



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Markus Larsson

Insiderinformation – analys och legalitetsaspekter

Examensarbete
30 högskolepoäng

Handledare: Per Samuelsson

Ämnesområde
Aktiemarknadsrätt/Straffrätt

Termin

9

Innehåll

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	2
FÖRKORTNINGAR	3
1 INLEDNING	4
1.1 Bakgrund	4
1.2 Syfte och avgränsningar	4
1.3 Metod och material	4
1.4 Disposition	5
2 BAKGRUND	6
2.1 Legalitetsprincipen	6
2.1.1 <i>Praeter legem</i> -förbudet	8
2.1.2 Förbudet mot obestämda strafflagar	8
2.2 Insiderlagstiftningens utveckling inom EU	9
2.3 Begreppet insiderinformations utveckling i Sverige	10
3 INSIDERINFORMATION	14
3.1 Information	14
3.2 Omständighet	15
3.2.1 Sannolikhetskriteriet	16
3.2.1.1 Gränsdragningen mot ryktesspridning	16
3.2.1.2 Sannolikhetsgrad och bedömningsperspektiv	17
3.2.2 Specificitetskriteriet – kvalificering av vad som kan utgöra en omständighet	19
3.2.3 ”Specifik omständighet”	23
3.3 Offentliggjord eller allmänt känd information	25
3.3.1 Behandlingen i lagmotiven	26
3.3.2 Ett eller två rekvisit?	28
3.3.3 Rekvisitens innebörd	31
3.3.3.1 Offentliggjord	31
3.3.3.2 Allmänt känd	33
3.3.3.2.1 Förhållandet till prispåverkan och rekvisitet offentliggjord	33
3.3.3.2.2 Innebörden av begreppet	34
3.3.3.2.3 Åklagarens bevisbörda	36
3.4 Väsentlighetsrekvisitet	37

3.4.1	Väsentlighet definierad som procentuell förändring	37
3.4.1.1	Domstolsavgöranden	39
3.4.2	Väsentlighetsrekvisitets förhållande till självreglering	41
3.4.3	Tidsfaktorns betydelse	42
3.4.4	Tidigare hjälpregler enligt IL	43
3.4.5	Två problem: förutsebarhet och bevismöjlighet	45
3.5	Ägnad	47
3.5.1	Begreppet ägnad i annan straffrättslig lagstiftning	47
3.5.2	Begreppet ägnad i rekvisitet insiderinformation	48
3.5.2.1	Sannolikhetskriteriet	48
3.5.2.2	Den erfarenhetsmässiga bedömningen	49
3.5.2.3	Domstolsavgöranden	50
3.5.2.4	Betydelsen av den faktiska kursutvecklingen	54
4	AVSLUTANDE KOMMENTARER	56
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	57
	RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	60

Summary

Insider information is defined in section 1 of the Swedish Market Abuse Penal Act (SFS 2005:377). In this essay the part of the definition that reads “information regarding a circumstance which has not been made public or which is not generally known and is likely to materially affect the price” is analysed. Focus lies on the interpretational problems connected with this definition and the weakening of the principle of legality as well as the difficulties for the prosecutors and judges that this entails.

Difficulties arise when it comes to ascertaining what can constitute a circumstance and making the distinction between insider information and rumours etc. In this regard, sources of the law, which assert that rumours and buy/sell recommendations cannot constitute insider information are analysed. The conclusion in this respect is that information about a rumour and a buy/sell recommendation could constitute insider information.

Furthermore, the wording “not been made public or (...) not generally known” is problematic. By the wording of the act, it appears as if it were sufficient for the information to be either not public or not generally known in order to potentially qualify as insider information. Preparatory works, jurisprudence and court rulings presuppose that “public” and “generally known” have the same meaning. The view taken in this essay is that the wording involves two different concepts with separate meanings and that the information must be not public as well as not generally known in order to possibly qualify as insider information.

Moreover, an important issue is the question of what constitutes material price impact. In this regard, preparatory works and a number of court rulings are analysed. The analysis shows that the concept of material price impact is hard to define and varies between different instruments and markets and that court rulings often focus on the actual percentage increase, instead of carrying out the *ex ante*-test as required by the word “likely”. In addition to this, attention is drawn to the problem of distinguishing the price impact of a certain circumstance from that of other circumstances, including rumours.

The general conclusion of the essay is that it is hard to determine the extent of the penalised area as regards insider information. The legislation is defective in a way which is not acceptable within the field of penal law. A common feature is that the legislator and the courts show lack of precision and understanding when it comes to formulating and applying the law. The defective legislation entails difficulties for the prosecutor and the defendant. The difficulties for the prosecutor consist of ascertaining exactly what needs to be proven. This leads to imprecise and vague accusatory instruments and grounds of judgments, which in the end affects the defendant and its possibilities to formulate a defence.

Sammanfattning

Legaldefinitionen av insiderinformation återfinns i 1 § 1 MmL. I den här uppsatsen analyseras den del av legaldefinitionen som lyder: ”information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att påverka kursen”. Härvidlag fokuseras på de olika tolkningssvårigheter som finns och den försvagning av legalitetsprincipen samt de svårigheter för åklagare och domare som därmed blir följden.

Först och främst uppstår svårigheter när det gäller att avgöra vad som kan utgöra en omständighet, till vilken sannolikhet en omständighet skall föreligga samt gränsdragningen mot ryktesspridning. I detta avseende analyseras de rättskällor som gör gällande att rykten samt köp- och säljrekommendationer inte kan utgöra insiderinformation. Slutsatsen i detta avseende är att även information om ett rykte och en köp- eller säljrekommendation skulle kunna utgöra insiderinformation.

Vidare är formuleringen ”icke offentliggjord eller inte allmänt känd” problematisk. Lagtexten ger sken av att det räcker med att informationen är antingen icke offentliggjord eller inte allmänt känd för att den skall kunna utgöra insiderinformation. I förarbeten, viss doktrin och domstolsavgöranden förutsätts att de båda uttrycken har samma innebörd. I uppsatsen intas ståndpunkten att det rör sig om två skilda begrepp med olika innebörd samt att det krävs att informationen är både icke offentliggjord och inte allmänt känd för att den skall kunna utgöra insiderinformation.

Den fråga som har ägnats mest utrymme i förarbeten och doktrin är prispåverkanderekvisitet. I detta avseende analyseras förarbeten samt ett antal underinstansavgöranden. Analysen visar att innebörden av begreppet väsentlig prispåverkan är svårbestämt och varierar mellan olika instrument och marknader och att domstolar ofta tar hänsyn till faktiska kursrörelser, istället för att göra den erfarenhetsmässiga bedömning som följer av formuleringen ”ägnad att”. Därutöver uppmärksammas problemet med att särskilja en viss omständighets prispåverkan från prispåverkan av andra omständigheter, däribland rykten.

Uppsatsens slutsats är att det är svårt att fastställa något så när tydliga gränser för det straffbara området avseende insiderinformation. Lagstiftningen är bristfällig på ett sätt som inte är acceptabelt inom straffrätten. Genomgående är att lagstiftaren och domstolarna visar stor osäkerhet och brist på precision vad gäller utformningen respektive tillämpningen av lagstiftningen. De olika delarna av begreppet insiderinformation är bristfälligt motiverade och tenderar att flyta samman. Lagstiftningens brister medför svårigheter både för åklagaren och för den tilltalade. Svårigheterna för åklagaren består i att försöka utröna exakt vad det är som skall bevisas, d.v.s. att med tillräcklig precision reda ut hur rekvisiten egentligen ser ut. Detta medför att både åtal och domskäl blir vaga och svepande, vilket i slutändan drabbar den tilltalade.

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
ARL	Lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav
BrB	Brottsbalken
CESR	Committee of European Securities Regulators (Europeiska värdepapperstillsynskommittén)
Ds	Departementsserien
EG	Europeiska Gemenskaperna
ESC	European Securities Committee (Europeiska värdepapperskommittén)
EU	Europeiska Unionen
EP	Europaparlamentet
FI	Finansinspektionen
HD	Högsta domstolen
Hovr.	Hovrätt
IL	Insiderlagen (1990:1342)
ISL	Insiderstrafflagen (2000:1086)
JT	Juridisk Tidskrift
LVM	Lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden
MmD	Marknadsmisbruksdirektivet
MmL	Lag (2005:377) om straff för marknadsmisbruk vid handel med finansiella instrument
NJA	Nytt juridiskt arkiv
Prop.	Proposition
RB	Rättegångsbalk (1942:740)
SFS	Svensk författningssamling
SOU	Statens offentliga utredningar
SvJT	Svensk Juristtidning
TT	Tidningarnas telegrambyrå

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Begreppet insiderinformation återfinns i 1 § 1 MmL och utgör ett centralt rekvirit vid bedömningen av de s.k. insiderbrotten, d.v.s. insiderbrott, insiderförseelse och grovt insiderbrott, 2 §; vårdslöst insiderförfarande, 3 §; och obehörigt röjande av insiderinformation, 7 §. Legaldefinitionen av insiderinformation anger att insiderinformation är ”information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka kursen på finansiella instrument”. Det är en nödvändig förutsättning för att något av insiderbrotten skall kunna aktualiseras att insiderinformation föreligger.

1.2 Syfte och avgränsningar

Syftet med denna uppsats är ytterst att analysera legaldefinitionen i 1 § 1 MmL (”information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att påverka kursen”).¹ Såväl i förarbeten som i doktrin finns förslag på hur den bör tolkas. Som ett led i analysen görs en probleminventering, varigenom olika tolkningsförslag problematiseras. Målsättningen är således i mindre grad att formulera hypoteser om innehållet i gällande rätt än att framhålla de tolkningssvårigheter som föreligger och den försvagning av legalitetsprincipen samt de svårigheter för åklagare och domare som därmed blir följden.

1.3 Metod och material

Författandet av denna uppsats har i princip bedrivits med hjälp av traditionell rättsdogmatisk metod. Enligt denna metod skall de olika rättskällorna tolkas och systematiseras på ett sätt som möjliggör ett fastställande av allmängiltiga regler och förhållningssätt.² Enligt sedvanligt förfarande i svensk rättsdogmatik betraktas lagtext, förarbeten, praxis och doktrin som rättskällor samt tillerkänns juridisk relevans i nämnd ordning.³

En rättsdogmatisk metod syftar ytterst till att förutspå hur, givet vissa fakta, rättsfrågor skulle komma att besvaras av en domare, såsom den yttersta uttolkaren av gällande rätt.⁴

¹ Vad som avses med ”finansiella instrument” kommer därför inte att behandlas närmare i denna uppsats.

² Peczenik, 1995, s. 33.

³ Peczenik, 1995, s. 29 och 35.

⁴ Slarvigt formulerat skulle man kunna uttrycka det som så att samtliga faktorer som, rent faktiskt, utövar inflytande på domarens formulering av den regel han bygger sitt avgörande på. Detta är Ross' uppfattning, se Strömholm, s. 291. Denna ståndpunkt omfattas även av Agge, Agge, s. 29. Uppfattningen kritiseras dock av Peczenik som menar att det finns

Som komplement till de traditionella rättskällorna behandlas även de EG-direktiv som ligger till grund för den svenska insiderlagstiftningen. Därutöver redogörs även för ett antal rättsfall från underinstanser. Sådana rättsfall utgör inte en rättskälla enligt den traditionella svenska rättskälleläran,⁵ men kan ändå vara av intresse för den probleminventering som görs, i ett försök att framhålla de tolkningssvårigheter som föreligger.

1.4 Disposition

Uppsatsen inleds med en bakgrund i avsnitt 2. Först förklaras de legalitetsaspekter som gör sig gällande inom straffrätten, avsnitt 2.1. Därefter ges en kort redogörelse för insiderlagstiftningens framväxt, både i EG-rättsligt och svenskt hänseende, avsnitt 2.2, respektive 2.3. I svenskt hänseende fokuseras på de delar av lagstiftningen som är relevanta för begreppet insiderinformation, medan den EG-rättsliga redogörelsen är av mer generell karaktär.

Själva analysen av begreppet insiderinformation sker i avsnitt 3. Begreppet delas in i ett antal olika delar. Först ges en redogörelse för vad som mer allmänt avses med information, 3.1. Därefter, i avsnitt 3.2, analyseras begreppet omständighet, d.v.s frågan om vilka omständigheter informationen skall avse för att den skall kunna betraktas som insiderinformation. En ytterligare förutsättning för att insiderinformation skall kunna föreligga är att den omständighet som informationen i fråga avser inte är offentliggjord eller allmänt känd. Detta behandlas i 3.3. Därefter, i avsnitt 3.4 och 3.5 analyseras vad som är att betrakta som prispåverkande i relevant mening.

I den sista delen, avsnitt 4, ges en avslutande kommentar.

många saker som påverkar några domare, t.ex. fördomar och mutor m.m., Peczenik, 1995, s. 48. Såsom Strömholm mycket riktigt påpekar är denna kritik oberättigad. Vad som avses med begreppet "faktorer som påverkar domaren" är endast faktorer av normativ betydelse och generell användbarhet, d.v.s. sådana som är acceptabla enligt den rådande rättskälleläran, Strömholm, s. 295.

⁵ Se Peczenik, 1980, s. 35 som dock påstår att sådana rättsfall "får" åberopas som auktoritetsskäl.

2 Bakgrund

2.1 Legalitetsprincipen

Legalitetsprincipen innebär i korthet att straff inte bör ådömas utan direkt stöd i lag.⁶ Detta uttrycks ofta i de latinska fraserna *nullum crimen sine lege* (inget brott utan lag) och *nulla poena sine lege* (inget straff utan lag).⁷ Principen fungerar som en garanti för rättssäkerheten genom att ställa sådana krav på lagstiftningen att medborgarna kan förutse när och – i viss mån – hur de kan komma att bli föremål för straffrättsliga ingripanden.⁸

Legalitetsprincipen gäller på alla rättsliga områden. Men eftersom det straffrättsliga systemet förfogar över betydande maktresurser (och är avsett att utöva det statliga våldsmonopolet) är principen särskilt viktig inom straffrätten. Det är här som legalitetskraven är som strängast.⁹ Det bör understrykas att legalitetsprincipen endast hindrar att åtgärder vidtas till nackdel för den tilltalade. Till dennes fördel kan åtgärder vidtas oberoende av principens innehåll.¹⁰

I BrB 1 kap 1 § finns ett krav på lagstöd vid bestämmande av vad som utgör ett brott, vilket även innefattar ett förbud mot analogisk tillämpning av en straffrättsbestämmelse.¹¹ Av art. 7 av Europarådets konvention angående skydd för de mänskliga rättigheterna och de grundläggande friheterna, som gäller som svensk lag enligt lagen (1994:1219) följer att:

Ingen må fällas till ansvar för någon gärning eller underlåtenhet, som vid tidpunkten för dess begående icke utgjorde ett brott enligt inhemsk eller internationell rätt. Ej må heller högre straff utmätas än vad som var tillämpligt vid tidpunkten för den brottsliga gärningens begående.

Vidare, i RF stadgas i 2 kap 10 § i anslutning till konventionen att straff eller annan brottspåföljd inte får åläggas för gärning som icke var belagd med brottspåföljd när den förövades och att ej heller svårare brottspåföljd får åläggas än den som var föreskriven då.

Legalitetsprincipen kan betraktas som en sammanfattning av flera rättsnormer. Enligt Frände kan legalitetsprincipens innehåll brytas ned till fyra olika beståndsdelar:

(i) en domare får endast döma med stöd av lag. Således är det förbjudet att döma utanför de givna lagreglerna, det s.k. *prater legem*-förbudet.

⁶ Jareborg, s. 57.

⁷ Frände, 2003, s. 16.

⁸ Jareborg, s. 57 f.

⁹ Frände, 2003, s. 16.

¹⁰ Frände, 2004, s. 31.

¹¹ Holmqvist, *et al*, s. 1:4.

- (ii) En domare får endast döma på grundval av den lag som gällde vid tidpunkten då gärningen begicks, d.v.s förbud mot retroaktiv strafflagstiftning.
- (iii) Förbud mot användande av analogi inom straffrätten.
- (iv) Krav på ett mått av bestämdhet i fråga om en straffrättslig lagregel, d.v.s. ett förbud mot obestämda strafflagar.¹²

Legalitetsprincipen ställer således krav både på lagstiftaren och rättstillämparen. *Praeter legem*-förbudet och analogiförbudet riktar sig i första hand till rättstillämparen, medan retroaktivitetsförbudet och förbudet mot obestämda strafflagar i första hand riktar sig till lagstiftaren.

För denna uppsats är *praeter legem*-förbudet och förbudet mot obestämda strafflagar främst av intresse. Dessa delar av legalitetsprincipen kommer därför att ägnas särskild uppmärksamhet nedan, men först skall några ord nämnas om retroaktivitetsförbudet och analogiförbudet.

Retroaktivitetsförbudet förbjuder inte bara kriminalisering av redan utförda gärningar. Förbudet omfattar även situationer där lagstiftaren retroaktivt skärper redan existerande straffhot, t.ex. genom att straffminimum eller straffmaximum höjs eller att straffarten skärps. Det är även förbjudet att ge lagändringar retroaktiv verkan genom att exempelvis förlänga preskriptionstiden.¹³ Det bör emellertid understrykas att retroaktivitetsförbudet endast innefattar ett förbud mot retroaktiv strängare kriminalisering.¹⁴ Om ny lag har meddelats som är till den tilltalades förmån, skall den nyare lagen gälla om den leder till frihet från straff eller till lindrigare straff.¹⁵

En analogisk tillämpning av en regel innebär att (i) det finns en regel som är någorlunda preciserad, (ii) det finns oreglerade fall som i något hänseende liknar dem som denna regel uttryckligen omfattar, och (iii) det finns starkare skäl att låna denna lösning från regeln i fråga än för att "låta lagens tystnad tala".¹⁶ Analogilösningar baserar sig således på relevant likhet, enligt principen att lika fall skall behandlas lika, likhetsprincipen. Ett förbud mot analogisk tillämpning innebär således i princip att likhetsprincipen inte får utsträckas för att överskrida den ordalydelse som straffbudet har enligt normalt språkbruk.

Det bör emellertid understrykas att analogiförbudet inte hindrar att vissa juridiska begrepp får en juridisk-teknisk definition som avviker från normalt

¹² Frände, 1989, s. 2 ff. Denna uppdelning stämmer även överens med Jareborg, Jareborg, s. 57 f.

¹³ Frände, 2004, s. 46 f.

¹⁴ Jareborg, s. 57.

¹⁵ BrP 5 §. Detta gäller dock inte om det är fråga om en gärning som under viss tid varit straffbelagd på grund av då rådande särskilda förhållanden. Ett belysande exempel i detta avseende är NJA 1973, s. 109. I fallet hade skett en överträdelse av en bestämmelse om affärstid i butiker. Den tilltalade dömdes för överträdelse som skett medan bestämmelsen gällde, trots att bestämmelsen inte var i kraft vid den tidpunkten för domen.

¹⁶ Strömholm, s. 408. Att "låta lagens tystnad tala" innebär att man faller tillbaka på en "basregel", såsom exempelvis det som inte är förbjudet är tillåtet etc., Strömholm, s. 407.

språkbruk, under förutsättning att det rör sig om ett fast etablerat juridiskt språkbruk, såsom exempelvis är fallet vid en legaldefinition.¹⁷

2.1.1 *Praeter legem*-förbudet

Praeter legem-förbudet i svensk rätt framgår av ett *e contrario*-slut från 8 kap. 3 § RF, att domaren inte får föreskriva vad som är brott eller straff.¹⁸ Detta innebär att domarens verksamhet måste grundas på lag, och lagstiftaren förbjuds att, genom vaga rekvisit, överföra beslutanderätten om de straffrättsliga rekvisitens innehåll till rättstillämparen.¹⁹ *Praeter legem*-förbudet bidrar således till att det straffrättsliga systemet får en statisk karaktär. Den öppna rättskälrelära som råder inom civilrätten, där lagtextens betydelse kan fastställas med hjälp av bakomliggande principer, kan inte tillämpas inom straffrätten. Inom straffrätten sätter den normalspråkliga eller den juridiska ordalydelsen gränserna för domstolarnas tolkningsverksamhet.²⁰ Däremot anses legalitetsprincipen ge den dömande makten rätt att, till den tilltalades förmån, vidga tolkningsutrymmet i straffstadganden. Detta uttrycks i den latinska frasen *in dubio mitius*.

2.1.2 Förbudet mot obestämda strafflagar

Förbudet mot obestämda strafflagar torde innebära ett krav på att strafflagar skall vara så tydliga att gemene man, genom en läsning av strafflagarna, förstår innebörden av de olika kriminaliserade gärningarna och härigenom varnas och kan undvika att begå en brottslig handling. En sådan straffrättslig lagtext är dock svår att uppnå i praktiken och skulle ställa orimliga krav på lagstiftaren; lagbuden skulle bli extremt omfattande och kasuistiskt utformade. Sådan lagstiftningsteknik tillämpas numera inte i Sverige.²¹ Däremot torde förbudet mot obestämda strafflagar åtminstone innebära att gärningstyp och straffhot anges med en sådan begriplighet och precision att den juridiskt utbildade kan förutse det kriminaliserade området.²² Men även om det i princip råder ett förbud för lagstiftaren att överföra bestämmanderätten över innehållet i straffrättsliga rekvisit till rättstillämparen, kan det inte uppställas ett absolut krav på korrespondens mellan lagtext och en viss konkret gärning; en lagtext kan aldrig till fullo återge ett visst åsyftat norminnehåll. Detta innebär att all lagstiftning präglas av en avvägning mellan lagstiftarens syfte med den straffrättsliga regleringen och lagtextens förmåga att förmedla detta syfte.²³

Således finns en nödvändig vaghet i all straffrättslig lagtext, vilket medför att, även om lagstiftaren har monopol på strafflagstiftning, det överlämnas

¹⁷ Frände, 2004, s. 55.

¹⁸ Samuelsson, *et al*, s. 127.

¹⁹ Samuelsson, *et al*, s. 127.

²⁰ Frände, 2004, s. 35.

²¹ Istället eftersträvas koncentration och knapphet i lagreglernas utformning; man använder sig av en *abstrakt eller syntetisk lagstiftningsmetodik*. Sundell, s. 109.

²² Frände, 2003, s. 19.

²³ Samuelsson, *et al*, s. 121.

till domstolar att tillämpa och tolka vad de olika rekvisiten innebär.²⁴ Domstolarnas tillämpning och tolkning utgör strängt taget en ny version av den norm som tillämpas eller tolkas: genom tolkning av en viss lagtext skapar domaren en ny norm grundat på underlaget i straffstadgandets text.²⁵ Dock, för att legaliteten skall kunna upprätthållas, krävs dels att reglerna är klara och tydliga samt att de skäl som ligger till grund för rättstillämpningen är kända eller åtminstone allmänt tillgängliga och begripliga.²⁶

Det är i det närmaste omöjligt att mer exakt redogöra för vilka krav legalitetsprincipen ställer på lagstiftaren och rättstillämparen. I detta sammanhang är det tillräckligt att uppmärksamma läsaren på den generella innebörden av legalitetsprincipen och de legalitetsmässiga betänkligheter en abstrakt lagkonstruktion med vaga rekvisit leder till. I straffrättsliga sammanhang medför en sådan lagkonstruktion att den enskilde inte på förhand med tillräcklig visshet kan fastställa hur hans handlande kan komma att uppfattas av domstolarna.

2.2 Insiderlagstiftningens utveckling inom EU

Genom 1989 års insiderdirektiv, ISD, infördes de första gemenskapsrättsliga kraven på insiderlagstiftning för medlemsstaterna. Direktivets syfte är att motverka insiderhandel och samordna medlemsstaternas lagstiftning med avseende på detta rättsområde.²⁷

ISD innehåller minimiregler mot insiderhandel samt definitioner av vilka personer som skall betraktas som insiders och vad som utgör insiderinformation. Insiderinformation definieras som icke offentliggjord information av specifik natur som, om den offentliggjordes, skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset.²⁸

Insiderdirektivets minimiregler – Sverige valde att inte utfärda strängare regler – implementerades i den svenska lagstiftningen genom IL.²⁹

I en rapport som presenterades i februari 2001, föreslogs en ny lagstiftningsprocess inom EU, Lamfalussymodellen. Modellen, som har fått sitt namn efter kommitténs ordförande, Alexandre Lamfalussy, syftar till att uppnå en snabbare och flexiblare lagstiftningsprocess. Den delar in rättsbildning och övervakning i fyra nivåer.

²⁴ Samuelsson, *et al*, s. 126 f.

²⁵ Samuelsson, *et al*, s. 121.

²⁶ Samuelsson, *et al*, s. 35.

²⁷ Prop. 1990/91:42, s. 35.

²⁸ Art 1.1, ISD.

²⁹ Af Sandeberg, s. 55.

På nivå ett fastställs allmänna principer enligt det vanliga lagstiftningsförfarandet inom EG-rätten, d.v.s. genom direktiv eller förordningar som föreslås av kommissionen och antas av rådet och EP.³⁰

Därefter, på den andra nivån, antar kommissionen genomförandebestämmelser, efter delegering på nivå ett, för att fylla ut och anpassa de allmänna principerna. Sådan delegering förekommer i MmD, bl.a. i 1 art, angående definitionen av insiderinformation. Kommissionen biträds sitt arbete av ESC, Europeiska värdepapperskommittén, som består av företrädare för medlemsstaterna.³¹

På nivå 3 har Europeiska värdepapperskommittén, CESR, som har inrättats av kommissionen, fått till uppgift att vägleda kommissionen, särskilt när det gäller att utforma utkast till genomförandeåtgärder på värdepappersområdet. På samma nivå finns även ett samarbete mellan medlemsstaternas tillsynsmyndigheter på värdepappersmarknaden, som delvis syftar till att se till att bestämmelserna, som har beslutats på nivå ett och två, genomförs på ett konsekvent sätt.³²

Nivå 4 innebär att kommissionen skall ta ett ökat ansvar för att säkerställa att EG-lagstiftningen genomförs i medlemsstaterna.³³

MmD var det första direktiv som antogs enligt Lamfalussymodellen. Direktivet ersätter ISD och har implementerats i den svenska MmL. Insiderinformation definieras i art 1.1 som icke offentliggjord information av specifik natur som, om den offentliggjordes, skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på ett visst finansiellt instrument eller relaterat derivatinstrument.

Som komplettering till MmD har tre genomförandedirektiv antagits. För denna uppsats vidkommande är endast det första och tredje genomförandedirektiven intressanta. Det första genomförandedirektivet innehåller i artikel 1 en precisering av definitionen av insiderinformation. Det tredje genomförandedirektivet preciserar närmare hur definitionen av insiderinformation skall förstås när det gäller råvaruderivat.

2.3 Begreppet insiderinformations utveckling i Sverige

Genom införandet av ARL 1972 fick Sverige sin första insiderlagstiftning. Lagen ålade en begränsad krets insiders att registrera sina och vissa närståendes innehav i ett offentligt register.³⁴ Lagstiftningen innehöll således inget direkt förbud mot insiderhandel utan endast en anmälningsskyldighet. Det

³⁰ Samuelsson, *et al*, s. 169 f.

³¹ Samuelsson, *et al*, s. 170.

³² Samuelsson, *et al*, s. 170 f.

³³ Samuelsson, *et al*, s. 170 f.

³⁴ Prop 1990/91:42, s. 30-31.

förutsattes att massmedia skulle uppmärksamma insidertransaktioner på ett sätt som skulle avskräcka från insiderspekulation enligt skampåleprincipen.³⁵

Under 1980-talet hade antalet transaktioner på den aktiemarknaden ökat väsentligt³⁶ och ARL ansågs inte i tillfredställande mån avskräcka från insiderspekulation.³⁷ För att upprätthålla allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden infördes därför LVM, år 1985. I och med detta fick Sverige det första direkta förbudet mot insiderhandel. Handelsförbudet riktade sig endast till en viss personkrets, personer med insynsställning.³⁸ Den information som utlöste handelsförbud var endast sådan som rörde ett enskilt företag, s.k. företagsspecifik information.³⁹ Allmänt kursdrivande information föll alltså utanför.

LVM innehöll ingen självständig definition av insiderinformation. Vilken information som klassades som insiderinformation framgick istället av de lagrum som angav de olika handelsförbuden; endast information som omfattades av handelsförbudet utgjorde insiderinformation.

LVM innehöll två direkta förbud mot insiderhandel. I 7 § förbjöds handel med aktier då en juridisk person beslutat att till en vidare krets lämna ett offentligt erbjudande om förvärv av aktier i ett aktiemarknadsbolag, eller om frågan om sådant erbjudande väckts i den juridiska personens styrelse eller hos någon annan behörig att fatta beslut om erbjudandet. Förbudet omfattade personer som i egenskap av arbetstagare eller uppdragstagare hos den juridiska personen, målbolaget eller något av deras moderföretag hade fått kännedom om beslutet eller den väckta frågan, samt fysiska personer som hade fått sådan kännedom och som ägde aktier motsvarande minst fem procent av aktiekapitalet eller röstetalet för samtliga aktier i den juridiska personen eller aktiemarknadsbolaget. Förbudet upphörde när erbjudandet hade offentliggjorts eller när den väckta frågan hade förfallit.

Förbudet i 8 § träffade personer i insynsställning⁴⁰ i ett aktiemarknadsbolag och gällde för andra fall än där det s.k. takeover-förbudet i 7 § aktualiserades. Enligt första punkten inträdde handelsförbud för en insider som kände till en omständighet i bolagets eller dess moderföretags verksamhet om vilken upplysning lämnats i årsredovisning, delårsrapport eller årsbokslut, som inte ännu hade offentliggjorts, om omständigheten var ägnad att väsentligt påverka kursen på bolagets aktier när den blir allmänt känd.

Enligt andra punkten inträdde handelsförbud när en insider i annat fall kände till en icke offentliggjord omständighet i bolagets eller dess moderföre-

³⁵ SOU 1970:38, s. 48.

³⁶ Prop. 1984/85:157, s. 21.

³⁷ SOU 1984:2, s. 92.

³⁸ Se 6 § LVM.

³⁹ 7,8 §§ LVM.

⁴⁰ Vilka personer som hade insynsställning framgick av 6 §. Omfattades gjorde bl.a. styrelseledamöter, VD, andra ledande befattningshavare, revisorer, samt aktieägare som ägde mer än 5 % av aktierna eller rösterna i bolaget.

tags verksamhet om omständigheten uppenbart var ägnad att väsentligt påverka kursen på bolagets aktier när den blir känd.

Det kan således noteras att LVM delade upp insiderinformationen i tre klasser. Information om en takeover som föll in under 7 § klassades som insiderinformation *per se*, utan att en prövning skulle göras av dess kurspåverkande effekt. För information som utlöste handelsförbud enligt 8 § 1p gällde att den omständighet som informationen avsåg måste vara ägnad att *väsentligt påverka* kursen. För information som utlöste handelsförbud enligt 8 § 2 p gällde att omständigheten som informationen avsåg skulle *uppenbart* vara ägnad att *väsentligt påverka* kursen.

År 1991 trädde en ny lag, IL, i kraft. Handelsförbudet i IL aktualiserades för en insider⁴¹ som fick information eller kunskap om en icke offentliggjord omständighet som var ägnad att väsentligt påverka kursen på fondpapper. Handelsförbudet upphörde när omständigheten blev allmänt känd eller upphört att ha betydelse för kurssättningen.

IL omfattade, till skillnad från sin föregångare inte endast företagsspecifik information, utan även allmänt kurspåverkande omständigheter. IL införde därför en enhetligare reglering av insiderinformation där kärnfrågorna var om den omständighet som informationen avsåg var ägnad att väsentligen påverka kursen, samt om den var offentliggjord eller allmänt känd.

I 5 och 6 §§ IL fanns en exemplifiering av omständigheter som typiskt sett ansågs ägnade att väsentligen påverka kursen.⁴² Dessa s.k. hjälpregler var avsedda att fungera som en vägledning vid väsentlighetsbedömningen och var inte avsedda att vara uttömmande.⁴³ Effekten av ifall en omständighet fanns med i exemplifieringen blev en presumtion. Den misstänkte ålades en åberopsbörda som liknar en bevisbörda för en alternativ förklaring av händelseförloppet.⁴⁴

År 2001 trädde ISL i kraft, varigenom minimireglerna i ISD implementerades. I samband med detta infördes därmed även en legaldefinition av insiderinformation. Definitionen i 1 § 1p angav att insiderinformation omfattade information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som var ägnad att väsentligen påverka kursen på finansiella instrument. I och med detta blev regleringen av vilken information som utlöste handels-

⁴¹ Insiderkretsen i IL är större än i LVM. Enligt IL 4 § omfattas alla personer som i sin anställning, befattning eller uppdrag har fått information om en icke offentliggjord kurspåverkande omständighet. Förbudet gäller även en person som fått sådan information av någon med insiderställning och som inte är i god tro. Kretsen omfattar även fysiska personer med större aktieinnehav i berörda företag.

⁴² I denna uppräknings återfanns exempelvis en motsvarighet till den situation som i 7 § LVM aktualiserade ett förbud mot insiderhandel inför ett förestående uppköpserbjudande.

⁴³ Prop. 1999/2000:109, s. 58.

⁴⁴ Samuelsson, et al, s. 194 f.

förbud än mer enhetlig och även de tidigare hjälpreglerna i 5 och 6 §§ IL togs bort.⁴⁵

År 2005 infördes MmL för att implementera MmD och ersatte därmed ISL. Definitionen av insiderinformation justerades en aning och lyder numera enligt 1 § 1p: ”Information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligen påverka priset på finansiella instrument.” Jämfört med legaldefinitionen i ISL skall omständigheten enligt MmL inte vara kurspåverkande utan prispåverkande.⁴⁶

⁴⁵ Motivuttalanden gör gällande att hjälpreglerna alltjämt fortfarande skall ha viss aktualitet, prop. 1999/2000:109, s. 58. Detta kommenteras närmare i avsnitt 3.4.4.

⁴⁶ Detta kommenteras närmare under 3.4.

3 Insiderinformation

3.1 Information

Som nämnts tidigare är insiderinformation information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligen påverka priset på finansiella instrument.⁴⁷ Först och främst är det därför lämpligt med en kort redogörelse för vad som inryms i det allmänna begreppet information.

Själva kärnan i det allmännspråkliga begreppet information är 'en viss mängd fakta eller föreställningar'.⁴⁸ Exempel på denna användning finner vi i *sitta på information, få information, lämna information, och söka information*.⁴⁹

En andra huvudbetydelse för information är 'överföring av en viss mängd fakta eller föreställningar'. I denna betydelse åsyftas processen som helhet, d.v.s. själva överföringen av viss mängd fakta eller föreställningar mellan en avsändare och en mottagare.⁵⁰ Exempel på denna användning av ordet information finner vi i *information på modersmålet*, samt i sammansättningar som *informationsdag, informationsmöte*. Det rör sig här om en dag eller ett möte som gäller överföring av en viss mängd fakta eller föreställningar.⁵¹

Vad angår begreppet insiderinformation verkar den förstnämnda innebörden av information, 'en viss mängd fakta eller föreställningar' vara avsedd. Innebörden av information i detta avseende ligger väldigt nära ord som upplysning, uppgift eller meddelande. I motiven till ISL beskrevs information som en samlingsbeteckning för uppgifter, kunskaper och vetande av vilket slag som helst. I begreppet information ansågs därför inrymmas alla typer av uppgifter oberoende av deras karaktär.⁵²

I uttalandet förbiser lagstiftaren skillnaden mellan kunskap och information. Distinktionen mellan kunskap och information torde dock inte aktualiseras förrän i uppsåtsbedömningen.⁵³ En fördjupning i detta avseende ligger således utanför ramarna för denna uppsats. Det finns däremot ändå anledning att

⁴⁷ Som framgår av avsnitt 1, avser denna uppsats inte att närmare gå in på "finansiella instrument".

⁴⁸ I denna formulering inryms såväl sådant som syftar till att avspegla den faktiska verkligheten som sådant som avser en önskad eller frammanad värld, t.ex. i reklam- eller propagandasammanhang, Allén, *et al*, s. 22.

⁴⁹ Allén, *et al*, s. 22.

⁵⁰ Det som sker är att det utgår någon sorts representation av mängden fakta eller föreställningar. Representationen betecknar vi som data. Ur dessa data kan mottagaren sedan utvinna den mängd fakta eller föreställningar som avsändaren avsett. I detta avseende kan data betraktas som potentiell information.

⁵¹ Allén, *et al*, s. 23.

⁵² Prop. 1999/2000:109, s. 81.

⁵³ Se om detta Samuelsson, *et al*, s 184 f.

reflektera över gränsdragningen mellan data, information och kunskap. Som nämnts är data representation av viss mängd fakta eller föreställningar, d.v.s. representation av information.⁵⁴ Information, däremot, förutsätter mottagarens tolkning. Det rör sig här om mental storhet.⁵⁵ Information tar alltså sikte på innebörden av data, varför en mottagare med förmåga till tolkning av data förutsätts.

Mottagaren får data. I den mån dessa kan tolkas av honom innebär det att han tar del av information. Däremot får inte personen i fråga kunskap om något förrän han verkligen har tillägnat sig informationen och tillgodogjort sig den.⁵⁶ Kunskap är därför något mer i kvalitativt hänseende än information. Det förutsätter att personen i fråga har en förståelse av viss information, en förståelse som har inhämtats genom erfarenhet eller lärande.⁵⁷

Enligt motiven till ISL är begreppet information så omfattande och vidsträckt att gränserna för vad som utgör insiderinformation i praktiken sätts av de andra kriterierna i definitionen.⁵⁸

3.2 Omständighet

För att informationen skall kunna klassas som insiderinformation krävs att den avser en 'omständighet'. Kriteriet härrör från ISD och återkommer i art 1.1 MmD som bl.a. stadgar att insiderinformation avser icke offentliggjord information av specifik natur. I art. 1.1, första genomförandedirektivet finns ett förtydligande av huvuddefinitionen i MmD. Enligt denna artikel 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. Vidare uppställs kravet att informationen i fråga skall vara tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på priserna på finansiella instrument eller relaterade derivatinstrument.

I förarbetena till MmL anges däremot att informationen skall avse en specifik omständighet.⁵⁹ Detta skiljer sig alltså från formuleringen i MmD där det stadgas att det är informationen som skall vara specifik, inte omständigheten. Förarbetena kommenterar inte denna skillnad utan verkar förutsätta att man har återgett innehållet i direktiven på ett korrekt sätt. Detta kommer att beröras närmare i avsnitt 3.2.3.

I samband med att definitionen av insiderinformation infördes i svensk rätt gjordes inga förtydliganden av vad som avses med att informationen skall

⁵⁴ Notera dock användningen av begreppet information i 'informationsbehandling'. Det som behandlas här är egentligen representationer av information, varför 'databehandling' vore mer korrekt.

⁵⁵ Allén, *et al.*, s. 22 ff.

⁵⁶ Allén, *et al.*, s. 22 ff.

⁵⁷ Samuelsson, *et al.*, s. 185.

⁵⁸ Prop. 1999/2000:109, s. 81.

⁵⁹ Prop. 2004/05: 142, s. 55 f. och prop. 1999/2000:109 s. 81.

vara av specifik natur.⁶⁰ I motiven till MmL ansågs inte heller förtydligandet i det första genomförandedirektivet nödvändiggöra någon förändring av den svenska regleringen i detta avseende. Skälet för detta var att begreppet omständighet redan ansågs innefatta ett specificitetskrav. Ett förtydligande härom i motiven ansågs därför vara en tillräcklig åtgärd.⁶¹ Det förefaller alltså som om, för den närmare innebörden av detta kriterium, det hänvisas till artikel 1.1, första genomförandedirektivet.⁶²

Enligt definitionen i första genomförandedirektivet skall, som nämnts, frågan om huruvida informationen är av specifik natur bedömas med hänsyn till två faktorer: För det första krävs att informationen anger en eller flera omständigheter som föreligger/har inträffat eller som rimligtvis kan komma att föreligga/förväntas inträffa. För det andra krävs att sådan information är specifik nog för att möjliggöra slutsatser angående omständigheternas möjliga prispåverkande effekt.

3.2.1 Sannolikhetskriteriet

Den kritiska frågan i detta sammanhang är vilken grad av sannolikhet som krävs för att sannolikhetskriteriet i art 1.1 första genomförandedirektivet skall vara uppfyllt, samt från vems perspektiv sannolikheten skall bedömas. Av intresse för dessa frågor är gränsdragningen mellan ryktesspridning och insiderinformation.

3.2.1.1 Gränsdragningen mot ryktesspridning

I förarbetena till IL nämns att rena rykten inte kan anses utgöra omständigheter i relevant bemärkelse.⁶³ Spekulationer, rykten eller åsikter grundade på allmänt tillgänglig information omfattas således inte av det straffbara området.⁶⁴ För att undvika missförstånd bör med 'rykte' i detta sammanhang förstås information om en omständighet från en källa som inte är tillförlitlig nog, vilket medför att uppgifterna inte kvalificerar som insiderinformation. Detta synsätt medför att insiderspekulation baserad på rena rykten är tillåten.

Förarbetena förefaller hävda att det vid gränsdragningen mellan information om specifik omständighet och rykte, vikt skall fästas vid tillförlitligheten hos de informationskanaler varifrån informationen härrör. När det gäller marknadsinformation, såsom exempelvis information som rör orderläget för ett fondpapper eller investeringsbeslut, skall sådan information anses uppfylla specificitetskriteriet, snarare än utgöra ett rykte, om den härrör från

⁶⁰ 1 § 1p. ISL. Se prop. 1999/2000:109, s. 81 och Ds 2000:4, s. 58.

⁶¹ Prop. 2004/05:142, s. 56.

⁶² Denna bild bekräftas av hur kriteriet uppfattas av domstolarna. Se t.ex. Stockholms tingsrätts dom, B 18870-07, 2007-10-17, s. 18; Göteborgs tingsrätts dom B 12292-06, 2007-05-23, s. 7 ff.

⁶³ Prop. 1990/91:42, s. 87.

⁶⁴ Af Sandeberg, s. 84.

exempelvis en kundkontakt eller fondenheten på en kapitalplacerande institution.⁶⁵ Det synes även råda enighet inom doktrinen att gränsdragningen skall göras med utgångspunkt i tillförlitligheten hos informationskanalerna, även om viss oenighet råder när det gäller hur denna gränsdragning mer exakt skall ske. Afrell, *et al*, uppmärksammar skillnaden mellan information från mindre initierat håll, som således till sin art är mer ryktesbetonad, och sådan som härrör från mer välunderrättade personer, som skulle kunna utgöra förbudsgrundande information.⁶⁶ Af Sandeberg, däremot, är mer specifik i sina uttalanden. Enligt af Sandeberg skall den definitiva gränsen för när information är tillräckligt specifik gå vid rykten som kommer från informationskanaler som vanligen har tillgång till insiderinformation.⁶⁷ Bengtsson är mer måttfull i sina uttalanden. Efter att ha noterat gränsdragningsproblematiken, samt att rykten i regel inte bör utgöra insiderinformation, uttalar han att viss försiktighet bör iaktas när det gäller rykten som kommer från informationskanaler som vanligen har tillgång till insiderinformation samt rykten som sprids på chat-sidor eller liknande på Internet som endast når en begränsad krets av personer.⁶⁸ Af Sandeberg, däremot, är av en annan uppfattning. Rykten som sprids via chat-sidor eller liknande Internetsidor, och som endast når en begränsad krets av personer, anser hon alltså skola hänföras till kategorin rykten, och således inte utgöra insiderinformation.⁶⁹

Som följer av ovan förutsätter förarbeten och doktrin att sannolikheten för att en omständighet föreligger är beroende av vilka informationskanaler som uppgifterna kommer ifrån. "Information"⁷⁰ från tillförlitliga kanaler som senare visar sig vara felaktig kan enligt ett sådant synsätt mycket väl nå upp till sannolikhetskriteriet.

3.2.1.2 Sannolikhetsgrad och bedömningsperspektiv

Förarbetenas och doktrinen resonemang om gränsdragningen mot ryktes-spridning klargör inte vilken grad av sannolikhet som krävs för att en omständighet skall anses föreligga eller komma att föreligga. Vidare kvarstår frågan om från vilket perspektiv sannolikheten skall bedömas.

För att reda på från vems perspektiv sannolikheten skall bedömas är det lämpligt att ta ledning av insiderbrottets art och rekvisitet insiderinformations betydelse för detta brott. För att information skall kvalificera som insiderinformation krävs att den är ägnad att väsentligen påverka priset. Själva ägnandebrottet är ett faredelikt. Detta innebär att det räcker (och krävs) att fara föreligger, till en viss grad av sannolikhet, för att rekvisitet skall vara uppfyllt. Huruvida effekten sedermera realiserar eller ej spelar ingen roll för frågan om rekvisitets uppfyllande. Vidare rör det sig om ett abstrakt faredelikt.⁷¹ Det abstrakta i ägnandedelikten utgörs av att man bortser från fallets

⁶⁵ Prop. 1990/91:42, s. 87

⁶⁶ Afrell, *et al*, s. 52.

⁶⁷ Af Sandeberg, s. 84.

⁶⁸ Bengtsson, s. 14.

⁶⁹ Af Sandeberg, s. 84.

⁷⁰ Enligt den definition som stipulerades ovan verkar det felaktigt att tala om rykte ifall det avser information som sprids från tillförlitliga kanaler.

⁷¹ Frände, 2004, s. 68, 92 ff, se även Leijonhufvud, s. 36.

konkreta drag och genomför en typklassificering.⁷² Bedömningen baseras således inte på samtliga omständigheter utan på ett begränsat underlag av fakta. Man abstraherar från vissa omständigheter i det konkreta fallet för att kunna få fram vad som är det typiskt sett farliga.⁷³ Som exempel kan nämnas att vid en omkörning utan sikt, man bortser från det faktum att det i det konkreta fallet inte fanns någon mötande trafik.⁷⁴ Detta skall skiljas från de konkreta faredelikten där fullbordandet till stor del är beroende av slumpen.

Mot bakgrund av detta verkar det lämpligt att bedöma sannolikheten för att omständigheten skall anses föreligga eller komma att föreligga utifrån vad man typiskt sett kan sluta sig till givet de fakta som är tillgängliga för den misstänkte vid handlingsögonblicket. Detta synes även stämma med den tidigare anförda ståndpunkten, att, frågan om ett rykte skall kunna ligga till grund för att insiderinformation föreligger, får bedömas med ledning av källornas tillförlitlighet. Frågan är alltså vilka källor som typiskt sett är tillförlitliga. Från den misstänktes perspektiv framstår information från tillförlitliga källor som mer sannolik, medan information från andra källor, d.v.s. rykten, framstår som mindre sannolik. Det stämmer även bra överens med CESR:s riktlinjer som anger att frågan avgörs av ifall det är ”reasonable to draw this conclusion based on the ex ante information available at the time.”⁷⁵

När det sedan gäller frågan om vilken grad av sannolikhet som krävs ger som nämnts varken förarbetena eller doktrinen någon ledning. En möjlig syn är, för att bibehålla konsistensen i lagstiftningen, sannolikhetsgraden skall vara densamma som för väsentlighetsrekvisitet, d.v.s. det krävs att det skall vara mycket sannolikt.⁷⁶ En sådan hög sannolikhetsgrad verkar vara att föredra för att underlätta den annars så svåra gränsdragningen mellan insiderinformation och annan spekulativ och svårverifierbar information.

För att reda ut vad sannolikhetskriteriet innebär krävs att en rad andra tolkningsproblem analyseras. Först och främst gäller det att reda ut vad det är som kan kvalificeras som en ’omständighet’. Kan ett rykte i sig utgöra omständighet och inte endast det som ryktet refererar till? Analogt med detta är frågan om en köp/säljrekommendation kan utgöra en omständighet, eller är det endast de överväganden och de fakta som ligger till grund för rekommendationen som kan betraktas som ’omständighet’? Något omformulerat kan man ställa sig frågan om information om en sälj/köp-rekommendation eller information om ett rykte kan utgöra sådan information som, givet att den når upp till övriga delrekvisit i begreppet insiderinformation, som kan medföra handelsförbud? Frågan om huruvida en köp/säljrekommendation från en insider kan utgöra insiderinformation behandlades i Tivox-målet. Detta fall och därmed förbundna frågor kommer

⁷² Frände, 2004, s. 68, 92 ff.

⁷³ Leijonhufvud, s. 36.

⁷⁴ Frände, 2004, s. 68, 92 ff.

⁷⁵ CESR:s riktlinjer art 1.5.

⁷⁶ Se avsnitt 3.5.2.1.

att behandlas nedan, men först är det på sin plats med en allmän redogörelse om vad som kan utgöra en 'omständighet'.

3.2.2 Specificitetskriteriet – kvalificering av vad som kan utgöra en omständighet

När det gäller den andra faktorn av precisionskravet krävs enligt första genomförandedirektivet att information är specifik nog för att möjliggöra slutsatser angående omständigheternas möjliga prispåverkande effekt. Enligt CESR:s riktlinjer finns det två fall där informationen är specifik nog för att göra det möjligt att dra slutsatser avseende omständigheternas prispåverkande effekt: (i) när informationen är sådan att den tillåter en *reasonable investor* att företa en placering utan (eller till en väldigt låg) finansiell risk; (ii) när informationen är sådan att det vore sannolikt att den omedelbart skulle bli exploaterad av marknaden.⁷⁷

De svenska förarbetena uttalar att det inte finns några krav på att informationen skall vara av ett visst slag: informationen kan avse vilken kurspåverkande omständighet som helst. För att vara specifik behöver en omständighet inte vara kopplad till ett visst subjekt, såsom exempelvis ett aktiemarknadsbolag.⁷⁸ Den kurspåverkande omständigheten kan avse en allmänt kurspåverkande omständighet, t.ex. det allmänna ränteläget, nya skatteregler, kunskap om en stor aktieägares förväntade affärer eller kunskap hos en portföljförvaltares anställda om en kunds avsikter med sina affärer.⁷⁹ Således kan förbudet vara tillämpligt på information som närmast avser aktiemarknaden i sin helhet (makroekonomiska data etc.).⁸⁰ Det kan även tänkas att sådan "allmänt kursdrivande information" bara berör vissa branscher eller åtminstone berör en viss bransch mer än andra.⁸¹ Sådan information bör således kunna utgöra insiderinformation för den eller de branscher som den berör. Det har vidare, i linje härmed, påpekats i förarbetena till IL att "problemet är inte att avgöra vilken omständighet som omfattas av förbudet utan främst dess potentiella kurspåverkan".⁸²

Ovan behandlade källor ger intrycket att, uttrycket att information skall vara av specifik natur/avse specifika omständigheter, inte begränsar vilken information som kan klassificeras som insiderinformation. Istället synes följa att om prispåverkanderekvisitet⁸³ är uppfyllt, även specificitetskriteriet/omständighetskriteriet är uppfyllt.

Denna linje kan dock kontrasteras mot vissa uttalanden i förarbetena till IL som gör gällande att information, för att vara specifik, skall avse en omstän-

⁷⁷ CESR, Level 3 second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market (CESR/06~562b), art 1.8.

⁷⁸ Prop. 1990/91:42, s. 82.

⁷⁹ Prop. 1990/91:42, s. 82.

⁸⁰ Prop. 1990/91:42, s. 82.

⁸¹ Prop. 1990/91:42, s. 82.

⁸² Prop. 1990/91:42, s. 82.

⁸³ D.v.s. väsentlighetsrekvisitet, se avsnitt 3.4.

dighet, vilket gör att rena rykten inte omfattas.⁸⁴ Denna motsägelse är dock endast skenbar: Det att ett rykte inte skulle innefattas av begreppet insiderinformation har, som visades ovan, snarare att göra med sannolikhetsrekvisitet; den händelse som ryktet refererar till skulle mycket väl kunna kvalificera som en omständighet, men informationen om denna omständighet är inte tillräckligt tillförlitlig för att kvalificera som insiderinformation. Som lagstiftaren formulerar sig verkar den förutsätta att rykten inte pekar ut en omständighet med tillräcklig tillförlitlighet.⁸⁵ Frågan huruvida rykten skall kunna utlösa handelsförbud får således lösas med ledning av sannolikhetskriteriet: hur sannolikt är det att de omständigheter till vilka ryktena refererar föreligger? En fråga som knyter an till detta, men som lagstiftaren inte berör, är ifall ett rykte i sig inte kan utgöra en omständighet och inte bara de uppgifter som ryktena refererar till? Analogt kan man fråga sig huruvida en köp/säljrekommendation från en insider kan utlösa handelsförbud. Denna fråga tas upp av HD i Tivoxmålet:

NJA 2008 s.292 (Tivox)

Den 23 augusti 2005 hade en aktieägare, TL, efter ett samtal med en finansiell rådgivare, AA, sålt 90 336 aktier i Tivox AB ("Tivox"), noterat på Stockholmsbörsens dåvarande O-lista. Tivox försattes i konkurs den 24 augusti samma år. AA var verksam i Tivox bl.a. som adjungerad styrelseledamot. Under ett sammanträde den 23 augusti mellan kl 13.00 och 15.20 fick AA kännedom om att SHB, bolagets bank, avsåg att säga upp fakturakrediterna. Efter mötet ringde AA ett samtal till bl.a. TL. Det råder delade meningar om vad som sagts under samtalet. Enligt AA ringde han för att ställa in kvällens planerade grillfest, möjligen med hänvisning till arbetsanhopning. TL uppgav att han fått någon form av säljrekommendation av AA.⁸⁶ Tre minuter efter samtalet med AA ringde TL upp sin mäklare. Flera samtal följde inom en kort tidsperiod, resultaten av vilka blev att TL sålde hela sitt innehav i Tivox. Enligt mäklaren var TL mycket angelägen om att affärerna skulle komma till stånd.

Enligt hovrätten rådde det inget tvivel om att AA hade fått insiderinformation genom sitt deltagande i mötet och kännedom om bankens beslut om att säga upp fakturakrediterna till Tivox Automation AB och de konsekvenser det skulle få för Tivox-koncernen. Däremot fann man inte mer än att AA uttryckte att TL borde sälja sina aktier i Tivox och inte att AA informerade om de omständigheter som utgjorde insiderinformation. Åtalet om insiderbrott mot TL var därför inte styrkt. Inte heller enligt den alternativa grunden kunde insiderbrott styrkas. Enligt denna grund skulle TL ha haft insiderinformation bestående i vetskap om att AA genom sin relation till bolaget haft insiderinformation och att AA med denna vetskap uppmanat TL att sälja. På denna punkt ansåg hovrätten att, det faktum att det är fråga om uttalanden av en person som har insiderinformation, inte innebär någon lättnad i kravet på att den information som denne för vidare skall avse vissa specifika förhållanden. Den som mottar en ren säljuppmaning från en person som han vet har insiderinformation kan inte bedömas ha fått del av denna enbart genom detta.

I HD accepterade Riksåklagaren hovrättens bevisvärdering. Således blev frågan för HD beträffande TL om denne skulle fällas till ansvar enligt det alternativa yrkandet i gärningsbeskrivningen. Enligt denna har TL haft insiderinformation bestående i vetskap om att AA genom sin relation till Tivox haft insiderinformation om bolaget och att AA med denna kunskap uppmanat TL att sälja. HD fann att vad som sålunda hade påståtts inte omfattades av begreppet insiderinformation enligt definitionen i MmL. Det att AA var insider i Tivox hade registrerats och var alltså offentliggjord uppgift. Vidare, ansåg HD, att ett råd om att köpa eller sälja finansiella instrument inte i sig utgjorde någon information om en omstän-

⁸⁴ Prop. 1990/91:42, s. 87.

⁸⁵ Se avsnitt 3.2.1.

⁸⁶ AA skulle enligt TL ha sagt "du bör sälja dina aktier" eller att "du bör kanske sälja". Denna utsaga togs emellertid tillbaka i hovrätten.

dighet som är ägnad att påverka priset, d.v.s. det nådde inte upp till specificitetskravet. HD lämnade emellertid en öppning för att det kan tänkas förekomma fall där råd lämnats under sådana förhållanden att den som ger rådet härigenom också i praktiken lämnar information om en viss omständighet av specifik natur.

Enligt HD:s synsätt skulle alltså inte en köp/säljrekommendation i sig kunna utgöra en omständighet som, om någon hade information om, skulle kunna utlösa ett handelsförbud. HD verkar ha tolkat fallet på samma sätt som hovrätten, d.v.s. som att TL mottog en säljuppmaning från AA, en person som han vet har insiderinformation, men TL fick inte del av denna. AA hade insiderinformation, men inte TL.

Den öppning som HD lämnar tar sikte på situationer där rekommendationen är så specifik att den i praktiken ger information om de omständigheter varpå rekommendationen grundar sig, inte att rekommendationen i sig skall kunna utgöra en omständighet. HD förklarar inte under vilka omständigheter en sådan rekommendation skulle kunna utgöra en omständighet och därför kunna ligga till grund för att insiderinformation föreligger. Möjligen skulle såsom Stattin påstår, utgången kunnat bli en annan om åklagaren kunde ha visat att TL hade uppfattat att det förelåg kausalitet mellan bolagets ekonomiska svårigheter och AA:s säljuppmaning.⁸⁷ Som påpekas av densamme kom denna fråga emellertid inte att prövas av HD eftersom det alternativa yrkandet endast tog sikte på frågan huruvida en säljuppmaning lämnat av en insider i sig kan utgöra insiderinformation.

HD:s resonemang är inte helt invändningsfritt. TL har visserligen inte information om de omständigheter varpå AA grundar sin säljuppmaning, men är detta alldeles nödvändigt? Skulle inte en säljrekommendation i sig kunna utgöra en omständighet (inte endast de fakta varpå rekommendationen grundas), och den som har information om denna rekommendation skulle således ha kunna insiderinformation? MmD, läst med CESR:s riktlinjer och de svenska förarbetena ger stöd åt en sådan uppfattning. En omständighet synes kunna vara av vilket slag som helst för att kvalificera som insiderinformation. Det relevanta för bedömningen är ifall omständigheten är prispåverkande i relevant mån.

Tivox-målet kan kontrasteras mot Stockholms tingsrätts avgörande i Telelogic-fallet.⁸⁸ Tingsrätten ansåg här att en persons försäljning av aktier kan utgöra en omständighet.⁸⁹ Tingsrättsens avgörande har givetvis inte någon direkt bäring på innehållet i gällande rätt, särskilt inte eftersom det avgjordes innan Tivox-målet avgjordes i HD. Av intresse i sammanhanget är dock att en insiders egna affärer kan utgöra en omständighet som kan ligga till grund för insiderinformation. På denna punkt är förarbetena klara.⁹⁰ Mot denna bakgrund ter sig HD:s avgörande i Tivox-målet märkligt. En köprekommendation från en insider förefaller analogt med situationen att en insi-

⁸⁷ Stattin, s. 668.

⁸⁸ Stockholms tingsrätt, B 30013-05, 2008-01-10.

⁸⁹ Däremot kvalificerade informationen inte som insiderinformation eftersom den inte nådde upp till väsentlighetsrekvisitet.

⁹⁰ Prop. 1990/91:42, s. 82

der själv har gjort ett förvärv av det ifrågavarande värdepappret. Om möjligt talar starkare skäl för att en köp/säljrekommendation skulle kvalificera som en omständighet än en insiders egna transaktioner. De senare kan ju förämlas av privatekonomiska överväganden, medan rekommendationen utgör ett kategoriskt uttalande från en insider om det egna bolagets värdering på värdepappersmarknaden. Det torde vara ganska säkert att om VD:n för ett börsbolag, låt säga Ericsson, går ut i media och uppmanar alla aktieägare att sälja sina Ericsson-aktier, utan att detta uttalande har något som helst samband med något som har med Ericssons verksamhet eller resultat att göra eller allmänna marknadskarakteristika, denna säljuppmaning skulle vara prispåverkande. Slutsatsen är att en köp/säljrekommendation mycket kan väl kvalificeras som en omständighet, varför information om denna omständighet kan utgöra insiderinformation.⁹¹

Det är en annan sak att, med ett sådant synsätt, begreppet omständighet inte skulle utgöra något reellt rekvisit – någon reell begränsning av det straffrättsliga ansvaret – eftersom alla omständigheter som skulle nå upp till väsentlighetsrekvisitet även skulle nå upp till begreppet omständighet. Detta skulle förmodligen inte förämla några legalitetsmässiga betänkligheter. Rent språkligt torde det inte finnas någon sådan begränsning i begreppet omständighet. Såsom förarbetena är utformade sägs att det inte finns någon begränsning – det enda kriteriet är att omständigheten skall säga något om prisbildningen för ett finansiellt instrument. Det får anses vedertaget att rykten i sig kan påverka prisbildningen av ett finansiellt instrument. Dock, i exemplifieringen verkar lagstiftaren ha haft i åtanke när denne uttalade sig att ”alla omständigheter” omfattas, att det rör sig om omständigheter som antingen tar sikte på bolagsmässiga karakteristika eller allmänna marknadskarakteristika, eller kanske rättare: det rör sig om fundamentala faktorer rörande sådant som påverkar ett företags verksamhet och därmed även prisbildningen på finansmarknaden.

Det skulle föra alltför långt utanför denna uppsats ramar att undersöka vilka faktorer som kan påverka prisbildningen på finansmarknaden och vilket samband dessa har med fundamentala faktorer. Det kan räcka med att konstatera att investerares beteende åtminstone delvis styrs av annat än fundamentala faktorer, såsom exempelvis andra investerares förväntade och faktiska beteende på finansmarknaden. Paralleller kan i sammanhanget dras till JM Keynes teori om *The beauty contest*. För att illustrera hur aktiemarknadens priser styrs av flockbeteenden använder sig Keynes av en analogi baserad på en fiktiv tävling. I exemplet föreställs att ett antal tävlande skall, från ett antal olika fotografier av kvinnor, utse den kvinna som är vackrast. De som väljer det mest valda alternativet vinner ett pris. Den rationelle agenten kommer i exemplet att basera sitt val på vad han tror att den allmänna uppfattningen om skönhet är, och således inte nödvändigtvis välja den kvinna som han själv tycker är vackrast. Det hela kan tas ett steg längre genom att istället ta i beaktande vad man tror att de andra deltagarna har för uppfatt-

⁹¹ En annan sak är frågan om huruvida rekvisitet ”får” är uppfyllt i handelsförbudet, 2 § MmL.

ning om den allmänna uppfattningen. Spekulationsstrategin kan på så sätt tas till ett oändligt antal nivåer.⁹²

För aktiemarknadens vidkommande innebär analogin att investerarna ignorerar fundamentala värden och istället försöker förutse hur marknaden kommer att reagera: volatiliteten (priserörligheten) beror bl.a. på marknads flockbeteenden.⁹³ Enligt ett sådant synsätt torde även rykten kunna vara prispåverkande. Som exempel kan nämnas att Indevoaktien i maj 1990 steg med 25 procent inom loppet av fem dagar utan att det kunde påvisas något samband med någon fundamental faktor.⁹⁴

Det väsentliga i frågan om vad som kan utgöra en omständighet blir uppenbart vid en situation som när två företag ingår ett juridiskt oförbindande letter of intent, avseende exempelvis ett företagsförvärv. Kan själva den juridiskt oförbindande avsiktsförklaringen betraktas som en omständighet i ett avseende som är relevant för begreppet insiderinformation? Om svaret är nekande får frågan huruvida avsiktsförklaringen kan ligga till grund för att insiderinformation föreligger bedömas utifrån sannolikhetskriteriet – hur sannolikt är det, enligt det perspektiv på sannolikhet som stipulerades ovan, mot bakgrund av avsiktsförklaringen att företagsförvärvet kommer till stånd? Det skulle vara ytterst märkligt om inte även en juridiskt oförbindande handling skulle kunna utgöra en omständighet. Det finns inget i begreppet omständighet som skulle exkludera juridiskt oförbindande handlingar, så länge de uppfyller rekvisitet för prispåverkan.

Det är således oklart varför en köp- eller säljrekommendation i sig inte skulle kunna utgöra en omständighet, och likaså varför ett rykte i sig inte skulle kunna utgöra en omständighet. Det förefaller i vart fall märkligt att det kategoriskt skulle vara uteslutet att dessa två omständigheter skulle kunna utgöra 'omständigheter'. De kriterier som dras upp för vad som kan utgöra en omständighet föranleder nämligen inte en sådan kategorisk begränsning.

3.2.3 "Specifik omständighet"

Vidare kan reflekteras över förarbetenas poängterande av att informationen skall avse en specifik omständighet, för att kunna kvalificeras som insiderinformation. Som påpekades ovan innebär detta sannolikt en feltolkning av EG-direktiven, men detta innebär inte att förarbetsuttalandena inte skall tillerkännas någon verkan, eftersom de i det här fallet synes verka till den tilltalades fördel. Det torde i princip följa redan av EG-direktivet att informationen skall avse en specifik omständighet. Möjligen skulle förarbetenas formulering skärpa detta krav ytterligare, även om det inte torde förändra läget särskilt mycket. Om något så preciserar den vilka krav som ställs på bevisningen mot den misstänkte. Vi har således ett läge där åklagaren skall leda i bevis vilken information som den anser brottsligt att använda där det anges vilken specifik omständighet som denna information avser. Av 45

⁹² Keynes, kapitel 12, V.

⁹³ Samuelsson, s, *et al*, s. 200.

⁹⁴ Isaksson, A., s. 78.

kap. 1 § RB följer även att gärningen skall vara angiven i tid och rum. Av grundläggande legalitetshänsyn bör detta tolkas som att åklagaren måste bevisa när och hur den misstänkte har fått information och vilka omständigheter denne har fått information om. Av intresse i sammanhanget är därför Stockholms tingsrätts avgörande i Servisen-målet.⁹⁵ I fallet var det utrett att GN hade insiderinformation om företaget Inwarehouse. Insiderinformationen utgjordes av information om att Kompletten den 22 mars 2007 givit uttryck för en vilja att köpa Inwarehouse. JN, som hade ett förhållande med GN, hade morgonen därpå köpt aktier i Inwarehouse. Förvärvet hade han finansierat genom att sälja alla sina aktier i Ericsson, under en kort tidsperiod. Omsättningen i Inwarehouse var vanligtvis låg. Under morgonen den 23 drog emellertid aktien iväg hastigt, både vad avser kurs och volym. JN stod bakom aktiviteten.

Här fann tingsrätten det utrett att JN hade fått insiderinformation av GN endast baserat på JN:s handelsaktivitet och hans relation till GN. Fallet rör visserligen inte direkt frågan om vilken bevisning som krävs avseende preciseringen av informationen, utan snarare vilken bevisning som krävs för att bevisa när och hur den tilltalade har fått information. Servisen-målet utgör ett exempel på hur åklagaren ofta argumenterar i sitt upplägg av talan. Detta får anses som en stor brist i rättsäkerheten för den tilltalade. Det torde vara ytterst svårt för den tilltalade att bevisa att man aldrig har talat med en viss person om en viss händelse. Om man, som i Servisen-målet, har ett förhållande med en insider skulle varje handel med de värdepapper som informationen avser leda till ”ett alltför säreget sammanträffande av omständigheter för att (...) förvärv av aktier skulle kunna vara följden av tillfälligheter, och inte komma sig av att han fått [insiderinformation].”⁹⁶

Servisen-målet kan kontrasteras mot Synergi/Biacore-målet.⁹⁷ Stockholms tingsrätts resonemang i målet är väldigt snarlikt resonemanget i Servisen-målet.⁹⁸ Hovrätten delar inledningsvis tingsrättens uppfattning om att insiderbrott kan vara styrkt även om åklagaren inte visat exakt vilken information som har lämnats ut. Detta förutsätter dock att det ändå tillförlitligen kan styrkas att insiderinformation verkligen har lämnats ut. I fallet ansåg man emellertid inte att omständigheterna i målet var så entydiga att andra alternativa händelseförlopp kunde uteslutas, varför de tilltalade friades.

För att klargöra problematiken måste man göra skillnad på två saker: informationens beskaffenhet och utlämnandet av informationen. Som ett första steg skall det vara utrett att det finns vissa kurspåverkande omständigheter som når upp till den höjd som krävs för att information om dessa omständigheter utgör insiderinformation. I detta avseende krävs i princip att åklagaren skall leda i bevis vilken specifik information som den anser brottsligt

⁹⁵ Stockholms tingsrätt, B 11357-07, 2007-12-10.

⁹⁶ Stockholms tingsrätt, B 11357-07, 2007-12-10, s.7.

⁹⁷ Synergi AB/Biacore (Svea hovrätt B 7956-07, 2008-01-04). För en närmare redogörelse av fallet, se avsnitt 3.5.2.3.

⁹⁸ ”IC:s starka önskan att handla aktier kan inte tolkas på annat sätt än att han måste ha fått exklusiv information om aktien (...).”, Stockholms tingsrätt, B 18870-07, 2007-10-17, s. 19.

att använda där det anges vilken specifik omständighet som denna information pekar ut. Som ett nästa steg skall det bevisas att en viss person har fått sådan information, alternativt lämnat ut sådan information, beroende av vilket brott som är aktuellt enligt brottsbeskrivningen.

I Biacoremålet såväl som i Servisenmålet var det utrett att en viss person hade insiderinformation. Själva kärnfrågan var ifall informationen hade lämnats ut till den person som hade företagit transaktionerna. Hovrätten lämnade i Biacoremålet öppet för att insiderbrott kan vara styrkt även om åklagaren inte visat exakt vilken information som har lämnats ut. Här uttalar man sig alltså i ett svep om bevisning både av informationens beskaffenhet och utlämnandet av informationen. Detta är olyckligt. Som nämndes ovan krävs, först och främst, att det är utrett att det finns viss specifik information som pekar ut en specifik omständighet. Det skall alltså i princip bevisas *exakt* vilken information som finns tillgänglig. Det är svårt att se hur annars en tillräcklig väsentlighetsbedömning skulle kunna göras. Som framgår av avsnitt 3.4.5. förutsätter formuleringen ”ägnad att väsentligen påverka kursen” att en typklassificering görs. Den ifrågavarande omständigheten skall kunna hänföras till en viss kategori av omständigheter som, mot bakgrund av ett omfattande empiriskt material, historiskt har haft en väsentlig kurspåverkan. Detta är en förutsättning för att ägnanderekvisitet skall vara uppfyllt.⁹⁹ Först därefter kommer man in på frågan om hur denna information har lämnats från en viss person till en annan. Det måste fortfarande, av grundläggande rättsäkerhetsskäl krävas att det utreds exakt vilken omständighet som informationen avser. Hovrättens öppning i Biacorefallet borde rimligen istället ha fått innebörden att det inte behöver utredas ”exakt” hur denna information har fåtts/lämnats ut.

Detta är emellertid inte heller helt oproblematiskt. Vid exempelvis ett mordåtal kan den tilltalade komma med många tänkbara invändningar, såsom exempelvis att han befann sig på en annan plats när mordet begicks. De invändningar som kan göras för att bemöta vissa insideråtal är betydligt mer begränsade. Detta blir särskilt tydligt i Servisen-målet där den bevisning som ledde till fällande dom i princip bestod av den tilltalades relation till en person som hade insiderinformation, samt den tilltalades handelsaktivitet.

3.3 Offentliggjord eller allmänt känd information

För att omfattas av handelsförbudet krävs vidare att omständigheten som informationen avser är icke offentliggjord eller inte allmänt känd. Detta rekvisit är naturligt. Insiderlagstiftningens syfte är att komma tillrätta med den informationsasymmetri som råder mellan ”insiders” och marknaden i stort.¹⁰⁰ Om informationen är offentliggjord eller allmänt känd är lagstiftarens tanke att det inte längre råder någon informationsasymmetri, varför ett handelsför-

⁹⁹ Se, förutom avsnitt 3.4.5, även 3.5, samt 3.2.1.2.

¹⁰⁰ Prop 1999/2000:109, s.54 f.

bud för sådana fall är överflödigt. Som vi kommer att se är emellertid denna del av 'insiderinformation' problematisk. Två frågor som kan väckas i detta avseende är huruvida formuleringen "icke offentliggjord eller inte allmänt känd" syftar till två olika rekvisit och, om så är fallet, är dessa rekvisit alternativa eller kumulativa?

Till skillnad från förarbetena avseende de problem som togs upp i avsnitt 3.2 är lagmotivens behandling av begreppen offentliggjord/allmänt känd tämligen omfattande. Det är därför lämpligt att en behandling av detta/dessa delrekvisit tar sin utgångspunkt där. Som nämnts tidigare är den självständiga definitionen av insiderinformation en relativt ny företeelse, som infördes i samband med ISL. Dessförinnan, d.v.s. i både LVM och IL, ingick vad som ungefärligen motsvarar dagens definition av insiderinformation i de rekvisit som fanns intagna i de olika handelsförbuden. Utformningen av lagstiftningen avseende vilken information som omfattas av handelsförbudet skiljer sig åt mellan de olika lagarna. Därför, i ett försök att redogöra för de olika begreppens innehåll, kommer de olika förarbetena att sättas in i sitt sammanhang, och redogöras för i samband med den lagstiftning som de föregår.

3.3.1 Behandlingen i lagmotiven

I LVM fanns två förbud. I det första förbjöds en person i insynsställning som innehade information om ett offentligt erbjudande att handla med aktier, så länge erbjudandet inte hade offentliggjorts. I det andra förbudet, som rörde information om andra omständigheter än offentliga erbjudanden, förbjöds en person i insynsställning att handla med aktier som var ägnade att väsentligt¹⁰¹ påverka kursen på bolagets aktier då den blev allmänt känd.

Vi ser här alltså att begreppet icke offentliggjord används som en del av legaldefinitionen rörande insiderinformation: det är endast information om en omständighet som inte är offentliggjord som kan medföra straffansvar. Begreppet allmänt känd knyts däremot till den del av begreppet insiderinformation som handlar om prispåverkan, d.v.s. väsentlighetsrekvisitet. 'Allmänt känd' handlar alltså om de prispåverkande egenskaperna hos den omständighet som informationen avser. 'Offentliggjord', å andra sidan, tar sikte på frågan om huruvida omständigheten nått en viss spridning. Skillnaden är dock, åtminstone till viss del, endast skenbar. Om en omständighet blivit allmänt känd, förlorar den i princip sin prispåverkande karaktär. Frågan om en omständighet är prispåverkande är nämligen beroende av hur marknaden, erfarenhetsmässigt, skulle reagera på omständigheten då den blev allmänt känd. Om omständigheten redan har blivit allmänt känd, torde marknaden redan ha reagerat på omständigheten,¹⁰² varför den skulle ha förlorat sin prispåverkande karaktär. Detta skulle innebära att det i princip

¹⁰¹ För vissa omständigheter krävdes att de var uppenbart ägnade att väsentligen påverka kursen, se avsnitt 2.3.

¹⁰² I avsnitt 3.3.3.2.1 framförs dock standpunkten att det inte råder något absolut samband mellan marknads kännedom om en viss omständighet och dess tillgodogörande av den samma.

räcker med att omständigheten är antingen offentliggjord eller allmänt känd för att handelsförbudet skall upphöra att gälla.

I motiven till LVM används begreppen offentliggörande och allmänt känd till synes synonymt.¹⁰³ Uttrycket ”bli allmänt känd” anses ha samma betydelse som ”bli tillkännagiven”¹⁰⁴ och ”bli offentliggjord”.¹⁰⁵ Samtidigt anförs att, för att en omständighet skall betraktas som offentliggjord, den måste *de facto* ha gjorts allmänt bekant (hos intressenterna på marknaden).¹⁰⁶ Vidare anförs att det inte spelar någon roll om bolaget har offentliggjort omständigheten eller denna blivit bekant på annat sätt. Det relevanta i begreppet – för det förutsätts av lagstiftaren just att de båda formuleringarna syftar till ett och samma begrepp – synes således vara huruvida omständigheten har blivit allmänt bekant.

I IL, 4 § förbjöds en person i insynställning som fått kännedom om en icke offentliggjord kurspåverkande omständighet att handla med aktier innan omständigheten blivit allmänt känd eller upphört ha kurspåverkande betydelse. IL ställer således krav på omständigheterna att varken vara offentliggjorda eller allmänt kända. Det räcker med att uppgiften antingen har offentliggjorts eller blivit allmänt känd för att informationen skall förlora sin karaktär av insiderinformation.

I motiven till IL används, även här, begreppen allmänt känd och offentliggjord på ett till synes synonymt sätt. Själva begreppet offentliggörande utreds inte separat, åtminstone inte uttryckligen. Istället berörs detta under stycket som utreder vad som ska betraktas som allmänt känt. I ett försök att reda ut när en omständighet är allmänt känd uttalas att så är fallet om den t.ex. har publicerats på en marknadsplats eller varit omnämnd i massmedia. Den avgörande tidpunkten är då en nyhet kommit upp på förekommande bildskärmar, t.ex. Reuters eller när tidningarna lämnar tryckeriet.¹⁰⁷ Vad som i motiven till IL betraktas som ett kriterium för att en uppgift skall vara att anse som allmänt känd ligger här således mycket nära vad som i motiven till LVM, och, kanske även enligt vedertaget språkbruk, snarare hänförs till begreppet offentliggöra. Vidare, själva kärnan i begreppet allmänt känd, och således - eftersom begreppen förutsätts vara synonyma - även kärnan i begreppet offentliggjord, synes vara huruvida uppgiften har gjorts tillgänglig för envar att söka efter den i massmedia, bland uttalanden från bolaget, offentliga föredrag eller liknande.¹⁰⁸ På vissa håll talas om att uppgiften skall ha uppnått visst mått av (faktisk) spridning, vilket torde ligga närmare vad

¹⁰³ Se exempelvis prop. 1984/85:157, s. 89.

¹⁰⁴ Prop. 1984/85:157, s. 89. ”En omständighet är ägnad att förändra kursen på aktierna i bolaget om det framstår som mycket sannolikt att ett tillkännagivande av omständigheten kommer driva kursen uppåt eller nedåt.”

¹⁰⁵ Prop. 1984/85:157, s. 89 ”Det avgörande är alltså om en omständighet erfarenhetsmässigt påverkar kursen då den offentliggörs”.

¹⁰⁶ Prop. 1984/85:157, s. 90.

¹⁰⁷ Prop. 1990/91:42, s.83.

¹⁰⁸ Prop. 1990/91:42, s.83.

som i vedertaget språkbruk snarare hänförs till uttrycket allmänt känt.¹⁰⁹ Begreppet offentliggjord används också här som synonym till allmänt känt och refererar till den faktiska spridningen som en viss uppgift har fått, inte själva handlingen att offentliggöra.¹¹⁰

I samband med ISL infördes för första gången en separat definition av insiderinformation: information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känt prispåverkande omständighet. Även i motiven till ISL verkar förutsättas att de båda begreppen är synonyma. Begreppen används om vartannat utan att förklara någon skillnad mellan dem emellan. Det anförs att en uppgift skall vara att betrakta som offentlig om den är tillgänglig för var och en som vill söka efter den i massmedia, bland uttalanden från bolaget, offentliga föredrag eller liknande. Anmärkningsvärt är att motiven här använder sig av exakt samma formulering för att definiera offentliggjord som användes för att definiera allmänt känt i motiven till IL, det t.o.m. hänvisas till motiven till IL. Således anses, eller i vart fall förutsätts, de båda begreppen ha *exakt* samma innebörd.¹¹¹

Definitionen av insiderinformation förblev i stort sett oförändrad när MmL infördes. Motiven till MmL ger också intrycket av att de båda formuleringarna avser ett och samma begrepp. Återigen utreds här innehållet i begreppet offentliggjord inte i ett separat avsnitt, utan under avsnittet för allmänt känt. Motiven till MmL anför inga nya ställningstaganden med avseende på begreppen offentlig respektive allmänt känt, utan citerar i stort sett endast tidigare motivuttalanden.

3.3.2 Ett eller två rekvisit?

Sammanfattningsvis ger förarbetena sken av att det skulle röra sig om ett och samma rekvisit: det som är allmänt känt är också offentliggjort, och vice versa. Kärnan i detta begrepp handlar om ”tillgänglig för envar att söka efter” och ”allmänt bekant”. Denna bild förstärks av avgöranden från underinstanser. I Pinkerton/Securitas,¹¹² uttalar tingsrätten att ”(d)en kunskap som man sedan skall ha fått [...] skall först och främst inte tidigare ha varit offentliggjord, d.v.s. inte tidigare ha varit allmänt känt.”¹¹³ Således anser

¹⁰⁹ Därefter poängteras att detta bara är en exemplifiering av formuleringen ”gjorts tillgänglig för envar”.

¹¹⁰ Som juridiska fakultetsnämnden, Stockholms universitet, mycket riktigt påpekade torde lagstiftarens syfte vara att kravet för att rekvisitet ”allmänt känt” skall vara uppfyllt, det räcker med att den finns tillgänglig för envar att söka efter den i t.ex. massmedia, olika uttalanden från bolaget ifråga eller offentliga föredrag eller att informationen utgör resultatet av en analys av vad som kan utletas ur sådana eller liknande källor. Därför borde uttrycket ”allmänt känt” bytas ut mot ”allmänt tillgänglig”, en formulering som ligger betydligt närmare syftet med lagstiftningen, prop 1990/91:42, s. 147.

¹¹¹ Prop. 1999/2000:109, s. 81. ”En uppgift skall anses vara offentlig om den är tillgänglig för var och en att söka efter den i massmedia, bland uttalanden från bolaget, offentliga föredrag eller liknande”. Jfr Prop. 1990/91:42, s. 83: ”För att information skall anses allmänt känt krävs således att den skall vara tillgänglig för envar som vill söka efter den i massmedia, bland uttalanden från bolaget i fråga, offentliga föredrag eller liknande.”

¹¹² Stockholms tingsrätt, B 1432-99, 2001-01-25.

¹¹³ Stockholms tingsrätt, B 1432-99, 2001-01-25, s. 89.

även tingsrätten att innehållet i de båda begreppen är detsamma. Samma syn har framförts av en tingsrätt i ett annat mål, där det uttalas att: ”(d)en kunskap som avses skall inte tidigare ha varit offentliggjord, d.v.s. allmänt känd”.¹¹⁴

Även delar av doktrinen verkar stämma in i denna linje. Afrell, *et al*, anser att de båda begreppen har samma innebörd.¹¹⁵ Uppfattningen har dock ändrats¹¹⁶ i Samuelsson, *et al*, där standpunkten är att det rör sig om två skilda rekvisit.¹¹⁷ Af Sandeberg tar inte uttryckligen ställning i frågan, men verka förutsätta att begreppen har samma innebörd.¹¹⁸ Övrig doktrin berör frågan styvmoderligt, men verkar förutsätta att det rör sig om ett och samma begrepp, utan att direkt ta ställning i frågan.¹¹⁹

Slutsatsen att det skulle röra sig om ett och samma rekvisit skulle vara problematisk och stämma synnerligen dåligt överens med vedertaget allmänt språkbruk. Enligt vanligt språkbruk behöver en offentliggjord uppgift inte nödvändigtvis vara allmänt känd och omvänt är det inte nödvändigt att en allmänt känd uppgift har blivit offentliggjord. Begreppet offentliggjord torde ta sikte på att en bestämd uppgift gjorts tillgänglig genom en medveten handling. Begreppet allmänt känd, däremot, vilken vetskap allmänheten rent faktiskt har om uppgiften/omständigheten i fråga.¹²⁰

I linje med legalitetsprincipen skulle det inte vara rimligt att göra våld på allmänt språkbruk och ge de båda uttrycken samma innebörd, när det skulle vara till nackdel för den misstänkte. De otydliga förarbetsuttalandena skulle kunna avfärdas eftersom de inte uttryckligen har tagits ställning i frågan, utan måhända endast fått en olycklig formulering. Av legalitetsmässiga skäl verkar det således ligga nära till hands att dra slutsatsen att det skulle röra sig om två olika, kumulativa rekvisit. Detta skulle innebära att åklagaren vore tvungen att bevisa att informationen varken är allmänt känd eller offentliggjord.

Emellertid leder även denna tolkning till problem eftersom den skulle stå i strid med lagtextens ordalydelse. Lagtexten definierar som nämnts insiderinformation som information om en *icke offentliggjord eller inte allmänt känd* prispåverkande omständighet. Rent språkligt förefaller det alltså som begreppen ”icke offentliggjord” och ”inte allmänt känd” refererar till två olika rekvisit som är alternativa, d.v.s. det skulle räcka för åklagaren att visa på att

¹¹⁴ Stockholms tingsrätt, B 1912-02, 2002-09-16, s. 11.

¹¹⁵ s. 57: ”En icke offentliggjord omständighet kan normalt bli allmänt känd, d.v.s. offentliggjord, på olika sätt (...)”

¹¹⁶ Samtidigt har även lagstiftningen delvis ändrats. I Afrell, *et al*, kommenteras IL. För skillnaderna mellan lagstiftningen rörande insiderinformation hänvisas till avsnitt 3.3.1 och 2.3.

¹¹⁷ Samuelsson, *et al*, s. 187 f.

¹¹⁸ Af Sandeberg, s. 85. Af Sandeberg presenterar ingen egen argumentation i frågan utan citerar i stort sett endast förarbetsuttalanden. Jfr Prop. 1999/2000:109, s. 82.

¹¹⁹ Se exempelvis Svensson, s. 28 och Bengtsson, s. 15 som båda endast angriper rekvisitet utifrån begreppet allmänt känd, och inte ens nämner begreppet offentliggjord.

¹²⁰ Samuelsson, *et al*, s. 187.

informationen är antingen icke offentliggjord eller inte allmänt känd. Av ovan citerade förarbeten, däremot, framgår att det inte rör sig om två olika alternativa rekvisit.¹²¹ Detta är även uppfattningen hos doktrinen, som på denna punkt är samstämmig.¹²²

Vi kommer här alltså fram till en situation där tre olika tolkningsmöjligheter finns:

- (i) Begreppen syftar i själva verket till ett och samma rekvisit
- (ii) Begreppen syftar till två olika rekvisit, vilka är alternativa
- (iii) Begreppen syftar till två olika rekvisit, vilka är kumulativa

Enligt (ii) skulle det räcka med att en omständighet är *antingen* icke offentliggjord eller inte allmänt känd för att rekvisitet skall vara uppfyllt i detta avseende. Enligt denna läsning skulle det vara straffbart att handla med information om en omständighet som är allmänt känd, men inte offentliggjord. Omvänt skulle det vara straffbart att handla med information om en omständighet som är offentliggjord men inte allmänt känd. Denna tolkning torde ligga närmast den lexikaliska lydelsen av lagtexten. Problemet är dock att denna innebörd skulle stå i kontradiktion med uttalanden i förarbetena; det är uppenbart att en sådan tolkning inte återspeglar lagstiftarens avsikt. Detta intryck förstärks om man betraktar hur begreppen har behandlats i tidigare lagstiftning samt den juridiska litteraturen. Det får därför anses vara uteslutet att det rör sig om två alternativa rekvisit.

Vad gäller (i) är det möjligt, om än inte helt klarlagt, att en sådan innebörd ligger närmast avsikten hos lagstiftaren. Lagstiftaren verkar på flera håll förutsätta att innebörden av de båda begreppen är densamma, men det är inte omöjligt att detta beror på ett förbiseende, eftersom förarbetena inte uttryckligen säger att formuleringarna syftar till ett och samma rekvisit. En tolkning i linje med (i) skulle vara mycket problematisk eftersom den skulle strida mot allmänt vedertaget språkbruk och även mot hur begreppen används i annan lagstiftning.¹²³

En tolkning enligt (iii) skulle vara kontradiktorisk med lagtexten.

Vi presenteras alltså inför problemet att ett alternativ (ii) uppenbart strider mot lagstiftarens avsikt och doktrinen uppfattning (i) strider mot allmänt

¹²¹ Detta följer även av hur begreppen har använts i tidigare lagstiftning, såsom exempelvis IL. Här räckte det som nämnts att uppgiften antingen har offentliggjorts eller blivit allmänt känd för att informationen skulle förlora sin karaktär av insiderinformation.

¹²² Ovan framgår att vissa författare förutsätter att det rör sig om ett och samma rekvisit. Andra intar ståndpunkten att det rör sig om två kumulativa rekvisit. Ingen förespråkar en lösning med två alternativa rekvisit. Samuelsson, *et al*, skriver visserligen att man uppfattar rekvisiten som alternativa, Samuelsson, *et al*, s. 187. Vid en närmare granskning av texten framgår dock att vad som egentligen menas är att rekvisiten skall förstås som kumulativa.

¹²³ Begreppet allmänt känt förekommer exempelvis inom immaterialrätten i den tidigare lydelsen av firmalagen (1974:156). Här tar begreppet allmänt känt sikte på den rent faktiska vetenskapen hos allmänheten, eller den grupp ev allmänheten som är relevant. Oberoende av hur den har kommit till deras kännedom, prop. 1974:4, s. 85.

vedertaget språkbruk och även begreppens användning på andra lagstiftningsområden, och (iii) är rent kontradiktorisk med lagtexten.

Med beaktande av legalitetsprincipen torde det vara rimligast att välja det för den misstänkte mest fördelaktiga alternativet. I detta fall har lagtexten fått en sådan utformning att en lexikalisk tolkning vore fullständigt orimlig, vilket utesluter (ii). Eftersom (i) strider mot allmänt vedertaget språkbruk skulle detta alternativ innebära en utvidgning av det straffrättsliga ansvaret i förarbetena jämfört med ordens allmänna betydelse. Detta synes olämpligt. Således utesluts även (i) varför endast (iii) återstår. Visserligen är detta alternativ kontradiktoriskt med lagtexten, men, eftersom den lexikaliska lydelsen av lagtexten redan har avfärdats, är detta kanske inte ett så stort problem. Alternativet bör även vara att föredra av legalitetshänsyn. Detta synsätt förespråkas även av Samuelsson.¹²⁴ Således torde det röra sig om två kumulativa rekvisit. Det är dessutom fråga om negativa brottsförutsättningar: det är åklagaren som måste bevisa att informationen varken är offentliggjord eller allmänt känd.

Efter att ha konstaterat att det torde röra sig om två kumulativa rekvisit, återstår att utreda vad de olika rekvisiten innebär.

3.3.3 Rekvisitens innebörd

Förarbetsuttalandena förutsätter, som vi såg ovan, att de båda begreppen har exakt samma innebörd. Den rättsutredning som följer nedan bygger på en indelning i två rekvisit, 'icke offentliggjord' respektive 'inte allmänt känd'. Eftersom denna indelning skiljer sig från lagmotivens systematik tvingas ett ställningstagande fram med avseende på vilka motivuttalanden som skall hänföras till begreppet offentliggjord och vilka uttalanden som skall hänföras till begreppet allmänt känd. Det ställningstagande som görs nedan i detta avseende baseras på att begreppet offentliggjord tar sikte på själva handlingen att offentliggöra, medan begreppet allmänt känt tar sikte på den faktiska spridningen en viss uppgift har fått bland marknadens aktörer.

3.3.3.1 Offentliggjord

En uppgift är att betrakta som offentliggjord när den kommer upp på förekommande bildskärmar, t.ex. Reuters, eller när tidningar lämnar tryckeriet och distribution påbörjats.¹²⁵

En uppgift kan offentliggöras på flera olika sätt, t.ex. via bolagsstämma, massmedia, bolagets hemsida eller via förekommande bildskärmar. Själva kärnan i begreppet är ifall uppgiften finns tillgänglig för var och en som vill söka efter den i massmedia, bland uttalanden från bolaget i fråga, offentliga föredrag eller liknande.¹²⁶ Om en omständighet har uppmärksamats i radio, tv eller annan massmedia är uppgiften att betrakta som offentliggjord.

¹²⁴ Samuelsson, *et al*, s. 187

¹²⁵ Prop. 1990/91:42, s. 83.

¹²⁶ Prop. 1999/2000:109, s. 81.

Samma sak gäller om informationen finns tillgänglig på tidningens hemsida.¹²⁷

Enligt reglerna om aktiemarknadsinformation i Stockholmsbörsens noteringsavtal, p. 4 Bilaga 1, krävs, för att en uppgift skall anses ha offentliggjorts, att den lämnas till två etablerade nyhetsbyråer och tre rikstäckande dagstidningar. Dessa regler sammanfaller inte med den straffrättsliga regleringen. Enligt denna reglering är en viss omständighet offentliggjord om den har publicerats i en rikstäckande tidning.¹²⁸ Enligt motivuttalanden bör det även räcka ifall uppgifterna har publicerats i en lokal tidning.¹²⁹ Det är dock inte tillräckligt att vissa uppgifter har delgivits ett nyhetsorgan, t.ex. TT. Uppgifterna måste också ha fått allmän spridning och blivit tillgängliga för allmänheten. Detta sker när tidningen har lämnat tryckeriet.¹³⁰ Däremot torde det inte krävas, såsom påstås i motiven till LVM, att omständigheten dessutom skall ha gjorts allmänt bekant hos intressenterna på marknaden.¹³¹ Detta skulle föra alltför långt ifrån begreppet offentliggöra och snarare höra till uttrycket allmänt känt.

Det är inte nödvändigt att en uppgift har publicerats i massmedia för att den skall betraktas som offentliggjord.¹³² Om t.ex. en fondkommissionär har färdigställt en analys och denna har kommunicerats till kundkretsen och de egna börsombuden, så är omständigheterna i analysen att betrakta som offentliggjorda. Däremot, spridning av uppgift inom en begränsad sluten krets, t.ex. en aktiesparklubb eller liknande bör inte vara tillräcklig för att informationen skall betraktas som offentliggjord.¹³³ Mottagarkretsen förutsätts i det första fallet vara större än i den privata aktiesparklubben och framställandet av goda analyser är ett konkurrensmedel.¹³⁴ På samma sätt kan en uppgift offentliggöras genom att den har tillkännagetts på börserna, vilket normalt sker om en kurspåverkande nyhet når börskansliet under börstid.¹³⁵

Det är alltså tydligt att ett offentliggörande av en omständighet inte kan ske i en sluten krets. Vidare, anses information som typiskt sett når en liten del av allmänheten, t.ex. om information har publicerats på en marknadsplats eller i en lokaltidning vara offentliggjord eftersom det inte finns något som hindrar spridning av informationen.¹³⁶

Uppgifter kan även bli offentliggjorda på en bolagsstämma. Det kritiska i sammanhanget är dock ifall bolagsstämman kan anses vara tillgänglig för envar. Enligt ABL har endast aktieägare samt ombud och biträden rätt att

¹²⁷ Samuelsson, *et al*, s. 188.

¹²⁸ Samuelsson, *et al*, s. 188.

¹²⁹ Prop. 1990/91:42, s. 83.

¹³⁰ Prop. 1990/91:42, s. 83.

¹³¹ Prop. 1984/85:157, s. 90.

¹³² Samuelsson, *et al*, s. 188.

¹³³ Prop. 1990/91:42, s. 83.

¹³⁴ Prop. 1990/91:42, s. 83.

¹³⁵ Prop. 1984/85:157, s. 90.

¹³⁶ Af Sandeberg, s. 85.

delta på bolagsstämman.¹³⁷ Vem som helst har dock rätt att förvärva aktier i bolaget och på så sätt delta i stämman. Afrell, *et al*, menar att detta talar för att information som lämnas på en bolagsstämma ska betraktas som offentliggjord.¹³⁸ Afrells ståndpunkt verkar stämma överens med ovan citerade förarbeten som anger att en omständighet kan bli offentliggjord även om den bara når en liten del av allmänheten, så länge denna inte är sluten och det inte finns något som hindrar en spridning av informationen.

3.3.3.2 Allmänt känd

3.3.3.2.1 Förhållandet till prispåverkan och rekvisitet offentliggjord

Enligt motiven till MmL blir en uppgift allmänt känd om den är tillgänglig för var och en som vill söka efter den i massmedia, bland uttalanden från bolaget, offentliga föredrag eller liknande.¹³⁹ Som nämndes ovan torde detta motivuttalande snarare ta sikte på offentliggörandet. Att ett uttalande finns tillgänglig att söka efter i massmedia eller liknande torde vara ett resultat av att den har blivit offentliggjord. En uppgift är allmänt känd oberoende av hur detta har kommit till intressenternas kännedom. Det relevanta torde i detta avseende vara huruvida faktisk kännedom föreligger, inte hur den har uppstått.

Uttalanden i förarbetena gör gällande att begreppet allmänt känd ska tolkas i ljuset av legalitetsprincipen och syftet med straffbestämmelsen, nämligen att endast undanta, från det straffbara området, sådana situationer där informationen blir känd så till den grad att det inte längre finns möjlighet att utnyttja informationen för att göra fördelaktiga affärer.¹⁴⁰ Detta motivuttalande förutsätter ett samband mellan vad som är offentliggjort/allmänt känt och vilken information som är prispåverkande. Ett sådant samband finns helt säkert. I regel torde information som är allmänt känd inte vara prispåverkande. Däremot kan ifrågasättas ifall, såsom hävdas i förarbetena, rekvisitet allmänt känd syftar till att undanta *endast* sådan information som blivit så väl känd att det inte längre är möjligt att utnyttja informationen för att göra fördelaktiga affärer. Ifall rekvisitet skall tolkas i enlighet med detta förarbetsuttalande synes det inte utgöra något självständigt rekvisit alls. Istället skulle det räcka med att utreda huruvida omständigheterna är kurs- respektive prispåverkande i relevant mening.

Det ligger utanför ramarna för detta examensarbete att utreda det exakta sambandet mellan tillgängligheten av viss information på marknaden och tillgodogörandet av samma information bland marknadsaktörerna. Det räck-

¹³⁷ 6 § ABL.

¹³⁸ Afrell, *et al*, s. 61. Afrell, *et al*, anger förvisso att information som lämnas vid bolagsstämma skall anses vara allmänt känd, och ordet offentliggjord används inte. Detta synes dock bero på att man har använt sig av samma systematik som lagförarbetena och på så sätt likställer begreppen offentliggjord och allmänt känd.

¹³⁹ Prop. 2004/05:142, s. 66.

¹⁴⁰ Prop. 2004/05:142, s. 66.

er här med att konstatera att det är fullt möjligt för information att vara kurspåverkande även om informationen i fråga är både offentliggjord och allmänt känd, eftersom den inte har uppmärksammats till fullo av marknadens aktörer.¹⁴¹ Det finns alltså inget nödvändigt samband mellan det att uppgiften har blivit offentliggjord/allmänt känd och tillgodogörandet av samma information på marknaden.

Mot denna bakgrund torde det, till skillnad från vad ovan citerade förarbeten gör gällande, stå i strid med legalitetsprincipen att tolka begreppet allmänt känd så att det bara undantar information som har upphört att vara prispåverkande. Det torde vara svårt nog för en person i insiderställning att bilda sig en uppfattning om vilken information som är bekant på marknaden. Att därutöver kräva att insidern skall ta reda på hur och i vilken mån marknaden har tillgodogjort sig den tillgängliga informationen, och således i hur stor utsträckning den alltjämt är prispåverkande, skulle ställa orimliga krav på denne.

3.3.3.2 Innebörden av begreppet

Hur rekvisitet allmänt känd skall tolkas är problematiskt. Som nämnts tidigare förefaller lagstiftaren vilja ge begreppet i stort sett samma innebörd som offentliggjord: att uppgiften skall finnas tillgänglig för var och en att söka efter den i massmedia, bland uttalanden från bolaget, offentliga föredrag eller liknande. Av skäl som redogjorts för ovan avfärdas denna föreslagna innebörd. I stället torde begreppet täcka in de situationer då en viss uppgift, *de facto*, har gjorts bekant, vilket förvisso ofta torde sammanfalla med att den har gjorts tillgänglig, d.v.s. blivit offentliggjord, men inte är nödvändigt förbunden därmed. Utöver de situationer som täcks in av begreppet offentliggjord, torde allmänt känd således kunna täcka situationer då information om en viss omständighet cirkulerar utan att dessförinnan ha blivit offentliggjord. En angränsande fråga är hur stor krets som skall känna till uppgiften i fråga för att den skall betraktas som allmänt känd. Här kan hänvisas till redogörelsen ovan¹⁴²: en sluten krets är inte tillräckligt, men kretsen behöver inte vara särskilt stor, så länge det inte finns något som hindrar spridningen av informationen. Det är emellertid svårt att på ett mer exakt sätt ange hur många och vilka som skall känna till omständigheten för att den skall betraktas som allmänt känd.

Vidare uppkommer svåra problem när det gäller gränsdragningen mot ryk-
tesspridning: vilket kunskapskriterium skall tillämpas när man bedömer huruvida de ifrågavarande personerna skall sägas ha kännedom om omständigheterna? För denna fråga hänvisas till avsnitt 3.2.1. Som vi såg där skall frågan lösas med ledning av källornas tillförlitlighet och hur informationen ter sig från mottagarens perspektiv. Det som mot bakgrund av detta skall klassificeras som rykten skall inte innefattas i vad som anses vara allmänt känt. Problemet med detta är dock att rykten i sig kan vara prispåverkande,

¹⁴¹ Som nämdes i avsnitt 3.3.3.1, för att viss information skall betraktas som offentliggjord, räcker att den har spridits till en liten del av allmänheten, så länge det inte finns något som hindrar att informationen sprids vidare.

¹⁴² Se avsnitt 3.3.3.1.

vilket medför att den information som potentiellt skulle kunna utgöra insiderinformation (därför att den bl.a. inte är offentliggjord eller allmänt känd) skulle kunna förtas sin karaktär av insiderinformation därför att den inte når upp till väsentlighetsrekvisitet. Således, även om rykten inte betraktas som allmänt kända, borde de ändå få inverkan vid bedömningen av vilken information som skall utgöra insiderinformation. För ryktenas påverkan på väsentlighetsbedömningen hänvisas till avsnitt 3.4.

Av intresse i sammanhanget är Stockholms tingsrätts bedömning i Pinkerton-fallet.¹⁴³ I målet var amerikanska Pinkerton föremål för uppköp av Securitas. Tingsrätten konstaterade att det inte funnits något att offentliggöra förrän det slutliga avtalet om företagsförvärvet undertecknades. Om det skulle ha förekommit uppgifter i media eller liknande innan dess skulle dessa uppgifter vara att jämföras med rykten eller möjligen läckor av insiderkaraktär. Detta ansåg man inte vara lika med något offentliggörande. Därmed slöt man sig även till att uppköpserbjudandet inte var allmänt känt.

Tingsrättens bedömning i detta avseende är anmärkningsvärd. Man anser att läckor av insiderkaraktär inte kan göra att information blir allmänt känd, vilket förmodligen grundar sig i att man har rört ihop begreppen offentliggörande och allmänt känd. I linje med vad som anförts ovan torde information kunna vara allmänt känd om den har nått tillräcklig spridning, oavsett om den härrör från läckor av insiderkaraktär. Någon annan bedömning skulle medföra en felaktig tillämpning av allmänt vedertaget språkbruk och stå i strid med legalitetsprincipen. Även om det nu inte skulle vara så att den information som har figurerat i tidningar eller spridits på annat sätt når upp till den höjd som den information som av åklagaren i det enskilda fallet påstås utgöra insiderinformation – den senare informationen kanske är mer specifik eller definitiv – så torde det innebära att åtminstone delar av den påstådda insiderinformationen har blivit allmänt känd. Det verkar dock föra alltför långt att, som påstås av Samuelsson, *et al*, att en i massmedia allmänt bevakad fråga sannolikt innebär att informationen i fråga skall betraktas som allmänt känd, även om bevakningen i fråga inte innebär att utgången av den bevakade frågan kunde förutses.¹⁴⁴

Paralleller kan dras till Föreningsbanksfallet¹⁴⁵ där Föreningsbanken under en viss tid varit av stort intresse för analytiker. Aktierna sågs som mycket prisvärda och företaget som en uppköpskandidat. Sambandet mellan begreppet allmänt känd och väsentlighetsrekvisitet blir här uppenbart. Om vi antar att, i en uppköpssituation, det är allmänt känt att ett bolag är en uppköpskandidat och att det finns flera potentiella förvärvare, torde redan denna information i viss mån vara prispåverkande, då det finns en förväntan hos marknaden om ett ”sockrat bud”. Om en person sedan får mer specifik information som till exempel anger att en av de potentiella förvärvarna faktiskt har lagt ett bud och även om innehållet i detta bud, måste denna persons information, för att nå upp till väsentlighetsrekvisitet, ha en sådan

¹⁴³ Stockholms tingsrätt, B 1432-99, 2001-01-25.

¹⁴⁴ Samuelsson, *et al*, s. 189.

¹⁴⁵ Svea Hovrätt B 1895-00, 2001-12-07.

”höjd” att omständigheten skulle vara väsentligen kurspåverkande, givet den information som redan är allmänt känd på marknaden. Det spelar ingen roll ifall väsentlighetsrekvisitet är uppfyllt jämfört med ”ursprungsläget”, d.v.s. situationen där det inte var allmänt känt att företaget var en uppköpskandidat och där ingen förväntan om ett sockrat bud fanns. Detta sätter självklart åklagaren i en svår sits. Dennes uppgift i detta avseende ter sig i det närmaste omöjlig. Mer om detta följer nedan.

3.3.3.2.3 Åklagarens bevisbörd

Ett angränsande problem rör de krav som ställs på åklagaren och rättstillämparen; åklagaren skall nämligen bevisa att en viss information *inte* är allmänt känd, vilket innebär att bevisa att det bland marknadsaktörer inte finns någon faktisk kännedom om en viss omständighet. Den potentiella kretsen av människor som skulle kunna känna till omständigheten och på så sätt göra den allmänt känd är svårbestämd; att bevisa att varje individ som skulle kunna ingå i en viss potentiell krets inte känner till en viss omständighet förefaller vara en oerhört tung bevisbörd. Denna fråga lyftes fram av Stockholms tingsrätt i Pinkerton-målet. Här konstaterade tingsrätten ”(a)tt uppfylla en bevisbörd som innebär att visa att något inte har förekommit och som i det här fallet inte någonstans i hela Amerika, medför så betydande svårigheter att det är omöjligt, vilket gör att man i ett sådant läge kan diskutera om inte bevisbördan i stället blir omvänd, sk falsk bevisbörd.”¹⁴⁶

Tingsrättens resonemang är intressant. Falsk bevisbörd förutsätter att man ålägger den tilltalade en förklaringsbörd, d.v.s. denne får bära risken i bevishänseende för att han inte kan presentera en förklaring till en för honom graverande omständighet. Givetvis återstår för rätten att utesluta även andra möjliga friande förklaringar till åklagarens påstådda händelseförlopp, trots att den tilltalade inte förmått presentera egna rimliga förklaringar.¹⁴⁷ Den falska bevisbördan innebär att den invändning som förklaringsbördan ålägger den tilltalade skall uppgå till ett visst bevisvärde. Det sagda medför alltså att åklagaren fortfarande bär hela bevisbördan; termen falsk bevisbörd innebär endast att rätten inte har funnit den tilltalades förklaring styrkt till det mått av sannolikhet som krävs. För att den falska bevisbördan överhuvudtaget skall aktualiseras krävs dock att åklagaren först har uppfyllt sin ”äkta” bevisbörd.

Detta verkar inte vara vad tingsrätten har gjort i Pinkerton-fallet. För att den falska bevisbördan skall aktualiseras krävs först och främst att åklagaren har fullgjort sin bevisbörd – bortom rimligt tvivel – med avseende på samtliga rekvisit i brottsbeskrivningen. I Pinkerton-fallet skulle det alltså krävas att åklagaren har bevisat att Securitas bud på Pinkerton varken var allmänt känt eller offentliggjort. Tingsrätten verkar snarare ha tänkt sig att den tilltalade skulle bära en omvänd bevisbörd och vara tvungen att bevisa att omständigheten var allmänt känd.

¹⁴⁶ Stockholms tingsrätt, B 1432-99, 2001-01-25, s. 89 f.

¹⁴⁷ Diesen, s. 492, f.

3.4 Väsentlighetsrekvisitet

I MmD, art. 1.1. används formuleringen ”information (...) som, om den offentliggjordes skulle kunna förväntas ha en väsentlig påverkan på priset”. I första genomförandedirektivet, art. 1.2. förtydligas att innebörden av denna formulering är att en förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja informationen som en del av grunden för ett investeringsbeslut.

Enligt legaldefinitionen i MmL är insiderinformation information om en icke-offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument. Begreppet insiderinformation förekom även i ISL och ingen materiell ändring av begreppet har avsetts i och med införandet av MmL.¹⁴⁸ Informationen skall dock numera påverka priset och inte som tidigare kursen.¹⁴⁹ Denna språkliga justering kommenteras inte i motiven men förutsätts av Samuelsson vara ett uttryck för lagstiftarens önskan att anpassa den svenska lagtexten till den terminologi som används i MmD och det tredje genomförandedirektivet.¹⁵⁰

3.4.1 Väsentlighet definierad som procentuell förändring

I förarbetena till LVM anges att innebörden av väsentlighetsrekvisitet inte kan anges i en bestämd procentsats, eftersom i bedömningen, hänsyn även bör tas till den allmänna tendensen på marknaden och av om marknadsvärdet på pappret är högt eller lågt eller normalt är utsatt för kraftiga fluktuationer. Samtidigt har det, till ledning för bedömningen, ändå sagts att en tioprocentig kursförändring i allmänhet är att anse som väsentlig.¹⁵¹

I förarbetena till IL poängteras att innebörden av väsentlighetsrekvisitet varierar mellan olika marknader. När det gäller exempelvis marknaden för räntebaserade instrument anges att även mycket små förändringar kan anses väsentliga, samtidigt som, på marknaden för optionsinstrument, en tioprocentig kursförändring brukar vara fullt normal.¹⁵² Dock instämde i det ovan redovisade motivuttalandet att en tioprocentig kursökning i förhållande till den allmänna kursutvecklingen i allmänhet bör anses vara väsentlig.¹⁵³

I förarbetena till ISL var lagstiftaren tydlig med att framhäva att bedömningen bör ske utifrån flera olika parametrar och inte bara den procentuella avvikelser. Bedömningen ansågs bära ske utifrån den allmänna tendensen på marknaden och det aktuella instrumentets individuella egenskaper, främst om dess värde var högt eller lågt eller normalt föremål för stora fluktuationer. Det konstaterades att det är svårt att ange någon enhetlig bedömnings-

¹⁴⁸ Prop. 2004/05:142, s.54 f.

¹⁴⁹ Jfr. 1 § 1p. ISL.

¹⁵⁰ Samuelsson, *et al.*, s. 183.

¹⁵¹ Prop 1984/85:157, s. 89.

¹⁵² Prop. 1990/91:42, s. 82 f.

¹⁵³ Prop. 1990/91:42, s. 83.

norm eftersom omständigheterna varierar mellan olika fall. Man ansåg därför en jämförelse böra ske med den normala volatiliteten för den aktuella aktien och att även övriga individuella förhållanden, exempelvis nivån på kursen skall beaktas.¹⁵⁴

I förarbetena till ISL klargjordes vidare att det i väsentlighetsbedömningen finns utrymme att ta hänsyn till flera olika parametrar. Exempelvis angavs att ett sätt skulle kunna vara att utgå från den procentuella kursavvikelsen och ett annat att utgå från kursförändringar i form av standardavvikelse individuellt för varje aktie.¹⁵⁵

I förarbetena till MmL poängteras att väsentlighetsbedömningen inte skall utgå från någon fast procentsats. Regeringen uppmärksammade att den ovan redovisade tioprocentgränsen hade fått alltför stor betydelse i den praktiska rättstillämpningen.¹⁵⁶ Det bör i sammanhanget noteras att Marknadsmissbruksutredningen av denna anledning övervägde en ändring i detta avseende för att ta avstånd från de gamla åtgärderna – närmast att byta ”väsentlig” mot ”icke oväsentlig” – men fann en sådan åtgärd onödig.¹⁵⁷ I likhet med tidigare förarbeten påpekas vidare i motiven, att vad som är väsentligt varierar olika marknader. I stället, anförde man, i likhet med tidigare förarbeten, att hänsyn skall tas till flera olika parametrar, t.ex. allmänna tendenser på marknaden och det finansiella instrumentets speciella egenskaper, såsom exempelvis om en akties värde är högt eller lågt eller normalt föremål för stora fluktuationer.¹⁵⁸

Som påpekas av Samuelsson kan väsentlighetsbedömningen inte göras med utgångspunkt i allmänna marknadskarakteristika. Bedömningen skall istället ske med utgångspunkt i det enskilda instrumentets egenskaper, såsom volatilitet m.m. Dessa, instrumentets karakteristika, skall sedan jämföras med den specifika kursrörelsen.¹⁵⁹

Som har berörts tidigare¹⁶⁰ så är det den icke-offentliggjorda/inte allmänt kända omständigheten som i sig skall nå upp till väsentlighetsrekvisitet. Låt oss anta att det t.ex. är allmänt känt/offentliggjort att ett visst AB är en uppköpskandidat och dess aktier på så sätt anses köpvärda, eftersom det i detta läge torde finnas en förväntan om ett ”sockrat bud”. Om en person har information om fallet som är mer specifik än vad som är allmänt känt/offentliggjort, är det den omständigheten som i sig skall nå upp till väsentlighetsrekvisitet. Följande exempel kan användas som illustration. Antag att det i ett visst fall är fråga om huruvida en viss omständighet, O2, når upp till väsentlighetsrekvisitet. I ursprungsläget cirkulerar ingen information alls om företaget ifråga, F1. Efter en tid inträffar emellertid två omständig-

¹⁵⁴ Prop. 1995/96:215, s. 36.

¹⁵⁵ Prop. 1999/2000:109, s. 53.

¹⁵⁶ Prop. 2004/05:142, s. 56.

¹⁵⁷ Prop. 2004/05:142, s. 56.

¹⁵⁸ Prop. 2004/05:142, s. 56, med hänvisning till prop. 1990/91:42, s. 51 f., prop. 1995/96:215, s. 34 ff och prop. 1999/2000:109, s. 53.

¹⁵⁹ Samuelsson, *et al.*, s. 191.

¹⁶⁰ Se avsnitt 3.3.3.2.2.

heter, O1 och O2. O1 är en allmänt känd omständighet och avser att F1 är en uppköpskandidat och att det finns flera potentiella förvärvare, F2, F3... Fn. O2, däremot, är varken offentliggjord eller allmänt känd och representerar det faktum att F 2 har lagt ett bud på F 1 samt anger det pris som anges i budet. Redan vid O1 finns en förväntan om ett ”sockrat bud”, men eftersom det inte rör sig om en helt verifierad uppgift, torde denna omständighet inte ha samma prispåverkan som O2. Om vi för exemplets skull accepterar att en tillämpning av väsentlighetsrekvisitet i det enskilda fallet skulle ge att en tioprocentig ökning är att betrakta som väsentlig gäller följande: Om O1 är ägnat att påverka priset på F1:s aktie 2 % och O2 är ägnat påverka kursen med 10 % jämfört med utgångsläget, når O2 inte upp till väsentlighetsrekvisitet. O2:s prispåverkan skall alltså bedömas i förhållande till den situation som råder, givet att O1 är känd, inte i förhållande till ursprungsläget.

Problemet illustreras i Föreningsbanksfallet.¹⁶¹ I fallet konstaterar tingsrätten att Föreningsbanken sågs som en uppköpskandidat och att aktierna ansågs som prisvärda, mot bakgrund av artiklar som ingivits i målet. Artiklarna visade alltså att det fanns ett förväntansvärde i bolaget. Själva problematiken att avgränsa omständigheten i fallet, ett förvärv från Sparbanken avseende 4,98 % av aktierna i Föreningsbanken, från den förväntan som fanns redan innan detta förvärv inträffade, kom tingsrätten emellertid inte in på eftersom omständigheten ändå inte fanns nå upp till den väsentlighet som krävdes.¹⁶²

Situationen var liknande i Biacore-fallet.¹⁶³ I fallet var det allmänt känt att Biacore var en uppköpskandidat. Tingsrätten¹⁶⁴ konstaterade dock att spekulationer i finansbranschen, media och hos analytiker om företagsbud måste skiljas från den situation där det finns en seriös intressent att förvärva Biacore. Tingsrättens uttalande i detta avseende är relevant när det kommer till att avgöra vilken information som är offentliggjord/allmänt känd: de allmänna spekulationerna om att Biacore var en uppköpskandidat var något som var allmänt känt, medan den specifika uppgiften att ett bud hade lagts inte nådde upp till offentlighetsrekvisitet. Däremot klargör domstolen inte hur dessa två typer av information skall särskiljas när det kommer till prispåverkandebedömningen.

3.4.1.1 Domstolsavgöranden

Anmärkningsvärt är att, trots lagstiftarens poängteranden om att väsentlighetsbedömningen skall utgå från flera olika parametrar, såsom den allmänna tendensen på marknaden och aktiens speciella egenskaper (t.ex. volatilitet och likviditet) och att bedömningen inte skall utgå från någon fast procentsats, många underinstansavgöranden har fäst avgörande betydelse vid tioprocentgränsen.

¹⁶¹ Stockholms tingsrätt, B 3142-97, 2000-02-22.

¹⁶² Hovrätten delade tingsrättens uppfattning, Svea Hovrätt B 1895-00, 2001-12-07.

¹⁶³ Svea hovrätt B 7956-07, 2008-01-04. För en närmare redogörelse av fallet, se avsnitt 3.5.2.3.

¹⁶⁴ Stockholms tingsrätt, B 18870-07, 2007-10-17

Föreningsbanken Svea hovrätt B 1895-00, 2001-12-07.

I avsnitt 3.5.2.3 ges en utförligare redogörelse för målet. Här kommer endast att beröras de delar som är relevanta för detta avsnitt.

I tingsrättens bedömning¹⁶⁵ avseende väsentlighetsrekvisitet fästes stor vikt vid en utredning som hade getts in av en av de tilltalade i målet. Utredningen jämförde kurspåverkan vid offentliga bud med flaggningspliktiga bud. Kontentan av utredningen var att kurspåverkan vid offentliga bud i regel är större än 10 %, men att det omvända gäller vid flaggningspliktiga förvärv. Domstolen konstaterade att den omständighet som informationen avsåg, d.v.s. Sparbankens köp om 4,95% av aktierna i Föreningsbanken, inte nådde upp till väsentlighetsrekvisitet. Hovrätten delade tingsrättens bedömning

Tingsrätten förefaller i Föreningsbanksfallet ha fäst avgörande vikt vid tio-procentsgränsen. Mot bakgrund av att statistiken talade för att dylika situationer inte påverkar kursen mer än tio procent, fann man att omständigheten inte nådde upp till den väsentlighet som krävdes.

Pinkerton (Svea hovrätt B 1461- 01, 2002-06-20)

I avsnitt 3.5.2.3 ges en utförligare redogörelse för omständigheterna i Pinkertonfallet. Här kommer endast tingsrättens bedömning av väsentlighetsrekvisitet beröras.

Tingsrätten¹⁶⁶ konstaterade att det vid ett företagsförvärv normalt sett inte förhåller sig så att aktiekursen påverkas positivt hos det uppköpande bolaget och att man inte enbart därför kunde hysa en sådan förväntan. I förevarande fall konstaterade man dock att aktien rent faktiskt steg mer än 10 procent i samband med offentliggörandet. Vidare poängterades att det även var visat att det fanns positiva förväntningar på att aktiekursen skulle komma att stiga i samband med att Securitas gick in på den amerikanska marknaden.

Det är inte helt klarlagt att tingsrätten har fäst avgörande vikt vid 10-procentsgränsen, eftersom man bl.a. talar om att det var klarlagt att det fanns positiva förväntningar på att aktiekursen skulle stiga i samband med att Securitas gick in i den amerikanska marknaden. Enligt tingsrättens resonemang verkar det som att den positiva förväntan på aktiekursen som fanns i samband med att Securitas skulle ge sig in på den amerikanska marknaden varit utslagsgivande och talade för en ”objektivt förväntan om väsentlig kurspåverkan”. Klart är emellertid att tioprocentgränsen har vägts in i den sammantagna bedömningen.

Tagmaster (Stockholms tingsrätt B18606-07, 2008-06-18)

I målet stod JV, styrelseordförande i Tagmaster, åtalad för att ha sålt sammanlagt 734 000 aktier i nämnda bolag. Tagmaster hade fått en testorder från Kina avseende installation av ett RFID-system i 100 lok. Tagmaster hade år 2006 en omsättning om 56 milj kr. Orderns värde var 45 000 EUR, med möjlighet till vidare uppdrag till ett värde av ytterligare cirka en halv miljon kronor.

Tingsrätten fann att JV hade kännedom om ordern och fann att den utgjorde en omständighet som var ägnad att väsentligt påverka priset eftersom att kursen steg från 4 kr till 4,50 kr, vid dagen för offentliggörandet genom pressmeddelande.

¹⁶⁵ Stockholms tingsrätt, B 3142-97, 2000-02-22.

¹⁶⁶ Stockholms tingsrätt, B 1432-99 2001-01-25.

I fallet är det tydligt att tingsrätten har fäst avgörande vikt vid tioprocentströrelsen och att det har varit den faktiska kursrörelsen för dagen för offentliggörandet av omständigheten som har varit det primära i bedömningen.

3.4.2 Väsentlighetsrekvisitets förhållande till självreglering

På flera håll i tidigare förarbeten har framhållits att, eftersom det rör sig om straffrättslig lagstiftning, bör kraven för att handelsförbud skall inträda enligt den straffrättsliga insiderregleringen vara högre än de som gäller för börsbolagens informationsskyldighet enligt avtalen med Stockholmsbörsen.¹⁶⁷ Av 1 p. a i Stockholmsbörsens noteringsavtal läst ihop med bilaga 1, 1p, framgår att det finns en skyldighet för börsbolaget att, när det gäller information som i inte oväsentlig grad är ägnad att påverka värderingen av fondandelarna (aktierna), inte lämna sådan information på annat sätt än genom offentliggörande. Från skyldigheten finns vissa undantag.

Vid första anblicken framstår det som uppenbart att en uppgift som inte når upp till rekvisitet ”i inte oväsentlig grad”, inte heller kan nå upp till väsentlighetsrekvisitet i MmL. Detta får anses följa dels av allmänt vedertaget språkbruk och dels av uttalanden i ovan nämnda förarbeten. Detta är även ståndpunkten på flera håll i doktrinen.¹⁶⁸ Som däremot poängteras av Samuelsson, *et al*, är dock varken åklagarmyndigheten eller domstolarna bundna av de kriterier som gäller enligt noteringsavtalet och börsens bedömning av dessa.¹⁶⁹ Detta skulle, enligt Samuelsson, *et al*, innebära att de rättstillämpande instanserna samt tillsyns- och åklagarmyndigheten, *de jure*, i själva verket skulle kunna lagföra någon för insiderbrott, trots att denne har följt börsens regler.¹⁷⁰ Däremot påpekas vidare av Samuelsson, *et al*, att det, *de facto*, om än inte *de jure*, torde vara så att den som följt börsens regler inte bör lagföras för att ha handlat med ledning av dessa regler i de fall samma eller strängare kriterier är tillämpliga.¹⁷¹

Det är lätt att stämma in i Samuelssons påstående att domstolarna inte är bundna av börsens, bolagens eller FI:s bedömning eller ens av de kriterier som finns i noteringsavtalen. Å andra sidan finns relativt tydliga uttalanden i ovan citerade förarbeten som gör gällande att väsentlighetsrekvisitet i MmL har högre tröskel än de händelser som medför informationsplikt enligt avtalen med börsen. Genom återopande av dessa förarbeten som auktoritets-skäl, med beaktande av principen om *in dubio mitius* och andra legalitetsaspekter, verkar det därför tveksamt om den person som har följt börsens regler i detta avseende kan dömas för insiderbrott. Däremot bör självklart inte domstolarna vara bundna av de bedömningar som görs av de olika aktörerna i detta avseende; det att börsen inte har uppmärksammat en viss hän-

¹⁶⁷ Prop 1999/2000:109, s. 53, 1995/96:215, s. 36, prop. 1990/91:42, s. 52 och 1984/85:157, s. 40.

¹⁶⁸ Bengtsson, s. 17 och Samuelsson, *et al*, s. 192 f.

¹⁶⁹ Samuelsson, *et al*, s. 192.

¹⁷⁰ Samuelsson, *et al*, s. 192.

¹⁷¹ Samuelsson, *et al*, s. 192.

delse skulle kunna vara ett resultat av förbiseende. Inte ens om ett fall har varit föremål för bedömning av börsen, bör domstolen vara bunden av denna. Lagstiftarens avsikt var att kraven skulle vara högre ställda i den straffrättsliga regleringen än den civilrättsliga; avsikten var inte att binda domstolarna av bedömningar av civilrättsliga aktörer.

Frågan om vilken relevans de civilrättsliga aktörernas bedömning av dessa regler har för ett straffrättsligt mål om insiderbrott berördes Stockholms tingsrätts avgörande i Elekta-målet.¹⁷² Tingsrätten konstaterade här att man inte kunde dra någon slutsats av betydelse i målet, endast mot bakgrund av det faktum att Stockholms fondbörs inte hade invänt mot bolagets rapportering. Det kan tyckas att tingsrätten avfärdar den tilltalades invändning alltför lättvindigt. Det att börsen inte har invänt mot rapporteringen är självklart inget som binder domstolen, men däremot torde invändningen inte vara helt irrelevant, åtminstone inte mot bakgrund av förarbetena. Möjligen skulle det vara på sin plats att domstolen motiverade varför omständigheten även nådde upp till det civilrättsliga rekvisitet - inte i oväsentlig grad prispåverkande.

3.4.3 Tidsfaktorns betydelse

I väsentlighetsbegreppet inryms även frågan om när en omständighet blir respektive upphör att vara väsentligen kurspåverkande. Offentlighetsrekvisitet reglerar den sistnämnda frågan och således frågan om när handelsförbud upphör. Här skall istället beröras när väsentlighetströskeln är uppfylld och således handelsförbud inträder. Med andra ord är frågan om när en framtida kontingent händelse övergår från att vara alltför spekulativ/osäker till att nå upp till väsentlighetsrekvisitet.

Studsvik (Hovrätten för Västra Sverige, B 2944-07, 2008-02-22)

Den 21 aug 2006 hölls styrelsemöte i det på Stockholmsbörsen noterade bolaget Studsvik AB. På detta möte informerade VD om en muntlig accept av en offert att behandla fyra ånggeneratorer från Stade, ca 43 miljoner kronor.¹⁷³ På detta möte deltog styrelseledamoten HJ som senare, den 23 augusti köpte 1000 aktier i bolaget. Ett bindande avtal avseende de fyra ånggeneratorerna träffades på kvällen den 23. På morgonen den 24 augusti, innan börsen öppnades offentliggjordes affären i ett pressmeddelande. Samma dag steg aktien 6 kr och 50 öre och stängde på en kurs om 196 kr. Frågan i fallet var ifall informationen på styrelsemötet utgjorde insiderinformation.

Tingsrätten¹⁷⁴ kom fram till att bindande avtal inte slutits förrän på kvällen den 23. Den information som HJ hade vid placeringen den 23 augusti var således spekulativ information om huruvida ordern i framtiden skulle leda till ett bindande avtal. Tingsrätten tog sin utgångspunkt i förarbetena till MmL som hänvisar till de bakomliggande EG-direktiven och slöt sig till att väsentlighetsrekvisitet är uppfyllt när informationen skulle kunna förväntas utnyttjas av en förnuftig investerare som en del av grunden för hans eller hennes investeringsbeslut. Gränsen, ansåg man gå vid sådan information som är så osäker och spekulativ att endast den mindre förnuftige investeraren är beredd att grunda sitt aktieköp på den. Marknadens förväntade reaktion på spekulationer är beroende av två saker: sannolikheten

¹⁷² Stockholms tingsrätt B 2705-99, 1999-12-09.

¹⁷³ ”Muntlig accept” skall här inte nödvändigtvis förstås i en juridisk bemärkelse som att ett juridiskt bindande avtal kommit till stånd. Vad den muntliga accepten avsåg var inte helt klarlagt.

¹⁷⁴ Göteborgs tingsrätt B12292-06, 2007-05-23

för den eventuella affären samt det förväntade värdet på denna. Information som endast svagt indikerar ett uppköp av en stor konkurrent kan ha stor kurspåverkande effekt, medan säker information om en order inom bolagets normala verksamhet motsvarande ett genomsnittligt värde inte påverkar kursen alls.

Tingsrätten kom fram till att ordern visserligen var strategiskt viktig, eftersom det område som ordern avsåg var ett för Studsvik mindre etablerat utvecklingsområde för Studsvik som därigenom skulle kunna visa för potentiella kunder att det fanns en utländsk kund som hade satt sin tillit till Studsvik i detta avseende. Däremot ansåg tingsrätten att affären var alltför oviss och spekulativ för att kunna anses nå upp till väsentlighetsrekvisitet.

Hovrätten resonerade i samma termer om graden av spekulation och värde, men kom fram till motsatt slutsats och fann att informationen nådde upp till väsentlighetsrekvisitet. Man fann att ordern var strategiskt viktig för Studsvik och att avtalsförhandlingarna var så långt gångna att man var rätt säker på att man skulle vinna ordern. Detta bekräftades av att avtal faktiskt slöts redan på kvällen den 23.

Rättsfallet är ett hovrättsavgörande och det är därmed oklart vilka växlar man kan dra av det med avseende på gällande rätt. Det finns alltför få rättsfall på området för att tala om någon enhetlig underrättspraxis. Resonemang kring de olika kriterierna, sannolikhet för den eventuella händelsen och dess förväntade värde för bolaget förefaller dock ytterst övertygande. Det torde vara sådana kriterier som den förnuftige investeraren skulle lägga till grund för sitt investeringsbeslut. Därmed förefaller det också som om det är ett sådant resonemang som aktörerna på den finansiella marknaden kan förväntas använda sig av och därmed bör detta också ligga till grund för vilken information som är ägnad att väsentligen påverka priset.¹⁷⁵ Intressant nog är dessa två kriterier snubblande nära de kriterier som sattes upp för att en viss händelse skall vara att betrakta som en omständighet. Som vi såg är de relevanta kriterierna i detta avseende ifall omständigheten ifråga rimligen kan förväntas komma att inträffa och ifall informationen är specifik nog för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas möjliga prispåverkande effekt. De krav som uppställs i väsentlighetsrekvisitet torde vara mer långtgående än de som uppställs i ”omständighetskriteriet”. Vid väsentlighetsbedömningen räcker det nämligen inte med att det skall vara möjligt att dra slutsatser om den möjliga prispåverkande effekten. Denna effekt skall även vara väsentlig och framstå som mycket sannolik.

3.4.4 Tidigare hjälpregler enligt IL

Som nämnts tidigare fanns i IL 5 § och 6 § hjälpregler med exempel på omständigheter som typiskt sett ansågs ägnade att väsentligen påverka kursen.¹⁷⁶ Hjälpreglerna var inte avsedda att täcka in samtliga tänkbara omständigheter där en viss omständighet är ägnad att väsentligen påverka kursen på finansiella instrument. Syftet var endast att ge exempel på vissa kon-

¹⁷⁵ Se för denna åsikt även Samuelsson, s. 193 f. Tingsrätten hänvisar uttryckligen till denne i Studsvik, se s. 7. Hovrätten gör inte samma uttryckliga hänvisning men använder sig av samma kriterier i sitt resonemang.

¹⁷⁶ Reglerna härrörde från LVM som i 7 § innehöll ett förbud mot insiderhandel inför ett förestående uppköpserbjudande

kreta exempel på omständigheter som *kan* vara ägnade att väsentligt påverka kursen på fondpapper och, när så är fallet, utlöser handelsförbud.¹⁷⁷

Effekten av hjälpreglerna var att, om ett händelseförlopp var att hänföra till något av de scenarier som fanns däri beskrivna, en presumtion skapades enligt vilken den misstänkte fick en åberopsbörda som liknar en bevisbörda för alternativ beskrivning av händelseförloppet. Hjälpreglerna var även avsedda att användas av marknadsaktörerna för att planera sina transaktioner.¹⁷⁸

När IL ersattes av ISL utgick exemplifieringen av typsituationerna från lagtexten. Skälen härför var att tveksamheter skulle kunna uppkomma om hur bestämmelserna skall tolkas i det enskilda fallet och att det straffbara området skulle bli svårbedömt. Det bedömdes också finnas en risk för att exemplet skulle uppfattas som uttömmande.¹⁷⁹ Däremot uttalades att hjälpreglerna även i fortsättningen skulle ha aktualitet, på så sätt att de – i likhet med tidigare uttalanden i förarbetena – även i fortsättningen skulle kunna komma att ge vägledning vid tolkningen av ansvarsbestämmelsen om insiderbrottslighet.¹⁸⁰ Som påpekas av Samuelsson, *et al*, befinner vi oss således i ett läge där hjälpreglerna inte finns kvar i lagtexten, men, med stöd av ovan citerade motivuttalanden, påstås de ändå ha en viss aktualitet. Enligt Samuelsson, *et al*, får det dock antas att, till skillnad från det tidigare rättsläget, någon presumtionsverkan inte är aktuell på samma sätt som tidigare; det kan inte längre ställas ett generellt krav på den tilltalade att ge en alternativ förklaring till det av åklagaren åberopade händelseförloppet.¹⁸¹ Samuelsson, *et al*, menar dock att hänsyn ändå måste tas till den allmänna erfarenhet som hjälpreglerna representerar eftersom de så frekvent behandlas i även de lagmotiv som följer efter IL.¹⁸² Samuelsson, *et al*, sluter sig därför till att det alltså återstår en viss presumtionsverkan: om den misstänkte kan visa att hans handlande inte hade omfattats av ett förbud givet en tillämpning av de gamla hjälpreglerna, handlandet torde falla utanför det straffbara området.¹⁸³

Enligt min mening torde hjälpreglerna inte fylla någon som helst självständig funktion till den misstänktes nackdel. I viss mening skulle man kunna hävda att domstolarna skulle, vid en utredning om huruvida väsentlighetsrekvisitet är uppfyllt, precis som Samuelsson, *et al*, påpekar, kunna ta hänsyn till den samlade erfarenhet som hjälpreglerna representerar. Legalitetsaspekter, däremot, talar mot att hänsyn tas till dessa regler då det skulle vara till den misstänktes nackdel. Ett vagt motivuttalande om att hjälpreglerna kan spela in bör tolkas till den tilltalades fördel, enligt principen *in dubio mitius*. En väsentlighetsbedömning med tillämpning av hjälpreglerna skulle,

¹⁷⁷ Prop. 1999/2000:109, s. 58, prop. 1990/91:42, s. 41.

¹⁷⁸ Samuelsson, *et al*, s. 195.

¹⁷⁹ Prop. 1999/2000:109, s. 58.

¹⁸⁰ Prop. 1999/2000:109, s. 58.

¹⁸¹ Samuelsson, *et al*, s. 195.

¹⁸² Samuelsson, *et al*, s. 195.

¹⁸³ Samuelsson, *et al*, s. 195.

enligt detta synsätt, aldrig kunna leda till att väsentlighetsrekvisitet är uppfyllt i något annat fall än där en självständig väsentlighetsbedömning, som görs helt oberoende av dessa hjälpregler (dock med tillämpning av vedertagna processrättsliga principer om falsk bevisbörda m.m.), skulle leda till att detta rekvisit är uppfyllt. Hjälpreglerna kan således, enligt detta synsätt, inte ställa något som helst krav på den misstänkte att ge en alternativ förklaring till det av åklagaren åberopade händelseförloppet, annat än där vedertagna straffprocessrättsliga principer skulle tillåta detta.

Däremot är det fullt tänkbart att, som Samuelsson, *et al*, påstår, hjälpreglerna kan ha viss aktualitet till den tilltalades fördel. Det är dock oklart vilka uttryck detta skulle kunna ta sig. Enligt Samuelsson, *et al*, skulle ett handlande falla utanför det straffbara området enligt MmL, om den tilltalade kan visa att det inte hade varit straffbart givet en tillämpning av hjälpreglerna.

3.4.5 Två problem: förutsebarhet och bevismöjlighet

När det gäller väsentlighetsrekvisitet har man i förarbetena funnit det svårt att ange en procentuell gräns för vad som skall anses vara väsentlig prispåverkan. Förutsättningarna varierar mycket mellan olika marknader, där man som ytterligheter kan notera marknaden för räntebaserade instrument och optionsmarknaden. För aktiemarknaden har angetts att i vart fall en tioprocentig kurspåverkan bör vara att betrakta som väsentlig.

Frågan är om väsentlighetsrekvisitet bör anges i procent överhuvudtaget. Bakgrunden till just den procentuella angivelsen har förmodligen att göra med att lagstiftaren, när den angav tioprocentgränsen, hade en faktisk kursrörelse i åtanke. Många formuleringar i förarbetena tyder på detta när lagstiftaren glider mellan att tala om erfarenhetsmässiga bedömningar och faktiska procentuella förändringar på den specifika marknaden. Som det nu ser ut så skall väsentligheten emellertid bedömas *ex ante*. Det rör sig således om en erfarenhetsmässig bedömning. Detta ställer stora krav på domstolarna och åklagaren. Först och främst måste alltså den aktuella informationen hänföras till en viss typ och därefter måste det fastställas att denna typ av information rent erfarenhetsmässigt påverkar kursen i en viss utsträckning.

Vi ställs här inför två problem: förutsebarhet och bevismöjlighet. När det gäller förutsebarheten kräver legalitetsprincipen i princip att det straffbara området måste vara möjligt att på förhand förutse, om inte för gemene man, så åtminstone för den juridiskt kunnige. Den typiska kurspåverkan som viss information skall ha för att handelsförbud skall inträda måste därför vara mer eller mindre tydligt angiven. Som väsentlighetsrekvisitet nu är utformat är det emellertid oklart både hur man skall göra den typklassificering som utgör första steget i den erfarenhetsmässiga bedömningen, samt vilken typisk kursutveckling som krävs för ett visst instrument för att informationen skall nå upp till väsentlighetskriteriet. Som väsentlighetsrekvisitet nu är utformat utgör det således ingen enhetlig bedömningsnorm för när handelsförbud inträder. Det är i princip omöjligt för en insider att bedöma ifall den

information han sitter inne med utgör insiderinformation. Initialt ställs denne inför problemet att kategorisera det ifrågavarande instrumentet som denne har information om. Det torde inte vara en lätt uppgift eftersom de egenskaper som skall vara relevanta för att kategorisera instrument i olika typer inte har angetts med särskilt stor precision i förarbetena. Denne skulle därefter vara tvungen sammanställa och undersöka ett omfattande av empiriskt material avseende den typ av instrument som informationen gäller, för att bedöma vilken påverkan dylik information har haft på priset på den typen av instrument.

Det krävs inte mycket eftertanke för att inse att ett sådant arbete skulle ta en enorm tid och ansträngning i anspråk, och inte ens efter en sådan undersökning, ens om den skulle utföras av en person som är både ekonomiskt och juridiskt kunnig, skulle det straffbara området vara urskiljbart med nödvändig precision för att den som sitter inne med informationen kan vara säker på huruvida den skall klassas som insiderinformation. Det bör även framhållas att den omfattande undersökning som krävs för en insider att utreda huruvida en omständighet når upp till väsentlighetskravet lyser med sin frånvaro både i åklagarnas gärningsbeskrivningar och i domstolarnas domskäl. Här har den faktiska procentuella avvikelserna givits alltför stort utrymme. Givetvis har en felaktig bedömning eller en bristfällig undersökning i en underinstans inte någon bäring på innehållet i gällande rätt. Men detta torde vara till mindre tröst för den tilltalade som ändå får stå till svars inför dessa domstolar. Även i de fall där man har gjort en erfarenhetsmässig bedömning är motiveringen knapphändig och når inte upp till den omfattning ett empiriskt material bör ha för att tillåta en erfarenhetsmässig bedömning.

Detta leder oss in på det andra problemet, åklagarens bevisbörda och bevismöjligheter. Denne måste presentera ett så omfattande empiriskt material att det står bortom rimligt tvivel – ett mycket högt beviskrav – att den ifrågavarande informationstypen i tidigare fall har haft en viss väsentlig kurspåverkan. Hur ”väsentlig” skall förstås är inte lätt att ange utan varierar mellan olika typer av instrument och olika marknader. Det empiriska underlaget, bestående av exempelvis börsstatistik som talar om att information av ifrågavarande typ haft en väsentlig kurspåverkande effekt, måste vara rigoröst mot bakgrund av det straffrättsliga beviskravet. I det statistiska underlaget måste givetvis, på ett sätt som är tillfredställande, kunna sållas bort alla andra omständigheter som kan tänkas ha haft en påverkan på kursen den dag informationen som är av den ifrågavarande typen offentliggjordes. Detta ställer åklagaren inför en i princip omöjlig uppgift. Men det får ändå anses som att det besvär åklagare och rättstillämpande instanser ställs inför är sekundärt i förhållande till de olägenheter det medför för den misstänktes eller den potentiellt misstänktes rättssäkerhet.

Det framgår av avsnitt 3.5.2.1 att för att väsentlighetsrekvisitet skall vara uppfyllt, krävs det att det skall vara mycket sannolikt att omständigheten har en väsentlig påverkan på kursen. I detta sammanhang hör sannolikhetskravet ihop med begreppet ”ägnad åt”. Det förefaller märkligt att sannolikhetskravet inte har fått ett närmre samband med väsentlighetsbedömningen. Som

det ser ut nu har väsentlighetskravet knutits till den förväntade procentuella kurspåverkan och vissa andra parametrar. Om man emellertid föreställer sig att en insider har insiderinformation om ett värdepapper som denne vet med säkerhet kommer att driva kursen uppåt, låt säga en eller ett par procent, när informationen offentliggörs. Sådan information torde vara lika straffvärd att handla på eftersom den kan utnyttjas för inköp av ett stort antal av ifrågavarande instrument till mycket låg risk.

Som rättsläget ser ut finns det scenarier där ovan nämnda situation inte skulle omfattas av det straffbara området.¹⁸⁴ För att komma tillrätta med detta problem – för det borde betraktas som ett problem eftersom sådan information ter sig straffvärd att handla på – måste väsentlighetskriteriet definieras i termer av både sannolikhetsgrad och väsentlighet. Detta skulle vara analogt med det resonemang som förs i avsnitt 3.4.3 om frågan om när brytpunkten för en spekulativ omständighet är nådd. Här konstaterades att när en uppgift är spekulativ, en bedömning måste göras genom att väga sannolikheten för att händelsen skall inträffa mot den förväntade händelsens betydelse för företaget. På samma sätt borde även frågan om huruvida en omständighet når upp till väsentlighetsrekvisitet lösas med ledning av variablerna sannolikhet och den förväntade kursutvecklingen. Det krav som ställs i fråga om kursutveckling, varierar givetvis beroende på vilken typ av instrument det är fråga om och får fastställas med ledning av de parametrar som anges i förarbetena som redogjorts för ovan.

3.5 Ägnad

3.5.1 Begreppet ägnad i annan straffrättslig lagstiftning

I flera brottsbeskrivningar i BrB finns formuleringar som innebär att gärningar som är ägnade att ha vissa följder är belagda med straff.¹⁸⁵ Att något är ägnat att leda till en följd är ungefär detsamma som att det duger till att, under plausibla omständigheter, orsaka en viss följd.¹⁸⁶ På vissa håll uttrycks innebörden av begreppet som så att gärningen i fråga typiskt sett or-

¹⁸⁴ Så skulle exempelvis vara fallet om det föreligger en näst intill säker förväntan om låg procentuell förväntad ökning för ett visst instrument, som skulle aktualiseras vid ett offentliggörande av en viss omständighet som personen ifråga har information om. Om instrumentet ifråga typiskt sett har alltför stora fluktuationer för att en sådan procentuell ökning skall vara att betrakta som väsentlig, så bör inte heller den ifrågavarande förväntade prisökningen vara att betrakta som väsentlig.

¹⁸⁵ Se t.ex. BrB 4:5, 9:6, 9:6 a, 9:7, 9:9 och 16:16.

¹⁸⁶ Jareborg, s. 176.

sakar/leder till en viss följd.¹⁸⁷ Huruvida följden rent faktiskt har inträffat som en konsekvens av gärningen saknar i relevans i sammanhanget.¹⁸⁸ Som Samuelsson, *et al*, påpekar innebär brottskonstruktionen i stort sett samma sak som att kriminalisera försök. En utförligare diskussion om ägnandedeliktet förs i avsnitt 3.2.1.2.

3.5.2 Begreppet ägnad i rekvisitet insiderinformation

För att handelsförbudet skall inträda krävs att omständigheten är *ägnad* att väsentligt påverka priset på ett finansiellt instrument. I MmD, art. 1.1. används formuleringen ”information (...) som, om den offentliggjordes skulle kunna förväntas ha en väsentlig påverkan på priset”. I första genomförandedirektivet, art. 1.2, förtydligas att innebörden av denna formulering är att en förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja informationen som en del av grunden för ett investeringsbeslut.

Kriteriet innebär att bedömningen skall ske vid tidpunkten för handlingen (d.v.s. placeringen), *ex ante*, och inte i efterhand, *ex post*. Det relevanta för bedömningen av det straffbara området är den erfarenhetsmässiga betydelsen av föreliggande omständigheter. Den kurspåverkan som offentliggörandet av omständigheterna rent faktiskt får är i sammanhanget irrelevant.¹⁸⁹ Som påpekas av Samuelsson, *et al*, får detta anses som självklart från ett legalitetsperspektiv.¹⁹⁰ Som redogörs för i avsnitt 3.5.2.3 har dock *ex ante*-bedömningen vållat en del problem för domstolarna.

3.5.2.1 Sannolikhetskriteriet

En fråga som aktualiseras är vilken grad av sannolikhet som krävs för att en omständighet skall anses vara ”ägnad” att väsentligt påverka priset. Av förarbetena till IL framgår att:

”En omständighet är ägnad att förändra kursen på aktierna i bolaget om del framstår som mycket sannolikt att ett tillkännagivande av omständigheten kommer att driva kursen uppåt eller nedåt. Annorlunda uttryckt skall aktierna i bolaget, med beaktande av den icke offentliggjorda omständigheten, te sig under- eller övervärderade och det skall samtidigt kunna förutsättas att marknadens reaktion på omständigheten medför kursstegring eller kursfall. Det avgörande är alltså om en omständighet erfarenhetsmässigt påverkar kursen då den offentliggörs. Om en kursförändring faktiskt inträffat som en följd av offentliggörandet av

¹⁸⁷ Se exempelvis Holmqvist *et al*, s. 4:19 för tolkningen av begreppet i 4:4 a § BrB; Ibid. s. 5:11 för tolkningen av begreppet i 5:1 BrB; Ibid, s. 6:40 för tolkningen av begreppet i 6:8 BrB, Ibid, s. 6:45 för tolkningen av begreppet i 6:10 BrB; samt Ibid. s. 9:90 för tolkningen av begreppet i 9:6 a § BrB.

¹⁸⁸ Se t.ex. NJA II 1942 s. 423 för Straffrättskommitténs förklaring av innebörden av formuleringen ”ägnad att påverka bedömandet av företaget i ekonomiskt hänseende och därigenom medföra skada” i 9:9 Brb. Straffrättskommittén menar att begreppet tar sikte på situationer där någon som får del av uppgiften *kan förväntas* på grund därav företa en för-
lustbringande disposition

¹⁸⁹ Samuelsson, *et al*, s. 199.

¹⁹⁰ Samuelsson, *et al*, s. 199.

omständigheten saknar däremot betydelse. Handel som företagits med kännedom om en i bolaget inträffad omständighet som framkallat en oväntad kursändring kan alltså inte stå i strid mot förbudet i denna paragraf. Om en kursrörelse uteblivit fastän en sådan framställning som mycket naturlig då affären företogs är situationen den omvända. Man kan dock utgå från att överträdelse av förbudet i allmänhet inte beivras i sådant fall"¹⁹¹

Av det citerade uttalandet följer att det skall framstå som ”mycket sannolikt” att omständigheten skulle ha en kursdrivande effekt. På ett annat ställe i passagen nämns att förbudet även blir tillämpligt ifall en kursrörelse framstår som ”mycket naturlig”. Denna språkliga skillnad kommenteras inte utan det verkar förutsättas att de båda formuleringarna ger uttryck för samma krav på sannolikhetsgrad. ”Mycket sannolikt” får anses vara ett förhållandevis starkt sannolikhetskrav för ett farerequisit. Värt att notera är vidare att det skall vara mycket sannolikt att omständigheten kommer att ha en *väsentligt* kursdrivande effekt. Vi har således två förhållandevis hårda krav som ställs för att viss information skall vara att betrakta som insiderinformation, dels ”mycket sannolikt” och dels ”väsentligt kursdrivande”.

En angränsande fråga är från vilket perspektiv sannolikheten skall bedömas. Eftersom ägnandedeliktet utgör ett abstrakt faredelikt torde det naturliga vara att bedöma sannolikheten utifrån de fakta som fanns tillgängliga för den misstänkte vid gärningsögonblicket. För en utförligare diskussion i denna fråga hänvisas till avsnitt 3.2.1.2.

3.5.2.2 Den erfarenhetsmässiga bedömningen

Den erfarenhetsmässiga bedömningen skall göras med beaktande av historiska fakta. Som påpekas av Samuelsson, *et al*, är visserligen en bedömning *ex ante* förenad med vissa svårigheter, eftersom handlingar spontant brukar tolkas i ljuset av efterföljande omständigheter. Men samtidigt så innebär detta självklart inte att bedömningar *ex post* på något sätt skulle vara legitimerade.¹⁹² Således framstår det som självklart att, som kom till uttryck i ovan citerade förarbete, en placering som sker med vetskap om en omständighet som erfarenhetsmässigt inte påverkar kursen, men som ändå orsakar en kursreaktion då denna offentliggörs, inte träffas av förbudet. En intressant fråga är dock huruvida, även om det tydligt framgår att det inte räcker med en rent faktisk påverkan, ett krav därom kan ställas upp som ett ytterligare requisit. Av det ovan citerade förarbetsuttalandet framgår att om en kursrörelse uteblivit, trots att den framstod som mycket naturlig när placeringen företogs, kan man utgå ifrån att överträdelse av förbudet i allmänhet inte beivras.

Viss förvirring har även skapats genom andra uttalanden i förarbetena som skulle kunna tolkas som att ett krav på faktisk kurspåverkan finns inbakat i rekvisiten. I motiven till ISL uttalas: ”Problemet är inte att avgöra vilken omständighet som omfattas av förbudet. Däremot kan svårigheter uppstå att

¹⁹¹ Prop 1990/91:42, s. 51 f. Uttalandet fastställer den inställning som kom till uttryck i motiven till LVM, se prop. 1984/85:157, s. 89.

¹⁹² Samuelsson, *et al*, s. 200.

avgöra om det var den omständigheten som påverkade kursen.”¹⁹³ Uttalandet synes strida mot att det är den erfarenhetsmässiga påverkan som är relevant, inte den faktiska. Eftersom det emellertid i förarbetena så tydligt stadgas att det är den erfarenhetsmässiga betydelsen av föreliggande omständigheter som är relevant,¹⁹⁴ samt att det råder en konsensus inom doktrinen om detta,¹⁹⁵ så är, enligt min mening, den mest rimliga tolkningen av det citerade uttalandet att det får ses som ett försök att peka på det problematiska i att skilja vilken kurspåverkan som, rent historiskt, d.v.s. erfarenhetsmässigt, i fallet aktuella omständigheter får på priset på ett visst finansiellt instrument, från andra prispåverkande omständigheter, inte ett försök att tolka in ett krav på faktisk prispåverkan i det aktuella rekvisitet. Vi får anledning att återkomma till denna problematik nedan.

3.5.2.3 Domstolsavgöranden

Här kommer en redogörelse att ske för de olika rättsfall i vilka de olika instanserna har tagit ställning till innehållet i begreppet ägnad att påverka priset/kursen. Det finns inga prejudicerande avgöranden från HD som kastar något ljus över hur detta begrepp skall tolkas, varför de rättsfall som ingår i redogörelsen uteslutande avser avgöranden från underinstanser.

Atle (Svea Hovrätt B 2118-94, 1995-06-02)

C var styrelseordförande i portföljförvaltningsbolaget Atle, som skulle äga viss andel av aktierna i de tre riskkapitalbolagen X AB, Y AB och Z AB. P AB var ett börsnoterat investeringsföretag där K var VD. Den 18 januari 1993 väcktes frågan i P AB:s styrelse om att, genom offentligt uppköpserbjudande, förvärva 51 % av aktierna i X AB, Y AB och Z AB. Den 25 januari beslutade styrelsen i enlighet härmed och den 2 februari offentliggjordes uppköpserbjudandet. Strax därefter, mellan den 27 januari och 1 februari, förvärvade C, för Atles räkning, aktier i X AB, Y AB och Z AB.

Tingsrätten fann att aktiekurserna i de tre riskkapitalbolagen stigit till 30 kr den 2 februari 1993. Den faktiska kursstegringen tillskrevs i sin helhet offentliggörandet av uppköpserbjudandet. Denna kursstegring skulle, enligt tingsrätten, i sig innebära att erbjudandet, d.v.s. omständigheten, var sådan att den var ägnad att väsentligt påverka kursen. Däremot fann man det inte styrkt att C fått kännedom om det offentliga uppköpserbjudandet, varför åtalet ogillades.

Hovrätten, däremot, fann det styrkt att C informerats om P AB:s uppköpsplaner. När det gäller frågan huruvida informationen var ägnad att väsentligen påverka kursen noterar hovrätten inledningsvis de förarbetsuttalanden som anger att det är den erfarenhetsmässiga påverkan som är relevant, inte den faktiska. När sedan bedömningen i fallet väl görs faller hovrätten likväl tillbaka på den faktiska kursutvecklingen som skedde vid tidpunkten för offentliggörandet. Man konstaterar att kursen steg med 20 % i samband med offentliggörandet, vilket framhålls vara en väsentlig kursförändring.

I Atle-fallet resonerade således båda instanserna enbart kring den faktiska kurspåverkan som hade skett i samband med offentliggörandet.

Clock (Stockholms tingsrätt B 14-1829-96, 1996-10-30)

¹⁹³ Prop. 1990/91:42, s. 82.

¹⁹⁴ Se t.ex. prop. 1999/2000:109, s. 53 och prop. 1990/91:42, s. 51 f.

¹⁹⁵ Se t.ex. af Sandeberg, s. 90 f., Samuelsson, *et al.* s. 199 f., Afrell, *et al.* s. 53.

VD:n för börsnoterade Clock AB, P, hade sålt 6500 aktier några dagar innan bolaget utfärdade ett pressmeddelande enligt vilket resultatet för 1995 förväntades bli sämre än vad som angetts i tidigare prognoser. Efter pressmeddelandet sjönk kursen från 19 till 15 kr.

Tingsrättens fann att P, med den information han gavs om resultatanalysen och vad som i övrigt var känt för honom om bolagets resultatutveckling, haft anledning att räkna med att de omständigheter som han kände till skulle kunna påverka kursen på Clock-aktien om de offentliggjordes.

I Clock-målet är det inte helt klarlagt hur tingsrätten tolkat väsentlighetsrekvisitet. Det görs inte någon koppling till den faktiska kursen och mot bakgrund av det ovan återgivna uttalandet torde tingsrätten ha tolkat begreppet som ett krav på erfarenhetsmässig kurspåverkan, inte faktisk. Domstolens motivering är dock synnerligen knapphändig. Vidare är formuleringen att informationen ”skulle kunna påverka kursen” olycklig eftersom det inte direkt träffar kriteriet ”ägnad att *väsentligen* påverka kursen”. I sammanhanget bör noteras det ovan citerade förarbetsuttalandet som poängterar att innebörden av begreppet *ägnad* är att det skall framstå som ”mycket sannolikt” att omständigheten påverkar kursen.¹⁹⁶

Åhusglass (Kristianstads tingsrätt B 1059-00, 2000-11-07)

Den 21 september 1999 sålde styrelseordföranden i Åhus Glass AB, SN, 2 000 aktier i Åhus Glass AB till en kurs om 25 kronor. Samma år, den 8 oktober efter börsens stängning, meddelade Åhus Glass AB, via ett pressmeddelande, att bolaget inte skulle nå det prognostiserade resultatet för året om 6,4 miljoner kronor, utan istället räknade med en förlust på fyra miljoner kronor. Under den första handelsdagen efter offentliggörandet sjönk kursen från 24 kronor till 19 kronor.

Åklagaren menade att SN fått tillgång till insiderinformation genom att fortlöpande ha blivit informerad av bolagets ekonomichef, samt genom att ha deltagit i ett informellt möte vid vilket han blivit informerad om ett förväntat minusresultat för året.

Tingsrätten fann att det inte kunde anses styrkt att SN fått insiderinformation genom sina löpande kontakter med ekonomichefen, men att han däremot hade fått sådan information vid ovan nämnda informella möte. Trots att informationen som SN fått vid mötet byggde på icke-slutliga siffror och att den bara utgjorde en preliminär resultatbedömning, fann tingsrätten att, eftersom resultatbedömningen visade på en mycket stor avvikelse från vad som hade prognostiserats, omständigheterna som SN kände till var ägnade åt att väsentligt påverka kursen om de offentliggjordes.

I Åhusglass-fallet berörde tingsrätten inte ens den faktiska kursutvecklingen vid frågan om informationen var sådan att den var ägnad att väsentligt påverka priset. Även om motiveringen till varför omständigheterna ifråga var ägnade att påverka kursen även här är knapphändig, måste tingsrätten ha baserat sin bedömning på den erfarenhetsmässiga påverkan.

Föreningsbanksmålet (Svea Hovrätt B 1895-00, 2001-12-07)

Enligt åtalet hade de tre tilltalade haft tillgång till insiderinformation bestående av information om att Sparbanken skulle förvärva 4,99 % av kapital och röster i Föreningsbanken.

Tingsrätten¹⁹⁷ fann det klarlagt att samtliga tre tilltalade hade kunskap om de åtgärder som Sparbanken Sverige planerade och senare vidtog rörande aktier i Föreningsbanken. Frågan

¹⁹⁶ Prop. 1990/91:42, s. 51 f.

¹⁹⁷ Stockholms tingsrätt mål B 3142/97, 2000-02-22.

var då om de omständigheter de tilltalade hade kännedom om var ägnade att väsentligt påverka kursen på Föreningsbankens aktier. Tingsrätten noterade ovan nämnda förarbetsuttalanden och framhöll att det inte skulle vara den faktiska utan den förväntade kursutvecklingen som skulle vara avgörande. När man sedan gjorde bedömningen i det specifika fallet undersökte man den faktiska kursförändringen som skett i och med offentliggörandet. Som mest noterades under dagen en uppgång på 4 %, varför det konstaterades att man inte kunde sluta sig till att de tidigare okända omständigheterna var ägnade att medföra en väsentlig förändring av kursen. Det faktum att kursen hade stigit 30 % mellan den 18 april 1996 och den 24 juni 1996, dagen före offentliggörandet, noterades också, men fästes ingen vikt vid eftersom man ansåg att denna kursförändring inte kunde härledas till uppgiften om det offentliga förvärvet utan snarare berodde på andra omständigheter.¹⁹⁸ Vidare gick tingsrätten in på de icke kända omständigheternas erfarenhetsmässiga effekt. Här konstaterades att borsstatistik talar mot påståendet att Sparbankens köp av 4,98 % av aktierna i Föreningsbanken skulle vara ägnat att medföra väsentliga kursförändringar. Statistiken visade nämligen att det vid flaggningspliktiga köp (köp överstigande 5 % av aktierna) var mycket ovanligt att kursförändringen blir omkring tio procent eller mer.

Mot denna bakgrund konstaterade tingsrätten, efter att ha noterat förarbetsuttalanden varav det framgår att det skall framstå som mycket sannolikt att tillkännagivandet av en omständighet skall ha en kursdrivande effekt, att Sparbankens åtgärder och förvärv av aktier inte erfarenhetsmässigt kunde antas ha en väsentligt kursdrivande effekt om de varit kända. Den omständighet som var känd för HO fanns därför inte vara ägnad att väsentligt påverka kursen och åtalet mot honom ogillades.

Hovrätten fastslog tingsrättens dom och hänvisade till de skäl som anförts av tingsrätten.

I Föreningsbanksmålet resonerar tingsrätten kring den faktiska kursutvecklingen vid tidpunkten för offentliggörandet. Denna i sig var inte tillräcklig för att fastställa en väsentlig kurspåverkan. Det är oklart i vilken mån man uppfattat en faktisk kurspåverkan som en del av rekvisitetet ”ägnad”, eftersom huvuddelen av resonemanget inriktades mot den erfarenhetsmässiga påverkan. Möjligen kan domskälen tolkas så att man kräver, utöver en erfarenhetsmässig påverkan på kursen, även en faktisk påverkan.

Fallet berör även en annan intressant aspekt, nämligen i vilken mån kursförändringar skall beaktas som skett innan tidpunkten för offentliggörandet. I sitt remissvar till propositionen till IL lyfte Bankinspektionen fram detta problem och gjorde regeringen uppmärksam på att man vid flera tillfällen iakttagit att kursutvecklingen strax före offentliggörandet av en viss omständighet gott och väl uppgått till tio procent och att någon ändring i kursen inte skett efter offentliggörandet. Bankinspektionen fann inte någon annan rimlig förklaring till fenomenet än att flera investerare känt till omständigheten och handlat aktier så att kursen redan nått den nivå den skulle ha haft efter offentliggörandet.¹⁹⁹ Departementschefen delade inspektionens bedömning att väsentlighetsrekvisitetet bör anses uppfyllt även i dessa fall.²⁰⁰ Detta förarbetsuttalande kan tyckas förvirrande eftersom det framstår som om väsentlighetsrekvisitetet kan vara uppfyllt genom en faktisk kursförändring (som sker innan offentliggörandet). Uttalandet sker dock i samband

¹⁹⁸ Tidningsartiklar som ingetts i målet gav vid handen att Föreningsbanken hade under våren 1996 varit av stort intresse för aktieanalytiker. Aktierna ansågs vara värda mer än vad den aktuella börskursen indikerade och var således en potentiell uppköpskandidat.

¹⁹⁹ Prop. 1990/91:42, s. 83

²⁰⁰ Prop. 1990/91:42, s. 83

med en diskussion om vilken procentuell förändring som krävs för det skall vara fråga om en väsentlig kursförändring. För att undvika inkonsistens bör därför uttalandet tolkas som att det är den förväntade procentuella ökningen som är relevant. I förevarande fall fästes, som framgår ovan, ingen större vikt vid kursförändringen före offentliggörandet av den anledningen att man ansåg att kursförändringen berodde på andra omständigheter.

Buremålet (Hovrätten för västra Sverige, B 3354-05, 2006-10-05)

I målet stod PS, VD för Bure AB, åtalad för bl.a. grovt insiderbrott. Enligt gärningsbeskrivningen bestod insiderinformationen av PS:s kunskap om omförhandling med de största kreditgivarna, nedskrivningar på bolagets aktieinnehav och bolagets ansträngda ekonomiska läge.

Tingsrätten²⁰¹ fann att det inte var visat att PS information om Bures creditsituation och Bures nedskrivningsbehov²⁰² skulle ha haft väsentlig kurspåverkande betydelse för Bureaktien om de varit kända på marknaden. Istället ansågs att det var minst lika sannolikt att den kursnedgång som inträffade när omständigheterna offentliggjordes berodde på marknads besvikelse över att någon lösning på Bures framtida kapitalbehov inte förelåg och att det därför stod klart för marknaden att Bures huvudägare inte var ense i denna viktiga fråga. Åtalet ogillades därför.

Hovrätten fann däremot PS skyldig till insiderbrott. Den information som PS hade om bolagets ekonomiska läge, särskilt om kapitalbehovet och bolagets beroende av att planerade exitprocesser verkligen kunde genomföras till godtagbara priser, samt informationen om innehållet i förhandlingarna med kreditgivarna, särskilt de villkor som fanns om pantsättning och utdelningsförbud, fanns av hovrätten vara väsentligen kurspåverkande.

Av tingsrättens dom i Buremålet framgår det tydligt vilka svårigheter domstolen har att hålla isär faktisk och förväntad kurspåverkan. Först talas det om att det inte var visat att informationen vid ett offentliggörande *skulle ha haft* en väsentlig kurspåverkan. Därefter konstateras att den kursnedgång som *faktiskt* inträffade kunde ha haft andra orsaker än de omständigheter som den påstådda insiderinformationen avsåg.

Synergi AB/Biacore (Svea hovrätt B 7956-07, 2008-01-04)

LM stod åtalad för att genom sin anställning hos Carnegie ha fått kännedom om att GE Healthcare skulle lägga ett bud på Biacore och för att ha förmedlat denna information till IC. IC skall, därefter, enligt åtalet, till följd av informationen ha förvärvat 3000 aktier i Biacore och via sitt bolag Synergi AB 9000 aktier i Biacore.

Tingsrätten noterade att fanns otaliga exempel på att ett företags bud om köp av ett annat företag är kursdrivande och konstaterade därför att det att GE Healthcare stod i begrepp att lägga ett bud på Biacore därför utgjorde en sådan omständighet som faller under begreppet insiderinformation.

Av LM hade gjorts gällande att det var sedan lång tid tillbaka allmänt känt att Biacore var en uppköpskandidat. Tingsrätten fann dock att det med jämna mellanrum förekommer spekulationer i finansbranschen, media och hos analytiker om företagsbud. Man konstaterade att sådana spekulationer måste skiljas från den situation som här förelåg då det fanns en seriös intressent som dessutom fullföljde sina intentioner att köpa Biacore. Den omständig-

²⁰¹ Göteborgs tingsrätt, B11337-03 (2005-07-08)

²⁰² Beträffande Bures ansträngda ekonomiska läge hade åklagaren inte preciserat några särskilda förhållanden som skulle utgöra insiderinformation, varför denna åtalpunkt inte närmare beaktades.

heten att GE Healthcare hade lagt ett bud på Biacore var således inte en omständighet som var allmänt känd.

Därefter går domstolen in på vilken typ av bevisning som krävs för att visa att insiderinformationen har överförts till IC. "IC's starka önskan att handla aktier kan inte tolkas på annat sätt än att han måste ha haft exklusiv information om aktien och därför var beredd att betala påtagligt mer än andra aktörer på marknaden". Denna exklusiva information kan inte ha utgjorts av annan uppgift än att ett företag hade lagt ett bud på att förvärva Biacore. IC har inte haft kontakt med någon annan person som kan ha suttit inne med insiderinformation och måste därför ha erhållit den från LM.

Hovrätten konstaterar inledningsvis, i likhet med tingsrätten att LM haft information som är att betrakta som insiderinformation. Frågan var om huruvida IC gjort sina Biacoreköp efter att ha fått sådan insiderinformation. Hovrätten delar tingsrättens uppfattning om att insiderbrott kan vara styrkt även om åklagaren inte visat exakt vilken information som har lämnats ut, givet att det ändå är tillförlitligen styrkt att insiderinformation verkligen har lämnats ut. Dock i detta fall är de angivna omständigheterna inte så entydigt talar för att IC:s köp av Biacore grundas på insiderinformation att andra alternativa händelseförlopp i praktiken kan uteslutas. De tilltalade friades.

Själva kärnfrågan i fallet är huruvida man kan styrka att en person har insiderinformation utan att veta exakt vad denna insiderinformation består av. Delar av tingsrättens avgörande handlar dock om hur ägnanderekvisitet skall tolkas: tingsrättens resonemang, om att det finns otaliga exempel på att ett uppköperbudande är kursdrivande, talar för att man har uppfattat rekvisitet som att de krävs en erfarenhetsmässig påverkan, även om själva motiveringen är svepande och det empiriska materialet synnerligen knapphändigt

3.5.2.4 Betydelsen av den faktiska kursutvecklingen

De redovisade rättsfallen ovan genomsyras av domstolarnas osäkerhet avseende hur de skall tillämpa begreppet ägnad i väsentlighetsrekvisitet. I vissa fall, främst de äldre rättsfallen, har det tolkats som att en faktisk kurspåverkan krävs och räcker, i andra fall har domstolen fokuserat på endast den erfarenhetsmässiga påverkan, i åter andra fall har domstolen berört både den erfarenhetsmässiga och den faktiska kurspåverkan, utan att i mer direkta ordalag gå in på vilken av de två bedömningsgrunderna som varit den utslagsgivande. I de rättsfall där domstolen endast har beaktat den faktiska kurspåverkan och sålunda funnit väsentlighetsrekvisitet vara uppfyllt, har en felaktig tolkning av rättsläget gjorts. Det är även värt att notera att i de avgöranden där man, helt eller delvis, har gjort en erfarenhetsmässig bedömning, är motiveringen knapphändig och det empiriska materialet varpå man grundar sin bedömning ytterst bristfällig. Det är otillfredsställande att man inte har redogjort för hur den erfarenhetsmässiga bedömningen har gått till.

En intressant fråga, som väckts tidigare i detta avsnitt, är ifall, även om det för att insiderinformation skall föreligga inte räcker med en faktisk kurspåverkan, det kan uppställas ett krav på faktisk prispåverkan utöver en erfarenhetsmässig sådan. Av det ovan citerade förarbetsuttalandet framgår att om en kursrörelse uteblivit, trots att den framstod som mycket naturlig när placeringen företogs, man kan utgå ifrån att överträdelse av förbudet i allmänhet inte beivras. Även andra uttalanden är slarvigt formulerade, åtminstone om man utgår från att lagstiftarens avsikt är att endast en erfarenhets-

mässig bedömning skall ligga till grund för omfattningen av det straffbara området. De två andra uttalanden som redogjorts för ovan, som möjligen kan tolkas som att det, utöver den erfarenhetsmässiga bedömningen, uppställs ett krav om faktisk kurspåverkan, ger inte på något sätt vid handen att en sådan tolkning skulle vara den mest rimliga. Tvärtom – som har argumenterats för är det mest rimliga att tolka dem i enlighet med de uttalanden som explicit ger uttryck för en erfarenhetsmässig bedömning. Detta stämmer även bättre överens med hur begreppet ”ägnad” skall tolkas i annan straffrättslig lagstiftning. Däremot kan man ifrågasätta denna tolkning av legalitetsmässiga hänsyn: om ett straffbud är otydligt utformat, det skall tolkas enligt den mest restriktiva läsningen, även om den andra tolkningen kanske framstår som rimligare, rent språkligt. Mot denna bakgrund framstår det som möjligt att det finns ett krav på faktisk påverkan, utöver erfarenhetsmässig. Även i vissa av de ovan redovisade rättsfallen förefaller domstolen tolka begreppet ”ägnad” som att både en erfarenhetsmässig och en faktisk bedömning av prispåverkan skall göras, såsom exempelvis i Föreningsbanksfallet. Det är dock, i dessa fall, oklart ifall man har klart för sig varför man använder sig av både en faktisk och hypotetisk bedömning. Därtill har det i andra avgöranden gjorts en helt annan bedömning varför man inte kan tala om någon enhetlig underrättspraxis i detta avseende.

Det är således möjligt att det finns ett krav på faktisk påverkan, utöver erfarenhetsmässig. Problemet är att de legalitetsmässiga hänsyn som möjligen skulle kräva att det otydliga straffbudet tolkas på så sätt att det krävs både faktiskt och erfarenhetsmässig påverkan också leder till betänkligheter i just detta avseende. Som vi såg ovan är en av grundstenarna i legalitetsprincipen att det skall vara möjligt att förutse vilka gärningar som är straffbara. Om den yttersta gränsen för straffansvaret skulle sättas av en så svårförutsebar faktor som den rent faktiska framtida utvecklingen av börskurser, skulle detta komma i konflikt med legalitetsprincipens krav på förutsebarhet. Möjligen kan här invändas att eftersom själva kärnan i det straffbara området enligt lagtexten är den erfarenhetsmässiga påverkan, ett ytterligare krav på faktisk påverkan skulle endast inskränka det straffbara området. Dock, inte desto mindre är det en mycket olycklig utformning av strafflagstiftning när den yttersta gränsen för det straffbara området sätts av faktiska kursrörelser vid en viss tidpunkt i framtiden.

4 Avslutande kommentarer

På vissa håll, både i den juridiska och massmediala debatten har framförts synpunkten att insiderlagstiftningen är bristfällig av den anledningen att det är alldeles för svårt att få fram fällande domar. De slutsatser som kan dras av denna uppsats utgör emellertid ett angrepp på lagstiftningen från andra hållet - utifrån den tilltalades perspektiv, med legalitetsprincipen som främsta vapen. Som har visats i uppsatsen finns betydande svårigheter att fastställa något så när tydliga gränser för det straffbara området för begreppet insiderinformation. Lagstiftningen är bristfällig på ett sätt som inte är acceptabelt inom det straffrättsliga området. De olika delrekvisiten är knapphändert motiverade och tenderar på vissa håll att flyta samman,²⁰³ samtidigt som omfattningen av rekvisiten är mycket svåröverskådliga och svårförutsebara,²⁰⁴ vilket innebär att det är minst sagt tveksamt om legalitetsprincipen upprätthålls i lagstiftningen i detta avseende. Den otydliga lagstiftningen sätter domstolar och åklagare i en besvärlig sits. Åklagarens bevisbörda ter sig på vissa håll ytterst svår att uppfylla,²⁰⁵ åtminstone om lagstiftningen skall tillämpas på ett korrekt och rättssäkert sätt.²⁰⁶ Vidare visar domstolarna, inbegripet HD, stor osäkerhet i sina avgöranden. Avgöranden från underinstanserna spretar på ett mycket otillfredsställande sätt. Inte ens inom de områden där man med säkerhet kan fastställa vad som är gällande rätt – såsom exempelvis att väsentlighetsrekvisitet skall bedömas utifrån en erfarenhetsmässig kurspåverkan och inte en faktiskt²⁰⁷ – har man tillämpat lagstiftningen på ett korrekt sätt.

Denna bild leder fram till slutsatsen att såväl lagstiftning som rättstillämpning är bristfällig på ett sätt som inte är acceptabelt inom straffrätten. De problem som åklagare och domstolar får brottas med är nämligen inget jämfört med hur insiderlagstiftningen ter sig för den tilltalade, den misstänkte, eller den person som överväger att företa en placering, men är osäker på ifall han sitter inne med insiderinformation.

²⁰³ Så är exempelvis fallet med delrekvisitet ”information om en omständighet” som har knutits till prispåverkan. Det är svårt att se hur detta rekvisit inte skall vara uppfyllt givet att rekvisitet ”ägnat att väsentligen påverka priset” är det. Emellertid finns uttalanden i motiven och en dom från HD, Tivoxmålet, som tyder på att inte alla omständigheter skall omfattas i begreppet insiderinformation. Denna, och därmed förbundna frågor, utreds i avsnitt 3.2.

²⁰⁴ Detta gäller i synnerhet när det gäller väsentlighetsrekvisitet, se avsnitt 3.4.

²⁰⁵ Svårigheter uppkommer särskilt när det gäller att bevisa att en viss omständighet inte är allmänt känd, se avsnitt 3.3.3.2.3, men även när det gäller att klassificera en viss omständighet och att sammanställa empiriskt material i tillräcklig utsträckning för att bevisa att denna omständighet når upp till ”ägnat att väsentligen påverka priset”.

²⁰⁶ Reservationen behövs därför att domstolar i många fall inte kräver en sådan omfattande bevisning som kanske vore önskvärd. Som exempel kan tas de fall där åklagaren inte har gjort gällande annat än att viss information har varit prispåverkande, med hänvisning till att ett senare offentliggörande av den omständighet som informationen avsåg innebar en *faktiskt* kurspåverkan, eftersom kursen steg nästa dag.

²⁰⁷ Åtminstone vad gäller de fall där hänsyn till den faktiska kurspåverkan skulle verka till den tilltalades nackdel, se härom avsnitt 3.5.2.4.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Propositioner

Prop. 1974:4 *med förslag till ny firmalag, m.m.*

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

Prop. 1990/91:42 *Om insiderhandel.*

Prop. 1991/92:42 *Insiderhandel.*

Prop. 1995/96:215 *Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor*

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

Prop. 2004/05:142 *Marknadsmisbruk.*

Utredningar

SOU 1970:38 *Förtrolig företagsinformation och börshandel*

SOU 1984:2 *Värdepappersmarknaden*

Ds 2000:4 *Ny insiderlagstiftning m.m.*

EG-rättsakter

Rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter om insiderhandel. [cit: insiderdirektivet]

Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk). [cit: MmD]

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. [cit: första genomförandedirektivet]

Kommissionens direktiv 2004/72/EG av den 29 april 2004 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller godtaganden 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. [cit: tredje genomförandedirektivet]

Litteratur

Agge, I., *Allmän rättslära*, Stockholm 1962. [cit: Agge]

Afrell, L. – Haag, G. – Klahr, H. – Walldén, C., *Insiderlagen. En lagkommentar*, Stockholm 1991. [cit: Afrell, *et al* 1991]

Afrell, L. – Klahr, H. – Samuelsson, P., *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, 2 uppl., Stockholm 1998. [cit: Afrell, *et al* 1998]

Af Sandeberg, C. – Sevenius, R. (red), *Börsrätt*, 2 uppl., Lund 2008. [cit: af Sandeberg, *et al*]

Af Sandeberg, C., *Marknadsmisbruk: insiderbrott och kursmanipulation*, Uppsala 2002. [cit: Af Sandeberg 2002]

Allén, S. – Selander, E., *Information om information*, Lund 1985. [cit: Allén, *et al*]

Beckman, M. – Jansson, G. – Wallin-Norman, K. – Wendleby, B., *Lagarna på värdepappersområdet. En kommentar till insiderstrafflagen m.fl. lagar*, Stockholm 2002. [cit: Beckman, *et al*]

Bengtsson, J., *Insiderhandboken*, Stockholm 2001. [cit: Bengtsson]

Frände, D., *Brott och rättegång*, Helsingfors 2003. [cit: Frände 2003]

Frände, D., *Den straffrättsliga legalitetsprincipen*, Ekenäs 1989. [cit: Frände 1989]

Frände, D., *Allmän Straffrätt*, Helsingfors 2004. [cit: Frände 2004]

Holmqvist, L. – Leijonhufvud, M. – Träskman, P.O. – Wennberg, S., *Brottsbalken. En kommentar. Del I. Brotten mot person och förmögenhetsbrotten m.m.*, Stockholm 200[]. [cit: Holmqvist, *et al*]

Isaksson, A., *Insiderspekulation på Stockholms fondbörs*, Stockholm 1993. [cit: Isaksson]

Jareborg, N., *Allmän kriminalrätt*, Tredje tryckningen, Uppsala 2005. [cit: Jareborg]

Leijonhufvud, M. – Wennberg, S., *Straffansvar*, sjunde upplagan, Stockholm 2004. [cit Wennberg, *et al*]

Nilsson, M., *Insiderlagen*, Stockholm 1994. [cit: Nilsson]

Peczenik, A., *Juridikens metodproblem. Rättskällelära och lagtolkning*, Stockholm 1980. [cit: Peczenik 1980]

Peczenik, A., *Juridikens teori och metod. En introduktion till allmän rättslära*, Göteborg 1995. [cit: Peczenik 1995]

Samuelsson, P. – Afrell, L. – Cavallin, S. – Sjöblom, N., *Lagen om marknadsmissbruk och anmälningsskyldighet. En kommentar*, Stockholm 2005. [cit: Samuelsson, et al]

Svensson, A-P. – Schedin, H., *Vägledning till rätt kurs på värdepappersmarknaden: en praktisk handledning till lagen om marknadsmissbruk*, Stockholm 2006. [cit: Svensson]

Strömholm, S., *Rätt, rättskällor och rättstillämpning. En lärobok i allmän rättslära*, 3 uppl., Stockholm 1988. [cit: Strömholm]

Elektronisk litteratur

Keynes, JM, *The General Theory of Employment, Interest, and money*, tillgänglig på:
http://ebooks.adelaide.edu.au/k/keynes/john_maynard/k44g/chapter12.html
(senast besökt 2009-10-18). [cit: Keynes]

Artiklar

Sundell, J-O., ”Legalitetsprincipen inom svensk straffrätts historia”, JT 1994-95 Nr 1, s. 95-112. [cit: Sundell]

Stattin, D., ”Något om begreppet insiderinformation”, JT 2008/09 Nr 3, s. 661 [cit: Stattin]

Rättsfallsförteckning

Högsta domstolen

NJA 2008 s 292
NJA 1994 s. 404
NJA 1973 s. 109

Hovrätterna

Göta hovrätt B320/90 (1991-05-03)
Svea hovrätt B 2118/94 (1995-06-02)
Svea hovrätt B 291/95 (1996-12-13)
Svea hovrätt B 6675-00 (2001-10-30)
Svea hovrätt B 1895-00 (2001-12-07)
Svea hovrätt B1461-01 (2002-06-20)
Hovrätten över Skåne och Blekinge B 1110-04 (2005-04-22)
Svea hovrätt B 7956-07 (2008-01-04)

Tingsrätterna

Stockholms tingsrätt B 14-1829-96 (1996-10-30)
Stockholms tingsrätt B 2705-99 (1999-12-09)
Stockholms tingsrätt B 3142-97 (2000-02-22)
Stockholms tingsrätt B 4573-99 (2000-09-07)
Kristianstads tingsrätt B 1059-00 (2000-11-07)
Stockholms tingsrätt B 1432-99 (2001-01-25)
Stockholms tingsrätt B 6625-00 (2002-05-14)
Stockholms tingsrätt B 1912-02 (2002-09-16)
Uppsala tingsrätt B 505-03 (2003-04-03)
Göteborgs tingsrätt B 11337-03 (2005-07-08)
Göteborgs tingsrätt B 12292-06 (2007-05-23)
Stockholms tingsrätt B 18870-07 (2007-10-17)
Stockholms tingsrätt B11357-07 (2007-12-10)
Stockholms tingsrätt B 30013-05 (2008-01-10)