknadspåverkan.

Regler med det innehåll som artikel 6.5 och genomförandedirektivet föreskriver är till sitt innehåll sådana att de kommer i konflikt med tryck- och yttrandefriheten enligt TF och YGL. Bestämmelser om skyldighet för författaren till en rekommendation att uppge sitt namn (artikel 2 i genomförandedirektivet) skulle strida mot rätten i 3 kap. TF för författare att vara anonyma. Bestämmelser om att vissa uppgifter skall publiceras i anslutning till en rekommendation för att säkerställa att rekommendationen är rättvisande och saklig inkräktar på en ansvarig utgivares befogenhet att själv avgöra vad en skrift eller en framställning skall innehålla. Resonemanget blir detsamma när det gäller krav på att vissa uppgifter om värdepappersinnehav och intressekonflikter skall offentliggöras.

I artiklarna 2, 3 och 5 i genomförandedirektivet sägs att bestämmelserna inte skall tillämpas för journalister i den mån de omfattas av en likvärdig lämplig självreglering som uppnår liknande effekter. I avsnitt 11.3.3 har redovisats den självreglering som för närvarande finns i form av etiska regler för press, radio och TV samt några exempel på regler för hantering av intressekonflikter som finns inom olika medieföretag. Vidare har redovisats något om den granskning som PO och PON kan göra och på vilket sätt en tidning eller en tidskrift kan klandras. Slutligen har redovisats också den övervakning av radio- och TV-program som Granskningsnämnden utför.

De pressetiska reglerna innefattar till viss del de krav på information som genomförandebestämmelserna ställer upp. Kraven i artikel 3 på att fakta skall skiljas från upplysningar som inte är faktabaserade berörs i punkten 2 i de pressetiska reglerna där det sägs att läsaren skall ges möjlighet att skilja på faktaredovisning och kommentarer. Vidare kan innehållet i punkterna 3 och 4 i yrkesreglerna till viss del sägas motsvara de krav på offentliggörande av alla omständigheter som kan påverka rekommendationers objektivitet som uppställs i artikel 5. Generellt kan emellertid sägas att genomförande-

bestämmelsernas krav är betydligt mer långtgående och detaljerade än de mer allmänt hållna regler som finns intagna i publicitets- och yrkesreglerna.

Utredningen har under utredningstiden sammanträffat med representanter för pressens huvudorganisationer, dvs. de organisationer som står bakom de etiska reglerna för press, radio och TV. Syftet med sammanträffandet var att informera om de krav som marknadsmissbruksdirektivet och tillhörande genomförandedirektiv ställer på den aktuella typen av informationsspridning samt att undersöka i vilken omfattning det inom pressorganisationerna skulle kunna inledas en diskussion om att komplettera de etiska reglerna i någon omfattning. Samtliga organisationer har emellertid ställt sig avvisande till att vidta några ändringar med anledning av direktivets innehåll. Man har ansett det av principiella skäl uteslutet att pressen vid sin självreglering skulle ta intryck av synpunkter eller önskemål från t.ex. statens sida. Man har också hänvisat till att berörda tidningar redan har interna uppförandekoder som svarar mot vissa delar av direktivets krav och att det finns en aktiv diskussion och medvetenhet om dessa frågor på redaktionerna.

Den självreglering som finns berör visserligen en del av de frågor som genomförandedirektivet behandlar men är inte tillräckligt omfattande och detaljerad för att uppfylla kravet på en likvärdig självreglering med liknande effekter som genomförandedirektivets. Det hade naturligtvis varit önskvärt om så vore fallet eftersom den konflikt mellan tryck- och yttrandefriheten och direktivets bestämmelser som uppkommer är som mest uttalad när det gäller information som utarbetas och sprids av journalister genom medierna. Faktum kvarstår dock att tryck- och yttrandefriheten gäller var och en som yttrar sig genom grundlagsskyddade medier. Det hade alltså inte varit tillräckligt med ett undantag för just journalisters verksamhet i den bestämmelse som utredningen nu föreslår. Utredningen hade ändå behövt ta ställning till hur konflikten mellan direktivets bestämmelser och tryck- och yttrandefriheten skall hanteras. Konflikten hade dock i praktiken blivit betydligt mindre.

Trots att det kan bli svårare för Sverige att i olika internationella sammanhang i alla avseenden få acceptans för vår lagstiftnings starka skydd för tryck- och yttrandefriheten, om inte mediernas självreglering är rimligt anpassad till samhällsutvecklingen i övrigt, anser utredningen att det i första hand bör övervägas om bestämmelsen i artikel 6.5 i marknadsmissbruksdirektivet och tillhörande genom-

förändradirektiv kan införlivas utan att grundlagsändringar behöver göras.

I marknadsmissbruksdirektivet anges i ingressats 44 att direktivet inte hindrar medlemsstaterna från att tillämpa sina konstitutionella bestämmelser om pressfrihet och yttrandefrihet i medierna. Uttalandet upprepas i ingressats 11 till genomförandedirektivet. Utredningens uppfattning är att dessa uttalanden bör tolkas så att direktivet ger utrymme för en avvägning mellan å ena sidan intresset av att garantera finansmarknadernas integritet och investerarnas förtroende och å andra sidan det grundlagsskyddade yttrandefrihetsintresset. I detta sammanhang vill utredningen hänvisa till de resonemang som ligger bakom bestämmelsen i 7 § personuppgiftslagen (1998:204) som innebär att den lagen inte tillämpas i den mån det skulle strida mot bestämmelser om tryck- och yttrandefrihet. I det lagstiftningsärendet, som bl.a. gällde genomförandet av Europaparlamentets och rådets direktiv 95/46/EG av den 24 oktober 1995 om skydd för enskilda personer med avseende på behandling av personuppgifter och om det fria flödet av sådana uppgifter, var det frågan om en avvägning mellan å ena sidan integritetsskyddsintressen och å andra sidan yttrandefrihetsintressen. Både regering och riksdag ansåg att det fanns stöd i direktivet för att låta TF och YGL gälla oförändrade. Konstitutionsutskottet uttalade bl.a. att TF och YGL innehåller bestämmelser om rättsliga principer som är av väsentlig betydelse för det svenska statsskicket.

Utredningen anser inte att de intressen som direktivets bestämmelser är avsedda att skydda har sådan tyngd att de bör föranleda grundlagsändringar. Utredningen anser också att det är möjligt att med stöd av innehållet i de redovisade ingressatserna genomföra bestämmelserna i artikel 6.5 i marknadsmissbruksdirektivet samt bestämmelserna i genomförandedirektivet utan att samtidigt föreslå ändringar i TF och YGL.

Bestämmelser i vanlig lag kan inte ta över bestämmelser i grundlag. Utredningens uppfattning är dock att, på samma sätt som gäller beträffande 7 § personuppgiftslagen, lagtexten i syfte att klargöra och underlätta tillämpningen bör innehålla en uttrycklig erinran om att bestämmelsen inte skall tillämpas om en sådan tillämpning skulle strida mot bestämmelserna om tryck- och yttrandefrihet i TF eller YGL.



## 12 Anmälningsskyldighet

Enligt artikel 6.4 i marknadsmissbruksdirektivet skall personer i ledande ställning hos en emittent av finansiella instrument, och vissa närstående till dem, anmäla sina transaktioner med emittentens aktier eller andra finansiella instrument, som är kopplade till aktierna. Medlemsstaterna skall enligt artikeln också se till att allmänheten får tillgång till information om de anmälda transaktionerna. Genomförandeåtgärder har antagits av kommissionen genom direktivet 2004/72/EG.

Motsvarande regler finns i lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

### 12.1 Anmälningsskyldigheten enligt direktivet

#### *Personer som omfattas*

Enligt marknadsmissbruksdirektivet omfattar anmälningsskyldigheten personer i ledande ställning. En närmare beskrivning av vilka befattningshavare som avses finns i artikel 1 i genomförandedirektivet. Enligt punkt 1 a är det fråga om fysiska personer som är "medlemmar av emittentens administrations-, lednings- eller kontrollorgan", vilket i sammanhanget får anses syfta på ett aktiebolags ledning, dvs. styrelse och verkställande direktör, samt bolagets revisor (se 8 och 10 kap. aktiebolagslagen) och motsvarande befattningshavare hos andra emittenter än aktiebolag. Dessa personer omfattas i dag av anmälningsskyldigheten i 3 § 1–3 lagen om anmälningsskyldighet.

Enligt punkt 1 b i samma artikel skall även ledande befattningshavare utanför gruppen i punkt a vara skyldiga att anmäla sina innehav om de har regelbunden tillgång till insiderinformation och befogenhet att fatta beslut på ledningsnivå som påverkar emittentens framtida utveckling och affärsutsikter. Den svenska regeln för mot-

svarande befattningshavare, 3 § 5 lagen om anmälningsskyldighet, ställer inget krav på att personen ifråga har en viss befogenhet att fatta beslut. Det innebär att gruppen ledande befattningshavare som omfattas av anmälningsskyldigheten enligt de nuvarande reglerna är en något vidare krets och det behövs därför ingen ändring för att genomföra direktivet.

Vilka som anses vara närstående till personer med ledande ställning definieras i artikel 1.2 i genomförandedirektivet. Enligt punkterna a–c är det maka, make eller partner som enligt nationell lagstiftning likställs med maka eller make, barn som personen i fråga har vårdnaden om och andra släktingar som delar samma hushåll sedan minst ett år. Närstående är, enligt punkt d, även vissa juridiska personer och bolag som personen i ledande ställning leder eller som den personen eller dennes närstående kontrollerar.

Enligt 5 § lagen om anmälningsskyldighet skall aktier i ett aktie-marknadsbolag likställas med den anmälningsskyldiges egna om de ägs av make eller sambo, omyndiga barn under den anmälningsskyldiges vårdnad eller en juridisk person som den anmälningsskyldige har ett väsentligt inflytande över och själv eller tillsammans med närstående har en viss andel av. Det innebär att den närstående inte själv är anmälningsskyldig för sina innehav, utan insynspersonen är anmälningsskyldig för den närståendes innehav.

De personer som räknas upp i artikel 1.2 i genomförandedirektivet överensstämmer i stort sett med närståendekretsen enligt 5 § lagen om anmälningsskyldighet. Andra släktingar som delar samma hushåll omfattas dock inte av den svenska närståendekretsen. Den svenska kretsen måste alltså utvidgas något.

I genomförandedirektivet finns inget krav på att anmälan sker direkt av de närstående själva. Ett sådant krav fanns i ett förslag från kommissionen men togs bort, och artikeln kräver numera endast att även de närståendes affärer anmäls. De svenska bestämmelserna som innebär att anmälningsskyldigheten åvilar insynspersonen och inte direkt de närstående är således förenliga med direktivet, och de är enligt utredningens åsikt också lämpligare än en anmälningsskyldighet för närstående.

*Undantagen för små transaktioner m.m.*

I artikel 6.2 i genomförandedirektivet ges en möjlighet för medlemsstaterna att inte kräva några anmälningar, om summan av insynspersonens och hans eller hennes närståendes transaktioner under ett år inte uppgår till 5 000 euro. I 4 § andra stycket i den svenska lagen finns två undantag som är av samma karaktär och ligger på ungefär samma nivå men ändå inte är direktivkonforma. Utredningen har gjort bedömningen att dessa undantag inte har någon betydelse i praktiken och föreslår därför att de tas bort. Dock bör det finnas ett undantag för finansiella instrument som förfaller värdelösa.

*Vad en anmälan skall innehålla och tidsfristen*

I artikel 6.3 i genomförandedirektivet finns bestämmelser om vad en anmälan om innehav och förändringar i innehavet skall innehålla samt när anmälan skall ske. Reglerna om vad en anmälan skall innehålla motsvaras av 1 § insiderförordningen (2000:1101) utom vad gäller var transaktionen genomförts (punkt f) och till vilket pris (punkt g). Insiderförordningen bör därför kompletteras med sådana bestämmelser.

Enligt artikel 6.1 i genomförandedirektivet skall anmälan göras inom fem arbetsdagar räknat från transaktionsdatum. Enligt 6 § 3 lagen om anmälningsskyldighet skall en anmälan ha kommit in till Finansinspektionen senast fem dagar efter det att den anmälningskyldige förvärvat eller avyttrat aktier i bolaget eller annan förändring skett av aktieinnehavet. Även om den svenska lagtexten synes överensstämma med genomförandedirektivet har det i förarbetena till den svenska bestämmelsen uttalats att de fem dagarna skall räknas från den tidpunkt då äganderätten till aktien eller instrumentet övergår. Av förarbetsuttalandena framgår att det är den sakrättsliga äganderättsövergången som avses (prop. 1999/2000:109 s. 58), som beträffande aktier anses ske vid registrering av överlåtelsen (se 6 kap. lagen [1998:1479] om kontoföring av finansiella instrument) eller, om aktierna finns i depå, vid underrättelse till förvaltaren (se 2 kap. 10 § tredje stycket samma lag). För att vara förenlig med direktivet måste den svenska bestämmelsen därför ändras så att tidsfristen räknas från transaktionsdagen vid förvärv och avyttringar som görs av insynspersoner.

Direktivet anger inte någon egen tidsfrist för anmälan av förvärv eller avyttring som görs av någon av insynspersonens närstående. Förklaringen är sannolikt att man ännu i ett sent skede av arbetet med direktivet räknade med att anmälningsskyldigheten för sådana affärer skulle ligga på den närstående. Det skulle enligt utredningens mening inte vara rimligt att ställa ett – med avgiftshot förstärkt – krav på insynspersonen att inom fem dagar anmäla affärer som han eller hon kanske inte har någon som helst kännedom om. Utredningen föreslår därför att nuvarande regel i 6 § 3 behålls.

## 12.2 Några övriga frågor

I utredningens uppdrag ingår att göra en allmän översyn av lagen om anmälningsskyldighet. Utredningen tar i det följande upp några särskilda frågor som visat sig svårbedömda i praktiken.

### 12.2.1 Korttidshandelsförbudet

För de personer som har insynsställning enligt 3 § första stycket 1–3 och deras närstående gäller också ett s.k. korttidshandelsförbud. Om en sådan person förvärvar aktier i bolaget, får aktier av samma slag upp till motsvarande antal inte avyttras mot vederlag tidigare än tre månader efter förvärvet (15 §). Några motsvarande bestämmelser finns inte i marknadsmissbruksdirektivet.

Vissa undantag från korttidshandelsförbudet finns angivna direkt i lagen, och härutöver kan Finansinspektionen meddela dispens (16 §).

Korttidshandelsförbudet har allmänt uppfattats som svårtolkat och samtidigt relativt lätt att kringgå. En rad tolkningsproblem har uppstått. Som exempel kan nämnas situationen när aktier köpts in i flera omgångar varefter en del av aktierna avyttrats inom tre månader från det senaste förvärvet. Det har då rått osäkerhet om man skall tillämpa principen först in först ut eller sist in först ut (se Kammarrättens i Stockholm dom 2004-03-26 i mål nr 2135-03). Korttidshandelsförbudet innebär inte heller ett konsekvent förbud mot att på kort tid tillgodogöra sig vinster. Blankningsaffärer där samma aktier återköps inom tre månader från försäljningen är till exempel tillåtna förutsatt att de sålda aktierna lånats in tidigare än tre månader. Detta trots att det inte är kursen vid lånetillfället som avgör om den

som blankar gör vinst eller förlust utan aktiekursen vid den tidpunkt han köper in aktier för att återbetala aktielånet.

Korttidshandelsförbudet är alltså inte särskilt lättillämpat, och som nyss nämnts innehåller marknadsmissbruksdirektivet inte några regler motsvarande det svenska förbudet. Utredningen redovisar vidare i avsnitt 8 två viktiga preventiva och utredningsunderlättande bestämmelser som bör verka avhållande från insiderhandel. Frågan är mot denna bakgrund om korttidshandelsförbudet bör upprätthållas.

Det uppfattas ofta som mycket positivt att ledande befattningshavare i ett aktiebolag markerar sitt förtroende för bolaget genom att köpa dess aktier. Och naturligtvis måste också en sådan person någon gång kunna avyttra sina aktier. Likaså är det förvisso en viktig signal till marknaden när personer med insynsställning köper eller säljer bolagets aktier. Enligt utredningens mening måste man dock sätta frågetecken inför situationer där personer med insynsställning regelbundet köper och säljer bolagets aktier som ett led i en förmögenhetsförvaltning; i en mer vidsträckt bemärkelse är det i sådana fall fråga om en kontinuerlig insiderhandel som kan skada förtroendet för värdepappersmarknaden. En inskränkning i ledande befattningshavares möjligheter att handla med bolagets aktier bör därför behållas.

En ny bestämmelse bör dock utformas, som är effektivare och lättare att tillämpa. Ett alternativ till dagens korttidshandelsförbud är ett mer generellt förbud att handla med bolagets aktier under vissa perioder. En naturlig utgångspunkt för en sådan regel är bolagens rapporteringstillfällen. Utredningen föreslår att de personer som i dag omfattas av korttidshandelsförbudet i stället skall vara förbjudna att handla med bolagets aktier under en månad före offentliggörandet av varje rapport. En sådan regel är avsevärt enklare att tillämpa och leva efter än dagens korttidshandelsförbud, samtidigt som den tar bort ledande befattningshavares möjligheter till affärer med aktier i bolaget under de perioder då dessa typiskt sett kan ha tillgång till insiderinformation.

Samma begränsning som för ledande befattningshavare bör gälla för aktiemarknadsbolags handel med egna aktier.

Liksom dagens korttidshandelsförbud måste vissa transaktioner undantas från tillämpning av den nya regeln. Det måste vara tillåtet att t.ex. avyttra aktier enligt villkoren i ett offentligt erbjudande och att avyttra tilldelade emissionsrätter. Likaså måste Finansinspek-

tionen kunna ge dispens för t.ex. sådana situationer där någon av viktiga skäl behöver det kapital som är placerat i aktierna.

### 12.2.2 Förenkling av anmälningsskyldigheten

#### *Aktielån och blankning*

Vid ett aktielån enligt standardvillkoren (dvs. som överensstämmer med Svenska Fondhandlareföreningens Ramavtal för värdepapperslån, kund respektive interbank, 990929) övergår äganderätten på de utlånade värdepapperen från utlånan till låntagaren. Värdepapperen registreras ut från utlånanens vp-konto och in på låntagarens. Ett värdepapperslån utgör en försträckning; utlånan har en fordran på låntagaren på ett visst antal aktier. Fordran förfaller i enlighet med villkoren för lånet. När fordran förfallit måste låntagaren lämna tillbaka ett visst antal aktier – inte just de aktier han en gång lånade. Frågan är om den förändring i innehavet som ett aktielån utgör skall anmälas eller inte. För utlånan, vars aktier bytts ut mot en fordran på samma aktier, kan lånet närmast betraktas som ett alternativt sätt att behålla sina aktier. I ekonomiskt hänseende befinner han sig i samma situation som om han hade haft aktierna kvar, förutom att han fått ersättning (motsvarande ränta) för utlåningen. Går kursen på aktierna upp eller ner ökar eller minskar värdet på hans tillgångar i motsvarande mån. Det är först när lånet förfallit och utlånan har fått tillbaka sina aktier som han kan sälja dem och därmed realisera värdeförändringen. Inte heller för låntagaren innebär själva lånet någon förändring av värdet på hans tillgångar, värdet av de inlånade aktierna motsvaras värdet på aktieskulden. Om låntagaren säljer de inlånade aktierna (blankar) är det inte kursen vid lånetillfället som avgör om han gör vinst eller förlust utan aktiekursen vid den tidpunkt han köper in aktier för att återbetala aktielånet. Att en äganderättsförändring sker vid utlåningen har ingen betydelse för utlånanens eller låntagarens vinst eller förlust utan detta avgörs av om kursen vid köptillfället är högre eller lägre än kursen vid försäljningstillfället. Ett värdepapperslån innebär egentligen bara en möjlighet för låntagaren att genomföra en försäljning och ett köp i omvänd ordning, försäljningen först och köpet senare. Detta talar för att ett aktielån i sig inte behöver omfattas av anmälningsskyldigheten eftersom aktielånet i sig inte innebär någon förändring av vare sig utlånanens eller låntagarens ekonomiska intresse i

bolaget. Emellertid behöver anmälningsskyldigheten upprätthållas, om det skall vara möjligt att med hjälp av registret följa en persons innehav över tiden. Utredningen föreslår därför inte något undantag för aktielån.

#### *Anmälningsskyldigheten vid emissioner m.m.*

På grund av bestämmelsen i 2 § lagen om anmälningsskyldighet om att en rad aktierelaterade finansiella instrument skall likställas med aktier innebär ett aktiebolags emission av aktier ett flertal anmälningsskyldiga händelser. Vid t.ex. en emission med företrädesrätt för aktieägare är den första anmälningsskyldiga händelsen att aktieägaren erhåller teckningsrätter. Om dessa utnyttjas omvandlas de till interimssaktier, s.k. BTA i VPC-systemet (betald tecknad aktie), vilket i sig är en anmälningsskyldig ändring av innehavet. Därefter, när ändringen av bolagets kapital registrerats hos PRV, byts BTA:n ut mot en aktie vilket också skall anmälas. Därutöver kan teckningsrätterna säljas och den försäljningen är i sig anmälningsskyldig.

Eftersom några av förändringarna av innehavet vid en emission endast är av teknisk natur bör dessa undantas från anmälningsskyldigheten så att endast de relevanta ändringarna anmäls. Detsamma gäller när aktieägare tilldelas inlösenrätter vid nedsättning av aktiekapitalet. Att aktieägaren erhåller teckningsrätter är bara en automatisk följd av hans eller hennes ställning som aktieägare och bör undantas från anmälningsskyldigheten. Likaså bör omvandlingen av BTA till aktier undantas. Kvar som anmälningsskyldiga förändringar blir då försäljning av teckningsrätterna och förvärv av BTA genom att teckningsrätterna utnyttjas.

På motsvarande sätt som vid emissioner kan förändringar i innehavet föranledas av en nedsättning av aktiekapitalet enligt bestämmelserna i 6 kap. ABL.

Vid erbjudande inlösen av aktier tilldelas ägarna s.k. inlösenrätter som kan utnyttjas för att lösa in aktier till det av bolaget erbjudna priset. Normalt har dessa inlösenrätter ett ekonomiskt värde och kan vara föremål för handel. När aktieägaren anmäler till bolaget att han eller hon önskar utnyttja inlösenrätter flyttas vanligen det antal aktier som svarar mot ägarens begäran om inlösen till ett s.k. apportkonto i VPC-systemet (ett konto i ägarens namn som denne inte kan disponera över). Vid överföringen till apportkontot blir utnyttjan-

det oåterkalleligt. Själva inlösen genomförs därefter genom att de inlösta aktierna överförs från ägarnas apportkonton och ”makuleras”.

På samma sätt som vid emissioner bör endast de innehavsförändringar som är av intresse för marknaden vara anmälningsskyldiga. Att aktieägaren erhåller inlösenrätter är inte relevant information för marknaden. Anmälningsskyldigheten bör därför begränsas till det fallet att inlösenrätter utnyttjas eller säljs. Fristen för anmälan när det gäller utnyttjande av inlösenrätter bör räknas från tidpunkten för när anmälan om utnyttjande lämnats till bolaget och aktierna överförts till apportkonto.

### **12.2.3 Avgift vid bolags underlåtenhet att underrätta personer med insynsställning**

Enligt 7 § lagen om anmälningsskyldighet skall ett aktiemarknadsbolag skriftligen underrätta personer som har insynsställning enligt 3 § 5 och 6 att bolaget anmält till Finansinspektionen att personerna ifråga har insynsställning. Eftersom det är fråga om en bedömning från fall till fall om dessa personer har insynsställning fungerar underrättelsen som en upplysning om detta till den berörda personen. Anmälningsskyldigheten börjar enligt 6 § 2 löpa när personen ifråga har tagit emot underrättelsen. Underlåtenhet att underrätta personerna ifråga bör vara sanktionerad med en avgift på samma sätt som en underlåtenhet att göra anmälan till Finansinspektionen. Av avgiftsbestämmelsen i 20 § framgår i vart fall inte klart att en sådan underlåtenhet kan medföra avgift, och bestämmelsen bör därför ändras.

### **12.2.4 Ökat utrymme för individuella bedömningar**

Regeringsrätten har i en dom 2004-03-18 i mål nr 5873-01 kommit fram till att artikel 6 i Europakonventionen är tillämplig på uttagande av särskild avgift för försenad anmälan enligt lagen om anmälningsskyldighet. Ansvaret får då inte utkrävas helt automatiskt när de objektiva rekvisiten är uppfyllda utan den enskilde måste ha möjlighet till någon form av försvar som grundas på subjektiva förhållanden. Med hänvisning till RÅ 2000 ref. 66 (om skattetillägg) förklarade Regeringsrätten att en konventionsenlig tillämpning av avgiftssystemet fordrar att domstolarna i varje enskilt fall gör en



nyanserad och inte alltför restriktiv bedömning av om förutsättningarna finns för att helt eller delvis efterge den särskilda avgiften.

Även om 23 § lagen om anmälningsskyldighet ger utrymme för att efterge avgiften "om överträdelsen är ringa eller ursäktlig eller det annars finns synnerliga skäl" ger tidigare förarbetsuttalanden intrycket att bestämmelsen skall tillämpas mycket restriktivt (se prop. 1995/96:215 s. 91). Praxis har också varit påfallande sträng. Som exempel på när överträdelsen kunde anses som ringa angavs att det gällde ett mindre antal aktier och fristen försutts med högst några dagar. En överträdelse kunde enligt samma förarbeten anses ursäktlig om den berott på omständigheter som den anmälningsskyldige inte rimligen kunnat råda över eller förutse. Som synnerliga skäl angavs att den anmälningsskyldiges ekonomiska förhållanden innebar att det framstod som oskäligt att ens ta ut den lägsta avgiften och affären dessutom rört endast ett mindre belopp. För att markera att en nyanserad och inte alltför restriktiv bedömning skall göras bör bestämmelsen ändras. De tidigare förarbetsuttalandena härrörde från en tid när tidsfristen för anmälan uppgick till 14 dagar. Tidsfristen har kortats betydligt sedan dess och en något längre tidsutdräkt bör kunna anses vara ringa. När det gäller rekvisitet "ringa" bör vidare beaktas att utredningen föreslår att undantagen för småtransaktioner tas bort. Många av dessa transaktioner bör kunna betraktas som ringa och medföra nedsättning eller eftergift av avgiften. Om rekvisitet "synnerliga skäl" ändras till "särskilda skäl" bör utrymmet för ta hänsyn till den enskildes ekonomiska förhållanden vara större än i dag. Avgiften bör kunna sättas ned redan på den grunden att avgiften framstår som oskäligt hög i sig, vilket lätt blir fallet när det blir fråga om flera avgifter p.g.a. att det rent tekniskt rör sig om flera innehavsförändringar inom en och samma transaktion, t.ex. vid emissioner eller om ett värdepappersinstitut fullgör en köp- eller säljorder genom flera delavslut.

#### 12.2.5 Aktiemarknadsbolags förvärv av egna aktier

Enligt 4 § första stycket andra meningen lagen om anmälningsskyldighet omfattas även aktiemarknadsbolagens innehav av egna aktier och innehavsförändringar av anmälningsskyldigheten. När reglerna infördes, år 2000, motiverades anmälningsskyldigheten med att möjligheterna att motverka ett otillbörligt utnyttjande av icke offentliggjord information i samband med handel med egna aktier i viss

mån var beroende av möjligheterna att löpande följa förändringarna i bolagens innehav av egna aktier (se prop. 1999/2000:34 s. 80 f).

Samtidigt med dessa regler infördes också en bestämmelse med krav på offentliggörande av aktiemarknadsbolags återköp av egna aktier i 4 kap. 6 § lagen om handel med finansiella instrument. Med stöd av den bestämmelsen har Finansinspektionens utfärdat föreskrifter (FFFS 2001:5) om regler för aktiebolags förvärv och överlåtelse av egna aktier. Reglerna innebär att en börsmedlem eller annan som medverkat vid handeln till börsen eller den auktoriserade marknadsplatsen skall ange om ett avslut avser ett bolags förvärv eller överlåtelse av egna aktier samt att börsen eller den auktoriserade marknadsplatsen senast före nästa handelsdags öppnande skall offentliggöra all föregående dags handel avseende aktiebolagens förvärv och överlåtelser av egna aktier. En mer fullständig redovisning av dessa regler och marknads anslutande regelverk finns i avsnitt 7.2.

Dessa regler tillgodoser marknads behov av information bättre än reglerna i lagen om anmälningsskyldighet och ger möjlighet att löpande följa förändringarna i bolagens innehav av egna aktier. Någon skyldighet att därutöver anmäla innehav och innehavsförändringar till Finansinspektionen behövs inte. Utredningen föreslår därför att aktiemarknadsbolagens anmälningsskyldighet avskaffas.

Utredningen är medveten om att regeringen i en nyligen avlämnad lagrådsremiss om ny aktiebolagslag uttalat att reglerna om aktiemarknadsbolags förvärv av egna aktier inte bör ses över innan marknadsmissbruksdirektivet har genomförts i Sverige och erfarenhet har vunnits av de nya reglernas effekter. Vid den tidpunkten kommer emellertid utredningen inte längre att vara verksam, varför förslaget läggs fram för beaktande vid den tidpunkt som regeringen finner lämplig. Ett alternativ till att helt avskaffa anmälningsskyldigheten kan vara att avskaffa den bara för sådana program för förvärv av egna aktier som omfattas av genomförandeförordningen (EG) nr 2273/2003.

## 13 Övergångsbestämmelser

Både den föreslagna nya marknadsmissbrukslagen och ändringarna i övriga lagar föreslås träda i kraft den 12 oktober 2004, som är den dag då marknadsmissbruksdirektivet enligt artikel 18 i direktivet skall vara genomfört. Utredningen är medveten att det kan bli svårt för regering och riksdag att hålla den tidsplanen men kan inte bedöma vilket senare datum som kan vara realistiskt.

Marknadsmissbrukslagen innebär i flera avseenden en utvidgning av det straffbara området i jämförelse med insiderstrafflagen. I enlighet med förbudet i 2 kap. 10 § regeringsformen mot retroaktiv strafflag behövs det därför en övergångsregel av innebörd att den nya lagen inte skall tillämpas på gärningar som begåtts före ikraftträdandet. För säkerhets skull bör det dock också tas in ett undantag från denna regel för den händelse att ett enskilt fall skulle bedömas mildare enligt den nya lagen än enligt insiderstrafflagen.

I fråga om den föreslagna, straffsanktionerade rapporteringsskyldigheten enligt 12 § i den nya lagen bör det vidare föreskrivas att det inte skall föreligga någon skyldighet att efter ikraftträdandet anmäla transaktioner som skett före ikraftträdandet.

Genom en ändring i lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument förkortas tidsfristen för anmälningar till insynsregistret. En övergångsbestämmelse bör införas som anger att anmälningsfristen enligt äldre lag fortfarande gäller för transaktioner som skett före ikraftträdandet.

Aktiemarknadsbolagens skyldighet att föra förteckning över personer som har tillgång till insiderinformation bör inte omfatta personer som fått tillgång till insiderinformationen före ikraftträdandet. En övergångsbestämmelse som klargör detta bör införas. För samma person tillgång till insiderinformation efter ikraftträdandet skall personen givetvis tas upp på förteckningen.

Skyldigheten att presentera investeringsrekommendationer till allmänheten på ett sakligt sätt bör gälla sådana investeringsrekom-

mendationer som tillhandahålls allmänheten efter ikraftträdandet, även om utarbetandet av rekommendationen helt eller delvis skett före ikraftträdandet. För detta fall behövs inte någon övergångsbestämmelse.

## 14 Konsekvenser av förslagen

### *Regleringskostnader*

När konsekvenserna av olika regleringsförslag skall utredas är det viktigt att analysera hur olika aktörers beteenden kan förändras som en följd av regleringen och hur den samlade regleringen slår.

Regleringar avseende finansiella instrument medför normalt kostnader för deltagarna på de finansiella marknaderna: emittenter, marknadsplatser, värdepappersinstitut, myndigheter och konsumenter. Det kan vara direkta kostnader, t.ex. systemkostnader och kostnader för anställda som har till huvudsaklig uppgift att kontrollera efterlevnaden av regleringen. Det kan också vara mer indirekta kostnader som uppstår därför att man måste avvika från ett beteende man annars hade valt. Ibland kan dessa regleringskostnader vara betydande. Ibland kan den extra kostnaden som en reglering medför kanske inte vara så betungande, men helheten tillsammans med alla andra regleringar bli stor. Kostnaderna kommer till slut att bäras av konsumenterna genom dyrare finansiella tjänster.

När regleringskostnaderna ökar innebär det normalt ett inträdeshinder. Regleringar kan därför som bieffekt medföra färre deltagare och sämre konkurrens. Denna kostnad är inte enkel att mäta men inte desto mindre viktig. Högre inträdesbarriärer torde också leda till sämre dynamik på marknaden genom att det blir svårare för nya aktörer att utmana de större och mer etablerade aktörerna. På detta sätt riskerar regleringar som skall värna förtroendet för marknaden att i första hand värna de etablerade aktörernas position på bekostnad av de potentiella aktörerna.

*Finansinspektionen*

När ansvaret för utredningen av insiderbrott m.m. enligt utredningens förslag redan från början läggs på EBM, talar det för att belastningen på Finansinspektionen bör minska. Emellertid förutsätter förslaget att inspektionen även i fortsättningen skall biträda både EBM och utländska behöriga myndigheter i ärenden av detta slag, och det är därför svårt att bedöma hur stor en eventuell minskning av belastningen blir. Med tanke på den kompetensöverföring som man anser behövs mellan myndigheterna kan effekten rent av vara den motsatta i början.

Finansinspektionen får med utredningens förslag nya tillsynsuppgifter och en utvidgad föreskriftsrätt avseende t.ex. insiderförteckning (avsnitt 8.1), finansiella analyser och rekommendationer (avsnitt 11.4.3). Sammantaget leder utredningens förslag till en ökad belastning. Inspektionen avser dock att i högre grad automatisera system för t.ex. anmälningar enligt lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument och de ytterligare arbetsuppgifter som tillkommer med utredningens förslag bör därför kunna hanteras inom ramen för befintliga anslag.

*Ekobrottsmyndigheten*

Eftersom det straffbara området för insiderbrott, obehörigt röjande av insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan med utredningens förslag utvidgas och EBM skall komma in betydligt tidigare i processen än hittills, uppstår det en påtagligt ökad belastning på EBM. Enligt EBM:s egna beräkningar skulle myndigheten vid ett genomförande av förslagen behöva tillsätta ytterligare fyra–fem tjänster till en årskostnad om ca 3,5 miljoner kronor. Det är därför angeläget att tidigare föreslagna resursförstärkningar kommer till stånd (se Förtroendekommissionens betänkande *Näringslivet och förtroendet* (SOU 2004:47) s. 384 f).

*Aktiemarknadsbolagen*

Dagens regler om s.k. loggbok enligt Stockholmsbörsens noteringsavtal omfattar det fallet att ett bolag vidtar åtgärder i syfte att lämna ett offentligt erbjudande om förvärv av aktier. De föreslagna reglerna om skyldigheten att föra insiderförteckning, se avsnitt 8.1,

går betydligt längre och kommer att medföra en ökad arbetsbelastning för aktiemarknadsbolagen.

Samtidigt kan konstateras att den nu aktuella lagstiftningen till stor del är till just för aktiemarknadsbolagen. Syftet med hela regelkomplexet är att upprätthålla allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden och finansmarknadens integritet och därigenom skapa förutsättningar för en integrerad och effektiv finansmarknad, se ingressatserna 1 och 2 i marknadsmissbruksdirektivet. Att värdepappersmarknaden fungerar väl och att allmänheten har förtroende för den gynnar aktiemarknadsbolagen.

### *De finansiella instituten*

De föreslagna bestämmelserna om sakliga finansiella analyser och rekommendationer och ageranden kommer att få betydelse i form av ökade kostnader för de etablerade företag som arbetar med sådan verksamhet redan i dag, även om de nya kraven inte uppfattas som särskilt betungande för deras del. Någon belastning kan väl också uppkomma som en följd av skyldigheten att anmäla transaktioner som kan misstänkas utgöra insiderhandel eller otillbörlig marknadspåverkan.

En fråga som berör de finansiella instituten är deras skyldighet att bekosta Finansinspektionens verksamhet. Det har inte funnits utrymme inom utredningens tidsramar att ta upp denna fråga, och utredningen har inte i sina lagförslag avvikit från det bestående mönstret, men frågan bör tas upp i något mer övergripande sammanhang.

Man kan konstatera att förutsättningarna har ändrats en del sedan mönstret lades fast. Lagen om straff för marknadsmissbruk rör bara i mycket liten utsträckning de finansiella instituten, och det samma gäller för lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument. Exempelvis har Finansinspektionens tillsyn enligt den sistnämnda lagen över aktiemarknadsbolagen för förteckningar över personer som har tillgång till insiderinformation inte någon påtaglig anknytning till tillsynen över de finansiella instituten. Det framstår därför inte som självklart att kostnaderna för inspektionens verksamhet i dessa delar skall bekostas av instituten.

*Övriga konsekvenser*

Huvuddelen av utredningens förslag syftar till att minska den brottslighet som kallas marknadsmissbruk. Det skall ske genom nya regler och nya rutiner som skall öka sannolikheten för att denna typ av brott upptäcks och bekämpas.

I övrigt bedömer utredningen att förslagen inte har några påtagliga konsekvenser i de avseenden som tas upp i 15 § kommittéförordningen (1998:1474).



## 15 Författningskommentar

### 15.1 Förslaget till lag om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument

#### 1 §

I *första meningen* anges marknadsmissbruksdirektivet som grund för den nya lagen. I *andra meningen* utses Finansinspektionen till den behöriga myndigheten enligt artikel 11 första stycket i direktivet, se vidare avsnitt 4.3.

#### 2 §

I paragrafen läggs ansvaret för utredning av brott enligt den nya lagen på EBM. Som angetts ovan omfattar EBM:s behörighet att hantera sådana brott för närvarande inte hela Sverige (se 2 § förordningen med instruktion för Ekobrottsmyndigheten). Den föreslagna lagregeln är emellertid generell, vilket innebär att myndighetens instruktion måste ändras.

#### 3 §

Paragrafen motsvarar 1 § insiderstrafflagen.

Definitionerna är desamma som i insiderstrafflagen.

Det har i litteraturen ifrågasatts om definitionen av finansiellt instrument är tillräcklig för att direktivet om investeringstjänster inom värdepappersområdet (93/22/EEG) skall anses implementerat fullt ut samt om även aktier i privata aktiebolag, på grund av definitionen av fondpapper, är finansiella instrument (se Beckman m.fl., Lagarna på värdepappersområdet, 2002, och Johan Muncks recension av boken i Juridisk tidskrift 2003/2004 s. 174 f). Denna fråga bör dock behandlas i samband med genomförandet av det nya direktivet angående investeringstjänster, 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. I avvaktan på denna behandling föreslås inte nu någon ändring av definitionen.

#### 4 §

Paragrafen saknar motsvarighet i insiderstrafflagen och innebär att lagens tillämpningsområde utvidgas så att det överensstämmer med marknadsmissbruksdirektivet. Enligt artikel 9 första stycket i direktivet skall bestämmelserna tillämpas på alla finansiella instrument som är godkända för handel på en reglerad marknad i minst en medlemsstat, eller för vilka det har lämnats in en ansökan om godkännande för handel på en sådan marknad, oavsett om handeln sker på värdepappersmarknaden eller inte, därav *punkterna 1 och 2*. Begreppet reglerad marknad är hämtat från definitionen i artikel 1.4 i marknadsmissbruksdirektivet. Enligt den artikeln avses med reglerad marknad detsamma som i artikel 1.13 i direktiv 93/22/EEG. Detta direktiv har ersatts med Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG. Enligt artikel 4.14 i det direktivet är en reglerad marknad ”ett multilateralt system som drivs och/eller leds av en marknadsplatsoperatör, vilket sammanför eller möjliggör sammanförandet av flera köp- och säljintressen i finansiella instrument från tredje man, inom systemet i enlighet med dess icke skönsrättsliga regler, så att detta leder till avslut i finansiella instrument upptagna till handel enligt dess regler och/eller system samt är auktoriserat och är löpande verksamt och drivs i enlighet med bestämmelserna i avdelning III [i direktivet]”. Direktivet har inte genomförts men definitionen motsvaras för svenska förhållanden av begreppen börs och auktoriserad marknadsplats.

Enligt artikel 9 andra stycket marknadsmissbruksdirektivet skall bestämmelserna också tillämpas på finansiella instrument som i sig inte är godkända för handel på någon reglerad marknad men vars värde är beroende av ett sådant instrument, t.ex. OTC-derivat. Genom *punkten 3* blir lagen tillämplig på handel med sådana instrument; bestämmelserna har kommenterats i avsnitt 5.1.

Bestämmelsen innebär också att lagen, liksom i dag, blir tillämplig på handel på värdepappersmarknaden oavsett om handeln avser instrument som är godkända för handel på en reglerad marknad eller inte. Lagen blir således, liksom insiderstrafflagen, även tillämplig på s.k. listhandel, t.ex. handel på Nya Marknaden och Nordic OTC, som

anordnas av värdepappersinstitut med stöd av 1 kap. 3 § 2 lagen om värdepappersrörelse.

## 5 §

I *första stycket* förs 2 och 3 §§ insiderstrafflagen samman. Detta har i första hand sin grund i att uppdelningen i första, andra och tredje personkretsen har slopats, se vidare i avsnitt 5.2.2.

För att ”objektivisera” brotten har uttrycket ”använder informationen” tagits bort i den del av brottsbeskrivningen som avser rådgivning. Istället utvidgas undantagen i 8 §, se avsnitt 5.2.3.

*Andra stycket* motsvarar 4 och 5 §§ insiderstrafflagen.

## 6 §

Paragrafen ersätter 6 § insiderstrafflagen.

Kravet på grov oaktsamhet ändras till oaktsamhet av normalgraden för att överensstämma med marknadsmissbruksdirektivet, se avsnitt 5.2.4.

Normalt är ett förvärv eller en avyttring av ett finansiellt instrument en medveten handling. Frågan om oaktsamhet blir alltså främst aktuell i förhållande till om informationen i fråga var insiderinformation eller inte. Det torde regelmässigt anses oaktsamt att utnyttja sådan information som typiskt sett är insiderinformation, t.ex. information om offentliga erbjudanden och upplysningar som normalt lämnas i bolagsrapporter, utan att förvissa sig om att informationen har offentliggjorts.

Ett förvärv eller en avyttring av ett finansiellt instrument kan sägas ske när ett avtal om affären föreligger (även man i vissa sammanhang också räknar med tiden fram till avveckling av affären). För den som handlar genom en mellanhand, närmast ett värdepappersinstitut, förlöper 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. Och i vart fall torde det åtminstone kunna anses oaktsamt att inte försöka återkalla ordern.

Diskretionär förvaltning innebär att ett värdepappersinstitut, utan uppdragsgivarens hörande, genomför köp och försäljningar av finansiella instrument för dennes räkning. Om en person med insyns-

ställning i ett bolag lämnar ett diskretionärt uppdrag till ett värdepappersinstitut bör han begränsa uppdraget så att 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 torde inte kunna uppkomma eftersom värdepappersinstitut enligt 6 kap. 1 § Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2002:7) om uppföranderegler på värdepappersmarknaden skall dokumentera samtliga affärsuppdrag som tas emot från en kund.

*Sista meningen*, som undantar ringa oaktsamhetsfall från det straffbara området, har behandlats i avsnitt 5.2.4.

## 7 §

Enligt artikel 2 i marknadsmissbruksdirektivet skall även försök att förvärva och avyttra finansiella instrument med utnyttjande av insiderinformation förbjudas. Försök till insiderbrott har hittills inte varit straffbart. I förevarande paragraf straffbeläggs försök till insiderbrott och grovt insiderbrott, medan utredningen har bedömt att det inte är rimligt att belasta de rättsliga myndigheterna med utredning av försök till ringa brott.

Såvitt utredningen känner till förekommer inte konstruktionen ”försök till vårdslöshetsbrott”. 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 den information han innehar är insiderinformation kan alltså inte dömas för försök.

## 8 §

Paragrafen motsvarar, med några ändringar, 8 § insiderstrafflagen. Bestämmelserna har behandlats i avsnitt 5.2.3.

*Punkten 1* utvidgas så att värdepappersinstitut som utför förvaltnings- och kommissionsuppdrag, eller andra uppdrag enligt avtal, där rådgivning ingår kan fortsätta att lämna råd även om befattnings-

havaren i fråga har tillgång till insiderinformation, t.ex. om ordreläget i det finansiella instrumentet. Undantaget motsvarades tidigare av att rådgivningsförbudet bara var tillämpligt om insiderinformationen utnyttjades. Med den föreslagna objektiviseringen av brottet behövs ett undantag för värdepappersinstituts uppdrag. Undantaget förutsätter dock liksom tidigare att insiderinformationen inte används utan att en eventuell rekommendation grundar sig på andra omständigheter. Den tidigare regleringen undantog all rådgivning där insiderinformationen inte användes medan undantaget i punkten 1 enbart är tillämpligt på värdepappersinstituts uppdrag enligt avtal.

*Punkten 2* ändras så att även förvärv och avyttring av derivatinstrument är tillåtna om transaktionen inte innebär att insiderinformationen utnyttjas. "Priset" syftar på det instrument, t.ex. den option eller termin, som transaktionen avser och inte den underliggande tillgången. Det vill säga om insiderinformationen är ägnad att sänka kursen på en aktie är det tillåtet avyttra en säljoption med den aktuella aktien som underliggande tillgång (dvs. att sälja en innehavd säljoption eller utfärda en ny säljoption) eftersom informationen är ägnad att höja priset på optionen. Med tillgång till samma information är det också tillåtet förvärva en köpoption eller förvärva en termin (dvs. ingå ett terminskontrakt med innebörden att man skall köpa aktierna) eftersom informationen är ägnad att sänka priset på optionen och terminen. I samma situation är det dock förbjudet att förvärva en säljoption, avyttra en köpoption eller avyttra en termin (dvs. sälja ett innehavt terminskontrakt eller ingå ett terminskontrakt med innebörden att man skall sälja aktierna). Om informationen är ägnad att höja priset på en aktie är det tillåtet avyttra en köpoption med den aktuella aktien som underliggande tillgång (dvs. att sälja en innehavd köpoption eller utfärda en ny köpoption), förvärva en säljoption samt att avyttra en termin. I samma situation är det dock förbjudet att förvärva en köpoption eller avyttra en säljoption.

I *punkten 4* behandlas take over-situationer. I ingressats 30 i marknadsmissbruksdirektivet anges att ett förvärv eller en avyttring av ett finansiellt instrument med nödvändighet föregås av ett beslut av den som företar transaktionen. Enbart det förhållande att beslutsfattaren sedan genomför transaktionen bör inte anses innebära att denne utnyttjar insiderinformation. Planerna att köpa upp ett företag innebär således inte insiderinformation i direktivets mening i förhållande till uppköparens egna förvärv av aktier i målbolaget.

För att undvika gränsdragningsproblem bör dock det uttryckliga undantaget vid offentliga erbjudanden stå kvar. Eftersom förvärvaren också kan vara en fysisk person utvidgas undantaget till att omfatta även sådana personer.

*Punkten 5* gäller förvärv och avyttring av den underliggande tillgången, kontantavräkning, samt avyttring av själva optionen då optionens löptid går ut. Den som innehar en option kan tillgodogöra sig optionens ekonomiska värde vid löptidens slut genom att avyttra eller förvärva den underliggande tillgången enligt optionskontraktet eller, beroende på optionskontraktets villkor, genom kontantavräkning. Optionsinnehavaren kan också stänga optionspositionen genom att avyttra optionen (dvs. sälja den innehavda optionen eller utfärda ett identiskt optionskontrakt som neutraliserar det innehavda kontraktet). Dessa möjligheter begränsas till de situationer då optionen har ett ekonomiskt värde. I annat fall saknas kommersiell mening att köpa eller sälja den underliggande egendomen enligt optionskontraktet eftersom det skulle vara billigare att köpa den på marknaden, se avsnitt 5.2.3.

En första förutsättning för att optionsinnehavaren skall kunna åberopa punkten 5 är naturligtvis att han eller hon inte hade tillgång till insiderinformationen vid förvärvet av optionen.

*Punkten 8* är ny. Undantaget är detsamma som föreslås för förbudet mot korttidshandel i 16 § lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument. Det bör inte vara straffbart att avyttra tilldelade emissionsrätter eller inlösenrätter oavsett om man råkar ha tillgång till insiderinformation. Enligt standardavtalen för depå i bank (se punkten B.2.2.b i Svenska Fondhandlareföreningens Allmänna bestämmelser för depåavtal, bank, maj 2003) sker en sådan avyttring av emissionsrätter med automatik om inte innehavaren meddelar annat. Behovet av undantaget är påkallat med hänsyn till det sänkta kravet på oaktsamhet för att kunna straffas för vårdslöst insiderförfarande. Detsamma bör gälla för att utnyttja tilldelade emissionsrätter eller inlösenrätter för teckning respektive försäljning av aktierna. Även den som har tillgång till insiderinformation bör få tillgodogöra sig marknadsvärdet av tillgångar, emissionsrätterna eller inlösenrätterna, som han erhållit utan att insiderinformationen utnyttjats, och alltså inte tvingas att låta dem förfalla värdelösa.

## 9 §

Bestämmelsen ersätter 7 § insiderstrafflagen. För att uppfylla direktivets krav har begränsningen till den första och andra personkretsen tagits bort och ansvar inträder redan vid oaktsamhet av normalgraden, se vidare avsnitt 5.2.5.

Liksom vid brottet vårdslöst insiderförfarande bör den som röjer information som typiskt sett utgör insiderinformation utan att förvissa sig om att informationen offentliggjorts eller blivit allmänt känd anses handla oaktsamt. Om någon däremot utan befogad anledning röjer insiderinformation för någon annan i syfte att denne skall bli förhindrad att handla med de finansiella instrumenten i fråga – något som lär ha förekommit – torde det vara fråga om uppsåtligt brott.

Enligt punkten a i artikel 3 i marknadsmissbruksdirektivet skall röjandeförbudet inte gälla i fall då röjandet sker som ett normalt led i fullgörandet av tjänst, verksamhet eller åligganden. Ett exempel på röjande som sker som ett normalt led i fullgörandet av tjänst är värdepappersinstituts uppdrag att för en kunds räkning undersöka intresset hos andra kunder av att köpa eller sälja en större post aktier. I vissa fall kan aktiepostens storlek innebära att informationen om att den t.ex. är till försäljning utgör insiderinformation. För att kunna fullgöra ett uppdrag att sälja aktierna, utan att påverka kursen på den marknadsplats där aktierna är noterade, kan värdepappersinstitutet behöva undersöka köpintresset hos andra kunder genom att kontakta dem. Att för eventuella köpare då röja så mycket information som är nödvändigt utgör ett normalt led i försäljningsuppdraget och bör därför inte betraktas som obehörigt.

Bestämmelsen i *andra stycket* är oförändrad i förhållande till gällande rätt. Den har kommenterats i avsnitt 5.2.5.

## 10 §

Paragrafen motsvarar närmast 9 § insiderstrafflagen. Gärningsbeskrivningen i den föreslagna bestämmelsen är dock mer generell. Den omfattar alla förfaranden som innebär en otillbörlig påverkan av priset eller ett vilseledande på annat sätt av köpare och säljare av finansiella instrument. Alla de handlingar som i dag räknas upp i 9 § omfattas av den nya lydelsen. Även de förfaranden som räknas upp i artikel 1.2 i marknadsmissbruksdirektivet omfattas. Att på värdepappersmarknaden förfara på ett sätt som man inser eller borde inse

är ägnat att otillbörligt påverka priset, eller andra villkor för handeln, omfattar sådana transaktioner och handelsorder som avses i punkterna a–b i artikel 1.2 i direktivet. Rekvisitet ”på annat sätt vilseleda köpare eller säljare” omfattar bl.a. sådan spridning av information som avses i punkten c i artikel 1.2. Sådan informationsspridning behöver inte ske ”vid handel på värdepappersmarknaden” för att vara straffbar.

Med *marknadspriset* avses noterad köpkurs, noterad säljkurs och senast betald kurs. Vid handel på börser och marknadsplaster finns normalt en skillnad mellan köp- och säljkurser. Den som vill köpa aktier kan ange ett högsta pris denne är beredd att betala och den som vill sälja aktier kan ange ett lägsta pris denne är beredd att sälja för. Det innebär att den som vill sälja en aktie kan göra det till den noterade köpkursen, och den som vill köpa en aktie kan göra det till den noterade säljkursen. Härutöver finns också senast betald kurs. Den som påverkar någon av dessa kurser påverkar således marknadspriset på det finansiella instrumentet. Av detta följer att både den som påverkar köp- eller säljkursen utan att ordern i och för sig leder till ett avslut och den som påverkat priset enbart vid en enskild transaktion kan göra sig skyldig till otillbörlig marknadspåverkan. Detta innebär en ändring mot vad som tidigare ansetts gälla, se prop. 1995/96:215 s. 94.

Med *andra villkor för handel* avses t.ex. tillgång och efterfrågan. Normalt påverkas också priset om tillgång och efterfrågan påverkas. Enligt direktivets definition skall dock en påverkan på tillgång och efterfrågan i sig kunna innebära otillbörlig marknadspåverkan. Möjligen skulle det, vid handel med illikvida finansiella instrument, kunna förekomma att någon skaffar sig kontroll över instrumenten i fråga och åstadkommer en bristsituation som kan utnyttjas för att åstadkomma en onormal prisnivå (se begreppet *abusive squeezes* i bilagan med metoder som avsågs användas för otillbörlig marknadspåverkan i kommissionens förslag till marknadsmissbruksdirektiv [KOM (2001) 281 slutlig]). Oavsett om bristsituationen sedan utnyttjas för att påverka priset kan förfarandet vara att anse som otillbörlig marknadspåverkan eftersom det påverkar tillgången på instrumentet i fråga.

Eftersom brottet omfattar andra förfaranden än sådana som påverkar priset bör det i enlighet med direktivet benämnas otillbörlig marknadspåverkan i stället för otillbörlig kurspåverkan.

Frågan om direkt uppsåt har behandlats i avsnitt 5.3.2.



Tillämpningsområdet utvidgas vidare till att gälla även den som visserligen inte insett att ett visst förfarande varit ägnat att otillbörligt påverka priset eller vilseleda köpare eller säljare, men som borde ha insett detta (se kravet i punkten c i artikel 1.2 i direktivet).

I genomförandedirektivet 2003/124/EG finns i artiklarna 4 och 5 angivna olika omständigheter som skall beaktas vid bedömningen av om ett förfarande innebär otillbörlig marknadspåverkan, se avsnitt 5.3.1. Eftersom den straffrättsliga regleringen av otillbörlig marknadspåverkan behålls blir det domstolarna som har att beakta dessa omständigheter.

Enligt andra stycket i artikel 1.2 i marknadsmissbruksdirektivet skall transaktioner som stämmer överens med godtagen marknadspraxis på en reglerad marknad inte anses som otillbörlig marknadspåverkan även om transaktionen t.ex. ger eller kan förväntas ge vilseledande signaler, förutsatt att den som utförde transaktionen kan visa att hans skäl att utföra den var legitima. Ett förfarande enligt godtagen marknadspraxis som skett av legitima skäl kan inte anses otillbörligt och faller därför utanför det straffbara området. På samma sätt som angetts i föregående stycke kommer det att vila på domstolarna att slutligen bedöma om ett förfarande står i överensstämmelse med godtagen marknadspraxis och därför inte skall anses som otillbörlig marknadspåverkan. Domstolarna kan därvid hämta ledning i de beslut om godtagande av praxis som Finansinspektionen enligt 18 § andra stycket skall offentliggöra.

## 11 §

Paragrafen saknar motsvarighet i insiderstrafflagen och bygger på artikel 8 i marknadsmissbruksdirektivet. Bestämmelsen innebär att reglerna om insiderbrotten och otillbörlig marknadspåverkan inte är tillämpliga på återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument, förutsatt att de sker i enlighet med kommissionens förordning (EG) nr 2273/2003, se avsnitt 7.

Enligt ingressats 3 i förordningen gäller ”skyddet” dock bara handlande som står i direkt samband med återköpsprogrammets och stabiliseringens syfte. I fråga om återköpsprogram uppställer artikel 3 i förordningen vidare krav på att återköpsprogrammet antingen syftar till nedsättning av emittentens kapital eller genomförs för att uppfylla skyldigheter på grund av konvertibla skuldinstrument eller aktieoptionsprogram eller liknande för de anställda eller närstående företag.

## 12 §

Bestämmelserna i 12–15 §§ saknar motsvarighet i insiderstrafflagen och bygger på artikel 6.9 i marknadsmissbruksdirektivet och genomförandedirektivet 2004/72/EG.

Enligt marknadsmissbruksdirektivet skall ”varje person som yrkesmässigt utför transaktioner med finansiella instrument” vara skyldig att meddela den behöriga myndigheten om det finns skäl att misstänka att en transaktion utgör insiderhandel eller otillbörlig marknadspåverkan. Den kategori som avses är enligt artikel 1.3 i genomförandedirektivet 2004/72/EG åtminstone värdepappersföretag och kreditinstitut. Utöver dessa åläggs i paragrafen även börser och auktoriserade marknadsplatser rapporteringsskyldighet (se avsnitt 8.2 ovan).

Enligt artikel 6.9 i marknadsmissbruksdirektivet skall rapporteringsskyldigheten avse misstänkta transaktioner, dvs. order som lett till avslut. Enligt Svenska Fondhandlareföreningens Riktlinjer för handläggning av affärsuppdrag avseende aktier och aktierelaterade finansiella instrument, april 2003, skall uppdrag som uppenbart betingas av att kunden har insiderinformation eller uppenbart strider mot bestämmelsen om otillbörlig kurspåverkan avböjas. Händelsen skall också anmälas till Compliance Officer (regelansvarig person) eller annan därtill utsedd person samt till närmaste chef internt inom värdepappersinstitutet. Enligt samma regler skall misstanke om insiderbrott eller otillbörlig kurspåverkan som uppkommer först efter en transaktion också anmälas internt. Rapporteringsskyldigheten enligt lagen gäller dock enbart genomförda transaktioner och inte order som avböjts i enlighet med Svenska Fondhandlareföreningens regler. Emellertid skall rapport lämnas redan när det kan misstänkas att en transaktion utgör eller har samband med insiderbrott eller otillbörlig marknadspåverkan och inte enbart när det är uppenbart att så är fallet. Enbart det förhållandet att en person med insynsställning gör affärer i finansiella instrument utgivna av insynsbolaget innebär inte att det kan misstänkas att det är fråga om insiderbrott. Men om det strax därefter sker en omotiverad kursutveckling eller kurspåverkande information offentliggörs skall rapportering ske. När det gäller otillbörlig marknadspåverkan bör en tillräcklig grad av misstanke, för att rapportering skall ske, föreligga om någon av de signaler som räknas upp i artikel 4 i genomförandedirektivet 2003/124/EG är för handen (se om dessa signaler i avsnitt 5.3.1).

Rapportering skall ske till Finansinspektionen som sedan omedelbart skall lämna rapporten vidare till EBM.

### 13 §

I paragrafen ställs upp ett meddelandeförbud för det företag som har rapporterat enligt 12 § samt för företagets styrelseledamöter och anställda. Syftet är naturligtvis att kunden inte skall bli varnad och kunna sopa igen spåren efter sig.

### 14 §

Enligt paragrafen kan den som har rapporterat enligt 12 § inte göras ansvarig för att ha åsidosatt någon tystnadsplikt. Bestämmelsen omfattar inte bara brott mot tystnadsplikt enligt lag utan även kontraktuella åtaganden om tystnadsplikt. Det innebär att den som haft anledning att räkna med att en transaktion borde rapporteras varken kan ådra sig straffrättsligt ansvar, skadeståndsskyldighet eller andra sanktioner för brott mot tystnadsplikt. Även styrelseledamöter, anställda eller andra som lämnar uppgifter för företagets räkning är skyddade av bestämmelsen.

### 15 §

Paragrafen innebär straffansvar, böter, för den som uppsåtligen eller av grov oaktsamhet åsidosätter rapporteringsskyldigheten enligt 12 § eller meddelandeförbudet enligt 13 §. Vilka som träffas av straffsanktionen avseende 12 § framgår av avsnitt 8.2. När det gäller brott mot meddelandeförbudet åvilar detta, förutom företaget, även de i paragrafen angivna fysiska personerna, varför straffansvaret gäller även dem.

### 16 §

Paragrafen motsvarar 10 § insiderstrafflagen.

### 17 §

Paragrafen har en motsvarighet i 11 § insiderstrafflagen, även om det enligt den paragrafen bara är vinning av insiderhandel som kan förklaras förverkad. Enligt förslaget kan även vinning av obehörigt

röjande av insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan förklaras förverkad.

I yttrande över förslaget till insiderstrafflag påpekade lagrådet att en föreskrift om förverkande vid otillbörlig kurspåverkan saknades. Lagrådet anförde emellertid att en sådan skillnad kunde vara sakligt motiverad eftersom otillbörlig kurspåverkan kan ha så många olika bakomliggande syften att vinsten av den många gånger kan vara svår att mäta. Lagrådets påpekande föranledde ingen åtgärd i det fortsatta lagstiftningsärendet (prop. 1999/2000:109 s. 85). Även om det i många fall inte går att mäta vinsten bör det dock, i de fall då det är möjligt att fastställa en viss vinst, också vara möjligt att förklara den förverkad.

När det gäller obehörigt röjande av insiderinformation är det lätt att föreställa sig en situation där vinst har uppstått; informationen har kanske helt enkelt sålts.

Vidare har kravet för att förverkande skall underlåtas skärpts så att det krävs att det, liksom enligt 36 kap. 1 § brottsbalken, är *uppenbart* oskäligt. I de fall det går att fastställa en viss vinning finns det inte skäl att i vidare mån än vad som gäller vid andra brott underlåta att förklara vinningen förverkad.

## 18 §

Paragrafen motsvarar i huvudsak 12 § andra stycket insiderstrafflagen.

## 19 §

Enligt paragrafen skall Finansinspektionen bedöma om den praxis som tillämpas vid handel på börser och auktoriserade marknadsplatser är godtagbar och offentliggöra sina beslut om godtagande av praxis. I genomförandedirektivet 2004/72/EG finns i artikel 2 en icke uttömmande förteckning över faktorer som därvid skall beaktas. Med hänsyn till kravet på direktivkonform tolkning utgår utredningen från att inspektionens beslut blir vägledande för bedömningen av om ett visst förfarande är otillbörligt eller inte vid tillämpningen av bestämmelsen om otillbörlig marknadspåverkan (se ovan vid 10 §).

## 20 §

Paragrafen motsvarar 14 § insiderstrafflagen med den ändringen att Finansinspektionens anmälningar alltid skall ske till EBM, eftersom den myndigheten enligt utredningens förslag skall vara behörig polis- och åklagarmyndighet för dessa brott oavsett var i landet de begås.

## 21 §

Paragrafen motsvarar 13 § insiderstrafflagen. Den har kommenterats i avsnitt 14.

## **15.2 Förslaget till lag om ändring i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument**

## 5 a kap. 1 §

Bestämmelsen i paragrafen drar upp ramen för genomförandet av kraven i artikel 6.5 i marknadsmissbruksdirektivet och igenomförandedirektivet 2003/125/EG. Kompletterande regler kommer att behövas på förordnings- eller föreskriftsnivå. Både direktivens innehåll och genomförandet i den svenska rätten har kommenterats i avsnitt 11.

## 6 kap. 1 a §

Hänvisningarna till lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument och den nya lagen om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument innebär att Finansinspektionens tillsynsbefogenheter enligt paragrafen kommer att gälla samtliga de regler som antas enligt marknadsmissbruksdirektivet (se avsnitt 10.4 ovan). Genom att rätten att få uppgifter utvidgas till att avse vem som helst behövs inte längre den nuvarande uppräknningen av olika fysiska och juridiska personer.

I första stycket 2 har gjorts den preciseringen att det bara är den som förväntas kunna lämna upplysningar i saken som kan föreläggas att inställa sig till förhör. En motsvarande begränsning är naturligen underförstådd i punkten 1.

## 6 kap. 3 §

I *fjärde punkten* införs en sanktion för skyldigheten att se till att investeringsrekommendationer presenteras sakligt och innehåller relevant information om intressekonflikter m.m. Sanktionen är densamma som för vissa andra överträdelser av bestämmelser i lagen om handel med finansiella instrument, nämligen med en möjlighet att vid vite förelägga personen att vidta rättelse. Ett föreläggande kan avse såväl fysiska som juridiska personer och oavsett om dessa av andra skäl står under inspektionens tillsyn eller inte.

*Femte punkten* är en redaktionell ändring av den tidigare fjärde punkten.

Som framgår av avsnitt 9.7.2 ligger ansvaret för att utreda misstänkt marknadsmissbruk på EBM. Finansinspektionens frågerätt utgör således inte någon brottsutredning. Oavsett detta har den som anklagats för brott rätt att vägra yttra sig (se NJA 2001 s. 563 och där angivna avgöranden rörande artikel 6 i Europakonventionen) och skall följaktligen inte föreläggas att lämna uppgifter vid äventyr av vite.

### 15.3 Förslaget till lag om ändring i lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet

## 5 kap. 3 §

Tillägget i inledningen av *första stycket* grundar sig på innehållet i artikel 9 första stycket i marknadsmissbruksdirektivet. Skyldigheten att offentliggöra insiderinformation skall gälla redan för finansiella instrument för vilka det lämnats in en ansökan om godkännande. Det krävs dock att ansökan lämnats in av utgivaren själv eller att denne godkänt att en ansökan lämnats in för att skyldigheterna att lämna och offentliggöra information skall inträda, se artikel 9.1 tredje stycket i direktivet. Vad gäller punkterna 1 och 2 torde en skyldighet att lämna information till börserna redan när ansökan om inregistrering har getts in inte innebära någon förändring mot vad som redan i dag sker i praktiken. Offentliggörande enligt *punkten 3* förutsätter att informationen är av betydelse för bedömningen av kursvärdet. Detta förutsätter i sin tur att det förekommer någon handel i fondpapperen. I annat fall kan man inte tala om kursvärde och något krav på offentliggörande kan inte bli aktuellt. I de fall då

de finansiella instrumenten inte ännu noterats men en ansökan om godkännande har lämnats in måste således en organiserad förhandel äga rum för att skyldigheten att offentliggöra information enligt punkten 3 skall bli aktuell.

Enligt artikel 6.1 första stycket i marknadsmissbruksdirektivet skall medlemsstaterna se till att emittenterna informerar allmänheten om insiderinformation så snabbt som möjligt. I *punkten 3* har därför ett tillägg gjorts om att offentliggörande skall ske snarast. Vad som avses med snarast i olika situationer, som t.ex. vid offentliggörande av delårsrapporter, emissioner, offentliga erbjudanden, bör liksom i dag regleras i föreskrifter, se 2 kap. Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 1995:43) om inregistrering av fondpapper m.m. Detsamma gäller sättet för hur information skall offentliggöras, artikel 6.1 andra stycket i direktivet. Även innehållet i artikel 2.1 tredje stycket (offentliggörande får inte sammanblandas med marknadsföring) och artikel 2.3 (betydande förändringar av redan offentliggjord information) i genomförandedirektivet 2003/124/EG, bör behandlas i föreskrifter. Bemyndigandet i 2 § 3 förordningen (1992:561) om börs- och clearingverksamhet bör omfatta rätten att utfärda sådana föreskrifter.

Bestämmelsen i *sista stycket* är ny och har sin bakgrund i artikel 6.3 första och andra styckena i marknadsmissbruksdirektivet. Reglerna innebär att den som avser att överlämna insiderinformation till någon utomstående (t.ex. en uppdragstagare av något slag) *antingen* måste se till att mottagaren är bunden av en tystnadsplikt *eller också* vara beredd att omedelbart offentliggöra informationen. Tystnadsplikten skall följa av avtal, t.ex. sekretessförbindelser som skrivs på av externa konsulter vid förhandlingar om ett företagsköp, eller av lag. Med tystnadsplikt enligt lag avses bestämmelser som i sig ålägger någon en tystnadsplikt t.ex. värdepappersbolagssekretess enligt 1 kap. 8 § lagen om värdepappersrörelse och advokaters tystnadsplikt enligt 8 kap. 4 § rättegångsbalken. Straffbestämmelsen om obehörigt röjande av insiderinformation i den föreslagna lagen om straff för marknadsmissbruk är inte att anse som en bestämmelse om tystnadsplikt.

#### 5 kap. 3 a §

Bestämmelsen är ny och grundar sig på artikel 6.2 i marknadsmissbruksdirektivet och genomförandedirektivet 2003/124/EG. Reglerna innebär att den rätt att skjuta upp ett offentliggörande som

föreskrivs i direktivet regleras i lag. Denna möjlighet regleras i dag i föreskrifter (2 kap. 15 § FFFS 1995:43) och förutsätter börsens medgivande. I praktiken lär besluten fattas efter en dialog, se avsnitt 6.4.

I artikel 3 i genomförandedirektivet ges icke uttömmande beskrivningar av när ett legitimt intresse av att fördröja offentliggörandet kan föreligga (se avsnitt 6.4 ovan). Även om utgivaren har ett legitimt intresse av att fördröja offentliggörandet gäller dessutom enligt *andra meningen* att ett uppskjutande bara får ske om *dels* det inte är sannolikt att den uteblivna informationen vilseleder allmänheten, *dels* utgivaren kan säkerställa att informationen inte röjs. Det första kravet, att bristen på information inte får vilseleda, innebär att utrymmet för att skjuta upp information t.ex. om att bolaget har ekonomiska problem är mycket litet – särskilt om bolagets dåliga ställning inte alls är känd för marknaden. Kravet på att säkerställa att informationen inte röjs innebär att utgivaren måste ha effektiva rutiner för att se till att informationen begränsas till enbart personer som måste ha tillgång till den, se punkt a i artikel 3.2 i genomförandedirektivet 2003/124/EG. Utgivaren måste också ha vidtagit nödvändiga åtgärder för att se till att alla personer som har tillgång till insiderinformation förstår de rättsliga skyldigheterna i samband med detta och är medvetna om de sanktioner som hänger samman med missbruk eller otillåten spridning av sådan information, se punkt b i artikeln. Utgivaren skall också ha infört åtgärder som gör det möjligt att omedelbart offentliggöra information som läckt ut, se punkt c i artikeln.

#### 6 kap. 2 § och 3 §

Genom ändringen i 2 § och den nya 3 § kommer bestämmelserna om noterade fondpapper att motsvara de ovan beskrivna 5 kap 3 och 3 a §§ avseende inregistrerade fondpapper. Genom hänvisningen i 7 kap. 2 § kommer samma regler även att gälla på auktoriserade marknadsplatser.

#### 6 kap. 4 §

I 5 kap. 4 § anges vad som händer om utgivare missköter sig när det gäller uppskjutande av offentliggörande avseende inregistrerade fondpapper. Börsen kan då besluta om avregistrering. Varken 6 kap. eller 7 kap. innehåller för närvarande någon påföljd för utgivare som missköter sig. Enligt artikel 14 i marknadsmissbruksdirektivet krävs



det dock att medlemsstaterna säkerställer att lämpliga administrativa åtgärder eller lämpliga administrativa påföljder kan beslutas. Den föreslagna sanktionen avnotering motsvarar avregistrering enligt 5 kap. 4 §, se avsnitt 6.2. Liksom vid avregistrering enligt 5 kap. 4 § är det endast överträdelse av allvarig art som kan föranleda avnotering.

#### **15.4 Förslaget till lag om ändring i lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument**

##### **1 §**

I den nya punkten 7 definieras begreppet *ordinarie delårsrapport*. I första hand avses med ordinarie delårsrapport de rapporter aktie marknadsbolagen är skyldiga att lämna enligt noteringsavtalen. Enligt Stockholmsbörsens noteringsavtal skall både bolag vars aktier är inregistrerade och bolag vars aktier är noterade på annat sätt lämna bokslutskommuniké sedan bolagets styrelse godkänt årsbokslut och delårsrapporter. Bokslutskommunikén och delårsrapporterna skall offentliggöras senast inom två månader från utgången av rapportperioden (p. 12–13 och 16 i bilaga 1 till Stockholmsbörsens Noteringsavtal 2003-09-01). Detsamma gäller bolag noterade på Nordic Growth Market NGM AB (p. 11 i bilaga 2 till NGM:s noteringsavtal). Även i den auktoriserade marknadsplatsen Aktietorget AB:s noteringsavtal finns bestämmelser om bokslutskommuniké och delårsrapporter (bilaga 1 till Aktietorget Informationskontrakt).

Varken lagen om börs- och clearingverksamhet eller Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 1995:43) om inregistrering av fondpapper m.m. stadgar att bokslutskommuniké eller delårsrapport *skall* upprättas utan endast att *om* sådana upprättas för offentliggörande skall de offentliggöras omedelbart efter det att den aktuella rapporten fastställts (2 kap. 2 § FFFS 1995:43). Bestämmelserna om att de aktuella rapporterna skall upprättas finns i årsredovisningslagen (1995:1554), lagen (1995:1559) om årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag samt lagen (1995:1560) om årsredovisning i försäkringsföretag. I den mån bestämmelser om rapporter skulle saknas i noteringsavtalen bör därför reglerna i nämnda lagar användas för att definiera de relevanta rapporteringstillfällena.

## 2 §

Utvecklingen av nya finansiella instrument går snabbt och det finns risk för att nya instrument som i praktiken medför samma eller liknande rättigheter som de instrument som räknas upp i lagen faller utanför anmälningsskyldigheten och förbudet mot handel under vissa perioder. För att undvika detta får i tredje stycket regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, Finansinspektionen rätt att föreskriva vilka ytterligare instrument som skall likställas med aktier vid tillämpningen av lagen.

## 3 §

Punkten 7 stadgar nu bl.a. att den som tillsammans med en juridisk person som är aktieägaren närstående enligt 5 § äger en viss mängd aktier i bolaget är anmälningsskyldig. Detta innebär att det för anmälningsskyldighet enligt denna punkt krävs att den fysiska personen äger åtminstone någon aktie i bolaget. Genom den föreslagna ändringen blir också den som inte äger några aktier själv utan äger samtliga aktier genom en eller flera närstående juridiska personer anmälningsskyldig.

I sista stycket i paragrafen finns en bestämmelse om att Finansinspektionen skall pröva frågan om en befattningshavare eller uppdragstagare har en sådan ledande ställning eller ett så kvalificerat uppdrag som avses i paragrafens första stycke 5 eller 6. Som beskrivits i avsnitt 12.1 är gruppen ledande befattningshavare som omfattas av anmälningsskyldigheten enligt de nuvarande reglerna en något vidare krets än den som anges i punkten b i artikel 1.1 i genomförandedirektivet 2004/72/EG. Man kan därför räkna med att de personer som omfattas av direktivet och som således – utöver att de har en ledande befattning och normalt kan antas få tillgång till insiderinformation – har befogenhet att fatta beslut på ledningsnivå som påverkar bolagets framtida utveckling och affärsutsikter vid en prövning enligt bestämmelsen alltid kommer att anses tillhöra gruppen anmälningsskyldiga ledande befattningshavare.

## 4 §

Aktiemarknadsbolagens anmälningsskyldighet för förvärv och avyttringar av egna aktier tas bort genom att andra meningen i första stycket stryks. Förändringen har behandlats i avsnitt 12.2.5.

*Punkterna 2 och 3 i nuvarande lydelse* har tagits bort eftersom de inte ansetts fylla någon funktion (se avsnitt 12.1).

Den *nya punkten 2* motsvarar till stor del den tidigare punkten 4. I bestämmelsen har dock gjorts undantag från anmälningsskyldigheten även i de fall då en minskning av innehavet skett genom en sammanslagning av aktier.

I den *nya punkten 3* undantas de förändringar av innehavet av teknisk natur som inträffar vid en nyemission med företrädesrätt samt vid inlösen, se avsnitt 12.2.2.

I den *nya punkten 4* undantas sådana finansiella instrument som förfaller utan värde, t.ex. innehavda optioner vars lösenpris ligger över (köpoptioner) eller under (säljoptioner) marknadspriset på den underliggande tillgången på slutdagen.

## 5 §

*Punkten 2 a* är ny och likställer med den anmälningsskyldiges egna aktier, aktier som innehas av sådana närstående som avses i punkten c i artikel 1.2 i genomförandedirektivet 2004/72/EG. Enligt den punkten avses ”andra släktingar till personen i ledande ställning, som har delat samma hushåll som denna person under åtminstone ett år det datum då transaktionen ägde rum.”

Beskrivningen är inte helt lättillgänglig. För att ingå i denna kategori krävs för det första att personen i fråga är släkt med personen med insynsställning. Med släktingar måste säkert avses även andra släktingar än de som ingår i den legala arvsordningen, t.ex. kusiner, men det är oklart hur uttunnat släktskapet kan vara innan bandet bryts.

I praktiken blir sannolikt det andra kriteriet avgörande: det krävs att släktingen skall ha delat hushåll med personen med insynsställning under minst ett år. Inte heller det kriteriet är helt lättbedömt. Enligt utredningens bedömning måste man anse att t.ex. en yngre släkting som under några år studerar på annan ort och då är inboende hos släktingar på studieorten inte ingår i kretsen. Det bör krävas att släktingen har ställning som familjemedlem och i mån av förmåga deltar i vardagliga göromål i hemmet och bidrar till en gemensam hushållsekonomi. I denna kategori kan ingå t.ex. egna barn som i och för sig är myndiga men som fortfarande bor hos den anmälningsskyldige.

För att likställas med den anmälningsskyldiges egna aktier skall släktingen dela samma hushåll som den anmälningsskyldige sedan

åtminstone ett år innan anmälningsskyldigheten uppstod enligt någon av punkterna 1–4 i 6 §. För en nyinflyttad släkting innebär ettårsregeln att släktingens aktier likställs med den anmälningsskyldiges först när hushållsgemenskapen varat i ett år.

## 6 §

*Punkten 3* i andra stycket har ändrats för att tidsfristen skall räknas från den dag ett obligationsrättsligt bindande avtal om köp/försäljning träffats, t.ex. den dag ett avslut registrerades i börsens eller marknadsplatsens handelssystem, se avsnitt 12.1.

## 10 a §

Paragrafen är ny och reglerar förteckningen över personer med insiderinformation. Vad förteckningen skall innehålla anges i *första stycket*. Det är, som beskrivits i avsnitt 8.1, inte fråga om en parallell till insynsregistret utan förteckningen skall ange vem som har tillgång till insiderinformation, vilken information det är fråga om och när personen fick tillgång till informationen.

Det skall vara fråga om insiderinformation avseende av bolaget utgivna finansiella instrument. Ett aktiemarknadsbolag behöver inte föra förteckning över personer i bolaget som har tillgång till insiderinformation om andra bolags instrument, t.ex. en kapitalförvaltare i ett värdepappersinstitut som har kännedom om ett beslut om en förestående omviktning av ett visst värdepapper i institutets diskretionära portföljer. I många fall kan dock insiderinformation om ett annat bolags instrument också vara insiderinformation om det egna bolagets instrument. En större affär mellan två bolag kan vara insiderinformation avseende båda bolagens aktier och detsamma gäller planer på ett offentligt erbjudande om uppköp som är känt hos både det uppköpande bolaget och målbolaget.

En annan typisk situation där skyldigheten att föra förteckning blir aktuell är inför bokslutskommunikéer och delårsrapporter där chefer för ett företags olika avdelningar eller lokala anläggningar har information om sin egen enhets del i den kommande rapporten, andra ledande befattningshavare, informationsavdelningen och redovisningspersonal har kanske kunskap om rapporten i dess helhet. Samtliga dessa skall då tas med i förteckningen.

Enligt *andra stycket* skall förteckningen uppdateras så snart förhållandena ändras. Dels skall personer som får tillgång till insider-

information föras in på förteckningen dels skall personer som inte längre har tillgång till insiderinformation tas bort, t.ex. för att informationen har offentliggjorts och därför inte längre är att betrakta som insiderinformation.

Personer som tas med på förteckningen skall enligt *tredje stycket* underrättas om vad detta innebär. De skall följaktligen informeras om förbudet mot att handla med de finansiella instrument som informationen avser samt förbudet mot att röja informationen. Skyldigheten att informera de berörda personerna är sanktionerad med en avgift om 15 000 kronor enligt 20 § 1 och 21 § 2.

#### 10 b §

Enligt paragrafen får Finansinspektionen meddela närmare föreskrifter om vad förteckningen skall innehålla och om underrättelsen till dem som tas med på förteckningen. Detaljerade föreskrifter om t.ex. vid vilka typsituationer någon skall föras in på förteckningen underlättar bolagens hantering och bör också kunna tjäna som vägledning i de fall som faller utanför de rena typsituationerna.

#### 15 §

Med den nya lydelsen av paragrafen ersätts det tidigare korttids-handelsförbudet med ett förbud att handla under vissa perioder. Bestämmelsen har kommenterats i avsnitt 12.2.1.

#### 16 §

Som en följd av ändringen i 15 § tas undantaget för förlustaffärer i nuvarande punkten 1 bort. All handel, oavsett om affärerna leder till vinst eller förlust, är således förbjuden under en månad före ordinarie delårsrapport. Undantagen för offentliga erbjudanden om uppköp, punkten 1, och avyttring av emissionsrätter, punkten 2, finns dock kvar, med tillägget att även avyttring av tilldelade inlösenrätter är tillåten.

#### 18 §

Bestämmelserna om Finansinspektionens rätt att inhämta uppgifter som inspektionen behöver för sin tillsyn flyttas till 6 kap. 1 a § lagen om handel med finansiella instrument, se ovan.

## 20 §

Genom ändringen i *punkten 1* tydliggörs avgiftssanktionen för aktiemarknadsbolagens skyldighet att underrätta personer som omfattas av anmälningsskyldigheten enligt 3 § 5 eller 6. Dessutom införs en avgiftssanktion på underlåtenhet att underrätta personer om vad det innebär att tas upp på en förteckning över personer med insiderinformation, se kommentaren till 10 a §.

Ändringen i *punkten 2* innebär att även lämnande av oriktig eller vilseledande uppgifter vid fullgörandet av ovannämnda underrättelseskyldighet kan medföra avgift.

Ändringen i *punkten 3* och den *nya punkten 4* är föranledda av att korttidshandelsförbudet ersätts med förbjudna perioder för handel, 15 §, och skyldigheten att föra insiderförteckning, 10 a §.

## 21 §

Ändringen i *punkten 1* är redaktionell; samma regel utgör för närvarande paragrafens andra stycke.

Ändringen i *punkten 2* innebär att avgiften på 15 000 kronor även gäller för brister i underrättelseskyldigheten enligt 8 och 10 a §§.

*Nuvarande punkten 3* utgår när Finansinspektionens rätt att inhämta uppgifter för tillsynen flyttas till lagen om handel med finansiella instrument.

Ändringen i *nya punkten 3* är föranledd av det nya förbudet i 15 § mot handel under vissa perioder.

Den *nya punkten 4* anger storleken på den avgift som kan tas ut vid underlåtenhet att helt eller delvis föra förteckning över personer med insiderinformation eller på begäran lämna förteckningen till Finansinspektionen. Aktiemarknadsbolagen är av varierande storlek och för att sanktionen skall vara kännbar utan att för den skull vara orimligt betungande sätts avgifterna i relation till det noterade marknadsvärdet, dvs. det sammanlagda marknadsvärdet av de av bolagets aktier som är föremål för handel. Några bolag har dock ett så lågt noterat marknadsvärde att 0,005 procent av värdet blir mindre än 15 000 kronor. Den lägsta avgift som bör komma ifråga för underlåtenhet avseende förteckningen över personer med insiderinformation bör dock inte i något fall vara lägre än de minimiavgifter som kan utgå för andra överträdelse av bestämmelser i lagen om anmälningsskyldighet. Avgiften skall därför lägst vara 15 000 kronor. Några få bolag har ett så högt noterat marknadsvärde att 0,01 pro-

cent av värdet blir en orimlig sanktion i förhållande till regelbrottet. Därför införs en övre gräns om 1 000 000 kronor. Att det är det noterade marknadsvärdet vid månadsskiftet närmast före Finansinspektionens beslut som skall användas som utgångspunkt innebär varken en fördel eller nackdel för bolaget. Det går inte att i förväg säga att marknadsvärdet av bolagets aktier är högre eller lägre vid denna tidpunkt jämfört med någon annan.

Var avgiften skall hamna i spannet 0,005 och 0,01 procent är tänkt att avgöras av hur allvarliga bristerna är. För att systemet skall hållas rimligt enkelt får man acceptera att det för vissa bolag alltid blir det högsta respektive lägsta beloppet som tillämpas, oavsett om bristerna är stora eller små.

## 23 §

Genom att byta ut rekvisitet synnerliga skäl mot särskilda skäl ges ett ökat utrymme för mer individuella bedömningar främst i de fall avgiftsskyldigheten slår hårt mot enskilda individer.

# Särskilt yttrande

av Gent Jansson

I avsnitt 4 diskuterar utredningen om den straffrättsliga ordningen bör överges och ersättas av ett administrativt sanktionssystem. Bakgrunden är önskemålet att snabbt kunna utreda och beivra de typer av marknadsmissbruk som direktivet omfattar.

Även om direktivet, som utredningen påpekar, lämnar visst utrymme för medlemsstaterna att själva bestämma omfattningen av straff respektive administrativa sanktioner bör beaktas att ett av huvudskälen till arbetet med direktivet var att den straffrättsliga ordningen endast lett till ett fåtal fällande domar för otillåten insiderhandel och marknadsmanipulation inom Europa. Det är en allmänt spridd uppfattning att den straffrättsliga ordningen inte är tillräckligt effektiv på detta område. Flera länder inom Europa avser också att i varierande utsträckning avkriminalisera marknadsmissbruk och ersätta straffrättsliga regler med en administrativ sanktionsordning. I ett nyligen lämnat utkast till en rapport från Världsbanken "Enforcement of OECD Principles of Corporate Governance, Good Practices in the Prosecution of Insider Trading Violations, A Survey of Selected European Countries" dras bl.a. slutsatsen att de höga beviskrav som finns inom straffrätten har resulterat i förhållandevis få fällande domar för insiderhandel och andra former av marknadsmissbruk. I rapporten förordas därför att efterlevnaden av regler om marknadsmissbruk bör överlämnas till de finansiella tillsynsmyndigheterna, som har den nödvändiga expertkompetensen på området.

Som utredningen framför är en förutsättning för ingripanden mot enskilda personer, vare sig det är fråga om straff eller administrativa sanktioner, att grundläggande rättssäkerhetsprinciper tillgodoses. Utredningen har därför fastnat för att prövningar av gärningar som kräver uppsåt eller oaktsamhet skall avgöras av domstol på talan av åklagare. Att lägga prövningen på en administrativ myndighet skulle enligt utredningen kräva att ett i det närmaste strikt ansvar infördes.



Jag anser att de betänkligheter som kan anföras mot en administrativ sanktionsordning skulle kunna hanteras. Inom t.ex. konkurrensområdet ansvarar Konkurrensverket för att utreda brott mot konkurrensrätten. Konkurrensverket har i den lagstiftningen möjlighet att tillgripa vissa tvångsmedel som även finns inom straffrätten. Eventuell straffavgift beslutas av domstol, där Konkurrensverket har ställning som kärande. Genom denna ordning tillgodoses önskemålet om en effektiv handläggning av ärenden inom ett speciellt ämnesområde med iakttagande av grundläggande rätts-säkerhetskrav. Jag anser därför att utredningen närmare borde ha övervägt om en sådan ordning hade varit att föredra framför den straffrättsliga ordningen. Det kan naturligtvis invändas att konkurrensrättens straffavgifter endast kan påföras företag. Det finns dock andra exempel, t.ex. inom skatterätten, där även enskilda personer kan åläggas avgifter vid överträdelse av regelverken.

I utredningen föreslås dock ett antal förändringar i rekvisiten för de olika brotten. Syftet är att, utan att sänka beviskraven i fråga om uppsåt eller oaktsamhet, skapa större möjlighet för fällande domar. Det är i dagsläget svårt att ha en bestämd uppfattning om huruvida de föreslagna ändringarna får den avsedda effekten. Om utredningens förslag genomförs bör därför en uppföljning göras av om förändringarna får avsedda effekter och i samband därmed kunde lämpligen en alternativ ordning, liknande den på konkurrensområdet, närmare övervägas.

Om vi då utgår från utredningens utgångspunkt att direktivets bestämmelser bör genomföras genom användande av såväl straffrättsliga som administrativa sanktionsregler uppkommer frågan om gränsdragningen mellan dessa områden. Jag delar här utredningens uppfattning att insiderbrotten, dvs. brott mot handelsförbudet m.m., bör sanktioneras inom ramen för en straffrättslig ordning. Däremot anser jag att det bör övervägas om inte vissa av de förfaranden som kan falla inom ramen för otillbörlig marknadspåverkan snarare är lämpade för administrativa sanktioner beslutade av Finansinspektionen. De typer av förfaranden jag närmast avser är följande.

1. *Wash trading*: Avtal mellan två eller flera parter om köp eller försäljning av ett finansiellt instrument som påverkar priset och där avtalet inte medför någon reell ändring av behörigheten att utöva de rättigheter som är knutna till ägandet eller marknadsrisken för instrumentet.

Kommentar: Ett exempel på sådana förfaranden är där en person agerar med en privat ägd depå och en depå som ägs av ett försäkringsbolag där personen disponerar över avkastningen och även har fullmakt att förfoga över depån. Transaktioner mellan dessa depåer görs ofta av skatteskal och är inte sällan kursdrivande. Avsikten kan vara att skatterettsligt skapa så stor förlust respektive vinst som möjligt.

2. *Fictitious transactions*: Orderläggning som återkallas innan det är sannolikt att ordern hade kunnat leda till avslut om ordern påverkar priset på instrumentet eller ett annat instrument med anknytning till det instrument ordern avser.
3. *Marking the close*: Köp eller försäljning av finansiella instrument vid stängning av marknaden där avslutet har väsentlig påverkan på priset och det med hänsyn till omständigheterna inte kan anses ursäktligt.
4. *Improper matched orders/pre arranged trading*: Orderläggning som sker samtidigt av köpare och säljare med samma pris och kvantitet och där avslutet inte går till avveckling eller där en omvänd affär genomförs som innebär oförändrade nettopositioner för parterna.

Kommentar: Avsikten med ett sådant förfarande är ofta att vilseleda marknaden om likviditeten i ett visst instrument.

5. *Painting the tape/window dressing*: Rapportering till börs av en serie transaktioner om transaktionerna saknar kommersiellt syfte och är ägnade att vilseleda marknaden om likviditeten i instrumentet.

De ovan angivna exemplen medför typiskt sett skada för marknaden. Den typ av förfaranden som bör beivras är just sådana där åtgärder vidtas som är ägnade att direkt eller indirekt "flytta priset" från instrumentets "verkliga värde". Även andra förfaranden kan naturligtvis övervägas inom ramen för administrativa sanktioner. Ett exempel skulle kunna vara fall där en innehavare av ett finansiellt instrument genom köp eller spridande av information eller rykten ökar priset på instrumentet (s.k. "pump and dump" eller "scalping"). Motsvarande kan gälla för korta positioner där information eller rykten sänker priset. För denna typ av förfaranden är det dock svårare att komma ifrån uppsåts- eller oaktsamhetsrekvisit. Det är

därför tveksamt om administrativa sanktioner bör övervägas för annat än tämligen ”rena” fall.

Sammanfattningsvis anser jag dock att exemplen ovan visar att det är möjligt att införa särskilda förbudsregler för otillbörlig marknadspåverkan inom ramen för en administrativ sanktionsordning. Tillämpningsområdet för den straffrättsliga bestämmelsen bör i motsvarande mån inskränkas så att inte samma överträdelse kan beivras två gånger.

# Särskilt yttrande

av Jonas Niemeyer och Carl Eric Lindh

Marknadsmissbruksutredningen har haft som sin huvudsakliga uppgift att genomföra Europaparlamentets och rådets direktiv om marknadsmissbruk (direktiv 2003/6/EG), med beaktande av de fyra rättsakter som kommissionen har antagit i enlighet med den s.k. Lamfalussyprocessen. Det är principiellt intressant eftersom det är första gången ett direktiv genomförs enligt denna process.

Ett direktiv tillsammans med kommissionens rättsakter bestämmer i stor omfattning hur genomförandet skall ske. Trots detta finns det betydande frihetsgrader i utformningen av den nationella lagstiftningen. Frågan uppstår vilka principer som skall vara vägledande för de avvägningar som måste göras inom det område som inte fastslås av direktiven eller förordningarna.

Ett alternativ är att utifrån ingressatserna och andra uttalanden försöka tolka vad som har varit syftet med de europeiska rättsakterna. Det kan ge viss vägledning men torde endast sällan bidra till hur t.ex. påföljder skall anpassas och därmed hur allvarligt olika brott skall bedömas.

De frihetsgrader som de europeiska rättsakterna ger bör, enligt vår mening, användas för att åstadkomma en så samhällsekonomiskt effektiv reglering som möjligt. Detta gäller speciellt för regleringar som berör ekonomisk verksamhet. Marknadsmissbruksdirektivet är ett exempel på ett sådant direktiv. Det är inte frågan om att försöka undvika att genomföra direktivet utan att, på ett samhällsekonomiskt effektivt sätt, tolka direktivet och fylla i de delar där direktivet inte föreskriver något. En utförlig ekonomisk analys av både motiven till och konsekvenserna av förslagen är därför nödvändig.

Enligt vår mening har Marknadsmissbruksutredningen inte i tillräcklig grad genomfört denna analys. Utredningen har visserligen arbetat under en betydande tidspress och flera administrativa komplikationer har tillstött som kan förklara detta. Uppgiften att genomföra en grundläggande ekonomisk analys av motiv till och konsekven-

ser av de specifika förslagen för att stävja marknadsmissbruk återstår därför.

Ett exempel är att ekonomisk teori skulle kunna bidra till att klargöra motiven bakom regleringen. Marknadsmissbruksdirektivet och utredningen lutar sin argumentation nästan uteslutande på att marknadsmissbruk är skadligt för förtroendet för marknaden. Mer förtroende är dock inte nödvändigtvis bättre, utan måste vägas mot andra aspekter av samhällsekonomisk effektivitet, t.ex. prisbildning. Aktiemarknaden har nog aldrig haft ett så stort förtroende som i mars 2000, trots, eller kanske just på grund av, de då övervärderade aktierna. Vad som är optimal nivå på förtroendet är en svår fråga. Ytterligare analys av orsakerna bakom förtroende och förtroendekriser blir därför viktig.

Ett annat exempel där en ekonomisk analys skulle kunna vara vägledande är i påföljderna för insiderbrott respektive otillbörlig marknadspåverkan. När en person med insiderinformation handlar närmar sig priserna normalt de samhällsekonomiskt effektiva priserna. När någon otillbörligt försöker påverka marknaderna medför det däremot normalt att priserna i mindre grad avspeglar all information, dvs. prisbildningen försämras. Ekonomisk analys i denna dimension tyder m.a.o. preliminärt på att det senare brottet borde bedömas hårdare, relativt sett. Mer analys är dock nödvändig.

Under de kommande åren kommer ett antal europeiska direktiv på värdepappersområdet att genomföras i svensk rätt. Gissningsvis kommer fler statliga utredningar att tillsättas för att närmare studera genomförandet av dessa direktiv. Det finns dock en risk att ingen av dessa utredningar kommer att ta sig tid att närmare analysera de ekonomiska motiven för och konsekvenserna av dessa regleringar. Vad är det som skall skyddas, varför och mot vad? Vad är de samhällsekonomiska kostnaderna och intäkterna av olika former av regleringar? Enligt vår mening finns det därför all anledning för regeringen att tillsätta en utredning på detta område. Det finns annars en risk att summan av regleringarna får oönskade effekter genom att försämra både kapitalförsörjningen och effektiviteten på värdepappersmarknaderna.