

Mårten Knuts

Utvärdering av det svenska insiderhandelsförbudet

Mårten Knuts är advokat och delägare vid advokatbyrå Krogerus i Helsingfors, där han rådgör klienter i aktiemarknadsrättsliga uppdrag och rättegångar och skiljeförfaranden i marknadskontext. Knuts doktorerade i aktiemarknadsrätt om kursmanipulation på värdepappersmarknaden 2010 vid Helsingfors universitet och publicerade en separat monografi om insiderhandel 2011. Knuts har praktisk arbetserfarenhet från advokatbyråer i England och Danmark och är en ofta anlita föreläsare i aktiemarknadsrätt i internationella sammanhang. Mårten Knuts är även utbildad ekonomie magister.

Förord

Svensk insiderlagstiftning har under senare år diskuterats flitigt. Det har framförts kritik att den svenska regleringen inte är lika kraftfull som i andra länder och att den därför bör skärpas. Samtidigt är den EU-reglering som svensk rätt baserar sig på för närvarande under översyn. Europeiska kommissionen presenterade nyligen sitt förslag till en reformerad och utökad marknadsmissbrukslagstiftning.

Mot bakgrund av diskussionerna kring det svenska regelverket och det pågående reformarbetet inom EU har Finansmarknadskommittén gett juris doktor och advokat Mårten Knuts i uppdrag att utvärdera den svenska insiderlagstiftningen, dels i sin nuvarande form, dels i relation till EU-Kommissionens förslag.

Rapporten har diskuterats vid ett seminarium och vid möten i Finansmarknadskommittén.

Det är min förhoppning att rapporten ska medverka till en ökad kunskap och även fungera som ett värdefullt bidrag i debatten om marknadsmissbrukslagstiftning utformning, både i Sverige och EU.

Slutsatserna i rapporten är författarens egna. Det finns även en publicerad sammanfattning av rapporten.

Stockholm 6 december 2011

Johanna Lybeck Lilja
Statssekreterare
Ordförande Finansmarknadskommittén

I	INLEDNING	1
1.	BAKGRUND OCH UPPDRAG	1
2.	UTVÄRDERINGENS SYFTE.....	2
3.	UTVÄRDERINGENS FÖRVERKLIGANDE	2
4.	UTVÄRDERINGENS AVGRÄNSNINGAR.....	3
II	EMPIRISK DEL	4
1.	INLEDNING	4
1.1	<i>Rättsfallsstatistik</i>	5
1.1.1	Förekomsten av misstankar om marknadsmissbruk	7
1.1.2	Åtal för insiderhandel.....	9
1.1.2.1	Från anmälan till eventuell ansvarsrättegång	9
1.1.2.2	Fördelningen mellan administrativa sanktioner och straffsanktioner i länder med dubbelsystem	11
1.1.3	Domar för insiderhandel.....	13
1.1.4	Fällande domar per åtal i insiderfall i Sverige.....	14
1.1.5	Slutsatser om rättsfallsstatistiken.....	15
1.2	<i>Market cleanliness</i>	15
1.3	<i>Kvantifiering av den eventuella bristfälliga funktionsdugligheten</i>	20
2.	SLUTSATSER.....	21
III	KOMPARATIV DEL	22
1.	INLEDNING	22
1.1	<i>Val av variabler för komparation</i>	22
1.2	<i>Val av rättssystem för komparation</i>	23
2.	RESULTAT AV KOMPARATIONEN	24
2.1	<i>Sanktionssystem</i>	24
2.2	<i>Rekvisitet för förbjuden gärning</i>	25
2.2.1	Definitionen av insiderinformation	25
2.2.2	Återtagande av given order	25
2.2.3	Kausalitet mellan insiderinformationen och transaktionen.....	26
2.3	<i>Rekvisitet för personligt ansvar</i>	26
IV	RÄTTSDOGMATISK DEL.....	26
1.	SANKTIONSSYSTEMET.....	26
1.1	<i>Den Europeiska människorättskonventionen</i>	27
1.2	<i>Anklagelse för brott – de tre Engelkriterierna som rättslig ram</i>	28
1.2.1	Den nationella klassifikationen	29
1.2.2	Normens karaktär	30
1.2.2.1	Normens nedslagsfält.....	31
1.2.2.2	Normen och skulden	32
1.2.2.3	Normens koppling till straffrätt.....	32
1.2.3	Sanktionens natur och magnitud	33
1.3	<i>Analys av EKMR och administrativa sanktioner för insiderhandel</i>	34
1.3.1	Kommer EKMR artikel 6 att tillämpas på de administrativa sanktionerna?.....	35
1.3.2	Konsekvenser för de administrativa sanktionerna av att EKMR tillämpas	36
1.3.2.1	Strukturella aspekter av EKMR-tillämplighet.....	36
1.3.2.1.1	Tillträde till domstol	36
1.3.2.1.2	Särskilt om möjligheten att inrätta en specialdomstol för insiderärenden	38
1.3.2.1.3	Ne bis in idem	39
1.3.2.2	Processuella aspekter av EKMR-tillämplighet.....	41
1.3.2.2.1	Oskyldighetspresumtionen	41
1.3.2.2.2	Självinkrimineringsskyddet	42
1.3.2.3	Materiella aspekter av EKMR-tillämplighet – legalitetsprincipen	44
1.3.3	Slutsatser om sanktionssystem	47
2.	REKVISITET FÖR FÖRBJUDEN GÄRNING	48
2.1	<i>Definitionen av insiderinformation – transformationskravet</i>	48
2.1.1	Sverige i relation till länderna i komparationen.....	48
2.1.2	Utvärdering	51
2.2	<i>Gärningen, genom vilken insiderhandeln genomförs – återtagande av given order</i>	52
2.2.1	Sverige i relation till länderna i komparationen.....	52
2.2.2	Utvärdering	53

2.3	<i>Kausalitet mellan insiderinformation och transaktion – innehav eller utnyttjande?</i>	55
2.3.1	Sverige i relation till länderna i komparationen.....	55
2.3.2	Utvärdering	57
2.4	<i>Särskilt om den s.k. Tivoxluckan</i>	59
2.4.1	Bakgrund	59
2.4.2	Problemet	60
2.4.3	Expansion av insiderhandelsförbudet.....	61
3.	REKVISITET FÖR PERSONLIGT ANSVAR.....	62
3.1	<i>Problemställningen</i>	63
3.1.1	Uppsåt	64
3.1.2	Vållande	64
3.1.3	Gränsen mellan uppsåt och vållande som gräns mellan straff- och administrativa sanktioner	65
V	UNDERSÖKNINGENS RESULTAT	66

I INLEDNING

1. BAKGRUND OCH UPPDRAG

Den samhälleliga betydelsen av en fungerande marknad för finansiella instrument kan numera knappast överskattas. En allt större del av den sammantagna ekonomiska förmögenheten är antingen direkt eller indirekt kopplad till marknaden för finansiella instrument. En stabil samhällsekonomisk utveckling får sägas vara beroende av en stabil och fungerande marknad för nämnda instrument.

Störningar på marknaden för finansiella instrument underminerar dess funktion och skapar instabilitet i samhällsekonomin. En typisk störning på marknaden uppkommer som en följd av sådan marknadsaktivitet som har en negativ inverkan på marknadsaktörers förtroende för marknaden. För att beivra denna typ av marknadsskadlig aktivitet har reglering införts.

Marknadsmisbruk anses allmänt omfatta förbud mot insiderhandel samt förbud mot otillbörlig marknadspåverkan. Sverige har i lag om marknadsmisbruk¹ implementerat de sameuropeiska förbud mot marknadsmisbruk som ingår i marknadsmisbruksdirektivet.² Motsvarande regler mot insiderhandel och förbjuden manipulation ingår även i de federala reglerna i USA.³

De svenska reglerna mot insiderhandel har under senare år allt oftare varit föremål för en kritisk diskussion. Vissa policybeslut vid implementeringen av marknadsmisbruksdirektivet i Sverige kan anses avvika från den linje som generellt valts inom EU, den svenska finansmarknadens starka ställning har placerat den i marknadsaktörers blickfång och utgången i vissa individuella rättsfall har uppmärksamrats medialt. Samtidigt har en global finanskris lett till ett allmänt regulatoriskt sentiment, som snarast får beskrivas innebära stor aktivitet från myndigheternas sida för att genom reglering stabilisera finans- och övriga marknader. Konkret har detta utmynnat i att Europeiska kommissionen den 20 oktober 2011 publicerat ett förslag till revidering av det tidigare marknadsmisbruksdirektivet (2003/6/EG) inom ramen för den nya marknadsmisbruksförordningen och därtillhörande direktiv.⁴

Mot denna bakgrund har Finansmarknadskommittén valt att föranstalta en objektiv utredning om den svenska insiderregleringen och dess funktionsduglighet. *Jag har fått uppdraget att strukturera och utföra denna utvärdering för att skapa underlag för en diskussion om eventuella behov för utveckling av den reglering som nu gäller i*

¹ Lag (2005:377) om straff för marknadsmisbruk vid handel med finansiella instrument.

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

³ Se The Securities and Exchange Act of 1934.

⁴ Se förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk) Bryssel den 20.10.2011, KOM(2011) 651 slutlig, 2011/0295 (COD). Det är skäl att påpeka att det råder en gemenskapsrättslig distinktion mellan de rättsakter direktiv och förordningar är. Direktiv bör implementeras i nationell rätt genom ett nationellt lagstiftningsförfarande, medan förordningar är direkt tillämpliga även nationellt.

Sverige, i synnerhet med beaktande av den nya reglering som Kommissionen föreslagit. Mot denna bakgrund anför jag högaktningsfullt följande:

2. UTVÄRDERINGENS SYFTE

Syftet i föreliggande undersökning är att kritiskt granska den svenska insiderlagstiftningen. Denna utvärdering har parallellt ett tudelat fokus: Fokus i granskningen är för det första att utvärdera funktionsduglighet i förbudet mot insiderhandel som ingår i den nuvarande lagstiftningen. Därigenom eftersträvas att utvärdera den nuvarande svenska insiderlagstiftningens konkurrenskraft i förhållande till andra länders motsvarande lagstiftning. Syftet är därmed att jämföra Sveriges nuvarande lagstiftning med ett sampel av länder som utvalts för att fungera som referenspunkt för undersökningen. Fokus i granskningen är för det andra att preliminärt utvärdera Kommissionens förslag till ny insiderlagstiftning för att möjliggöra en fortsatt diskussion om huruvida eventuella brister i nuvarande lagstiftning kan eller kommer att åtgärdas i samband med de lagstiftningsinitiativ som följer av Kommissionens förslag till ny marknadsmissbruksförordning.

3. UTVÄRDERINGENS FÖRVERKLIGANDE

För att utvärdera funktionsdugligheten i det svenska insiderhandelsförbudet kommer först inom den *empiriska delen* av undersökningen statistiska uppgifter om insiderhandel att granskas. Det statistiska materialet täcker dels Sverige, dels länder som är intressanta att jämföra med Sverige. För det andra kommer rättsvetenskapligt inom den *komparativa delen* av undersökningen olika rättssystem att undersökas för att granska det svenska insiderhandelsförbudets funktionsduglighet. Betoningen i den komparativa delen av undersökningen är att jämföra den normativa regleringen i de undersökta länderna. Därtill skall även olika sanktionssystem belysas. För det tredje kommer inom den *rättsdogmatiska delen* av undersökningen valda delar av det svenska insiderhandelsförbudet att analyseras, för att utvärdera insiderhandelsförbudets funktionsduglighet.

Eftersom utvärderingen utförs vid en tidpunkt där det dels existerar gällande rätt (L om marknadsmissbruk), dels existerar ett förhållandevis långtgående förslag på en revidering av gällande rätt (marknadsmissbruksförordningen), är det ändamålsenligt att i utvärderingen beakta bådadera. *Gällande rätt utvärderas således i den form den nu råder*. Trots att marknadsmissbruksförordningen tentativt kommer att revidera delar av gällande rätt, vilket kunde komma att göra en del av utvärderingen av gällande rätt obsolet, är det skäl att räkna med en övergångsperiod på mellan två och tre år förrän i marknadsmissbruksförordningen publicerade förslag till revideringar blir gällande rätt i Sverige.⁵ Därtill finns ännu ingen säkerhet om att marknadsmissbruksförordningen kommer att godkännas i den form Kommissionen offentliggjort sitt förslag. Dessutom får vidhållas att fastän marknadsmissbruksförordningen skulle komma att träda i kraft i nu föreslagen form och därmed göra delar av gällande rätt obsolet, får ändå utvärderingen anses vara

⁵ Marknadsmissbruksförordningen är sedan 20.10.2011 publicerad som ett förslag som fortsättningsvis bör godkännas av parlamentet. Efter godkännande tillämpas en frist på 24 månader förrän förslaget anses ha trätt i kraft.

värdefull, eftersom den analyserar frågeställningar som är essentiella för förståelsen av insiderhandelsförbudet.

Undersökningen förverkligas genom att utnyttja olika vedertagna vetenskapliga metoder. Således innefattar utvärderingen dels empirisk analys dels normativ analys. Den empiriska analysen får betecknas vara något ovanlig i juridiska sammanhang, men den fyller en tydlig funktion i en undersökning som utvärderar funktionsdugligheten i lagstiftningen. Den normativa analysen får däremot betecknas vara rättsvetenskapens ledande metod och i denna utvärdering utnyttjas metoden för att analysera vilka slutsatser om funktionsdugligheten i lagstiftningen som kan dras i stöd av tolkningen av gällande rätt.⁶

4. UTVÄRDERINGENS AVGRÄNSNINGAR

Regler om marknadsmissbruk indelas generellt i två kategorier. Dels förbjuds *skapandet* av informationsasymmetrier inom ramen för förbud mot otillbörlig marknadspåverkan/kursmanipulation, dels förbjuds *utnyttjandet* av otillbörliga informationsasymmetrier. Denna undersökning avgränsas så att utvärderingen inte täcker reglerna som förbjuder åstadkommandet av informationsasymmetrier.⁷ Däremot täcker utvärderingen reglerna som förbjuder ett utnyttjande av informationsasymmetrier d.v.s. reglerna i insiderhandelsförbudet.

Reglerna i insiderhandelsförbudet är emellertid omfattande. För att genomföra en fokuserad utvärdering som förmår uppfylla det ovan uppställda syftet är det därför skäl att ytterligare avgränsa denna utredning. Regler gällande insiderhandel kan generellt indelas i två kategorier: Dels definierar reglerna vad insiderinformation är, dels uppställs plikter och förbud, som kopplas till definitionen av insiderinformation. Denna undersökning omfattar (valda delar av) definitionen av insiderinformation. Därutöver omfattar denna undersökning en utvald del av de förbud som följer av att definitionen av insiderinformation uppfyllts – nämligen *handelsförbudet*. Däremot avgränsas undersökningen så att övriga till insiderinformation kopplade förbud nämligen rådgivningsförbudet och röjandeförbudet inte utvärderas. Vidare avgränsas undersökningen så att inte heller plikter som kopplats till insiderinformation utvärderas. Därmed granskas t.ex. inte reglerna gällande anmälningsskyldighet för personer i insynställning eller skyldigheterna att registrera innehavet av insiderinformation i

⁶ Som en stödmetod för att uppnå en större förståelse för insiderhandelsförbudets funktionsduglighet i Sverige och för att förankra undersökningen i den svenska marknaden har värdefulla diskussioner förts med utvalda parter som representerar olika intressegrupper i anslutning till insiderhandelsförbudet. Dessa diskussioner återges dock endast implicit och återspeglas helt och hållet i mina egna uppfattningar som uppstått i min egen objektiva analys av insiderhandelsförbudet.

⁷ Denna avgränsning ska inte tolkas som ett vitsordande av att reglerna beträffande otillbörlig marknadspåverkan vore välfungerande eller fullt utvecklade. Tvärtom får reglerna gällande otillbörlig marknadspåverkan generellt anses mindre utvecklade än förbudet mot insiderhandel. Detta noteras tydligt i rättsutvecklingen, där förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan intogs första gången i marknadsmissbruksdirektivet från år 2003, medan förbudet mot insiderhandel redan intagits i insiderdirektivet från år 1989. Därtill kan noteras att senaste tiders teknologiska utveckling i handel, t.ex. genombrottet för höfrekvenshandel, vissa uppmärksammade marknadsreaktioner, t.ex. den s.k. *flash crash* i USA (6.5.2010), i kombination med en liberalisering av reglerna för att föranstalta handel, har gjort att det utan vidare vore skäl att snarast genomföra en utvärdering av reglerna mot otillbörlig marknadspåverkan.

loggböcker. Granskningen analyserar inte heller olika övriga handelsbegränsningar som baserar sig på andra rättsliga grunder än direkt innehav av insiderinformation.

II EMPIRISK DEL

Denna del av utvärderingen analyserar statistisk information som gäller insiderhandelsförbudets funktionsduglighet.

1. INLEDNING

För att utvärdera funktionsdugligheten i den svenska insiderlagstiftningen kommer först statistiska data att presenteras. Syftet är att granska rättsfallsstatistik och marknadsstatistik för att på basis av statistiken göra slutledningar om funktionsdugligheten i insiderlagstiftningen. Slutligen relateras eventuella brister i funktionsdugligheten till den samhälleliga skada som kan tänkas förorsakas av den bristfälliga funktionsdugligheten i insiderlagstiftningen.

Med rättsfallsstatistik avses en utredning över existerande rättsfall i insiderärenden. Rättsfall definieras närmare nedan, men redan här bör påpekas att den statistiska frekvensmätningen, som utförs på basis av rättsfallsstatistiken, endast förmår undersöka insiderlagstiftningens funktionsduglighet i ett *positivt perspektiv*. Förekomsten av rättsfall kan således endast verifiera hypotesen att den svenska insiderlagstiftningen fungerar, eftersom just existensen av rättsfall är bevis på att olika former av pejorativt marknadsbeteende träffats av insiderregleringen. Däremot kan rättsfallsstatistik aldrig falsifiera hypotesen att den svenska insiderlagstiftningen fungerar, eftersom rättsfallsstatistik aldrig förmår påvisa att det finns ett beteende på marknaden som inte lagförts, trots att så borde ha skett, i de fall då insiderlagstiftningen *inte* fungerar. För att den empiriska undersökningen således inte ska bli för snäv måste två tilläggsdimensioner införas i undersökningen.

För det första måste den positiva rättsfallsstatistiken relateras till motsvarande rättsfallsstatistik i övriga länder. Förutsatt nämligen att insiderlagstiftningen i referensländerna i tillräcklig grad motsvarar den svenska insiderlagstiftningen, och förutsatt att frekvensjämförelsen även kalibreras enligt marknads storlek i referensländerna, kan jämförelsen ge preliminära resultat om den *relativa funktionsdugligheten* i den svenska insiderregleringen.

För det andra måste ny statistik som syftar till att falsifiera hypotesen om att den svenska insiderlagstiftningen fungerar presenteras. Denna dimension av den empiriska undersökningen är inte enkel, eftersom det är svårt att finna eller konstruera statistik över det eventuella s.k. mörkertal som potentiellt råder vid insiderhandel. Det är vanskligt att veta att det förekommer förbjuden insiderhandel i en marknad, om insiderhandeln aldrig upptäcks. För att dock åtminstone delvis belysa detta mörkertal kommer i denna undersökning en metod som tar fasta på s.k. *market cleanliness* att introduceras.

Avslutningsvis presenteras Kommissionens uträkningar över den samhälleliga skada som uppstår till följd av bristfällig funktionsduglighet i insiderlagstiftningen.

1.1 Rättsfallsstatistik

I det följande kommer rättsfallsstatistik gällande insiderhandel i Sverige att presenteras för att verifiera att den svenska insiderlagstiftningen – åtminstone i någon mån – fungerar. Trots att hypotesen bakom denna statistiska undersökning är enkel, är den bakomliggande teoretiska bilden förvånansvärt komplicerad eftersom juridiska data ska analyseras statistiskt. Därför måste innan undersökningen genomförs, viss preliminär kritik av undersökningsmetodologin diskuteras.

Det är i princip omöjligt att genom en statistisk analys av juridiska rättsfall dra några slutsatser beträffande det juridiska systemets funktionsduglighet.⁸ Juristens speciella kunskapsintresse hänför sig till varje individuellt fall, medan statistikerns generella kunskapsintresse hänför sig till en grupp av fall, som svårligen på ett juridiskt försvarbart sätt kan systematiseras i sådana kategorier att den statistiska undersökningen blir värdefull.⁹ Därför är egentligen inte slutsatsen av rättsfallsstatistiken från Sverige särskilt intressant för att besvara frågan om insiderhandelsförbudets funktionsduglighet i Sverige.¹⁰

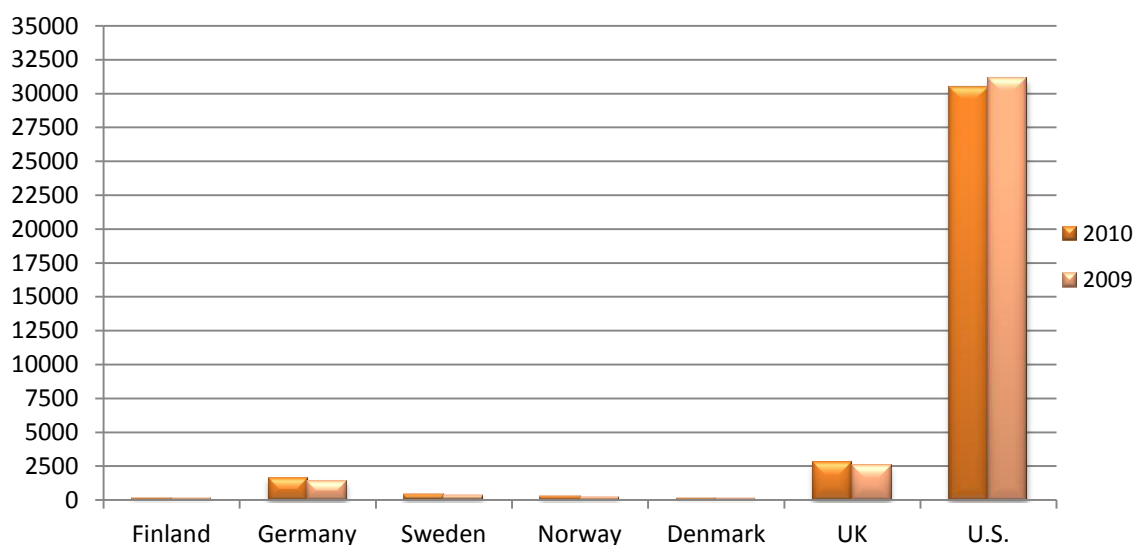
Däremot kan rättsfallsstatistiken från Sverige skapa ett visst mervärde för en utvärdering om statistiken utnyttjas i ett jämförande perspektiv. Antaget att rättssystem till sin grundläggande struktur och till sitt grundläggande ideal är jämförbara, kan det finnas ett informativt mervärde i att notera hur rättsfallsstatistik i de olika jurisdiktionerna utfaller. I denna komparation är det dock viktigt att beakta att aktiemarknaderna i olika nationella jurisdiktioner varierar radikalt i storlek och därför kan vara svåra att jämföra. I denna utvärdering försöker detta beaktas genom att som bakgrund presentera statistik om handelsvolymen på aktiemarknaderna i olika länder för att därigenom bättre förmå relatera marknaderna till varandra.

⁸ Det teoretiska problemet vid frekvensmätningar av rättsfall är allmänt känt inom juridiken. Se *Hart – Honoré* 1985 s. 9–10. Se *Jareborg* 2001 s. 169. Se frågeställningen ur en ekonomisk synvinkel *Sen* 2009 s. 176. Se sammanfattande om problemställningen i marknadskontext *Knuts* 2010 s. 56–58.

⁹ Mera konkret uttryckt är det i praktiken svårt att dra några slutsatser om lagstiftningens funktionsduglighet trots att vi vet att det finns väldigt många fällande domar för ett brott. Detta beror på att vi utan en kvalitativ analys av de fällande domarna inte kan veta om domarna är fällande för att de meddelats i en stat utan rättsstatliga ambitioner, eller om domarna är fällande för att åklagaren varit väldigt skickad, eller om domarna varit fällande för att lagstiftningen på området är synnerligen välfungerande.

¹⁰ Det bör tilläggas att frekvensmätningar av rättsfall inte heller allmänt utnyttjas inom juridiken.

Diagram 1a – Tradingvolym (mrd USD) i olika länder år 2009 och 2010¹¹

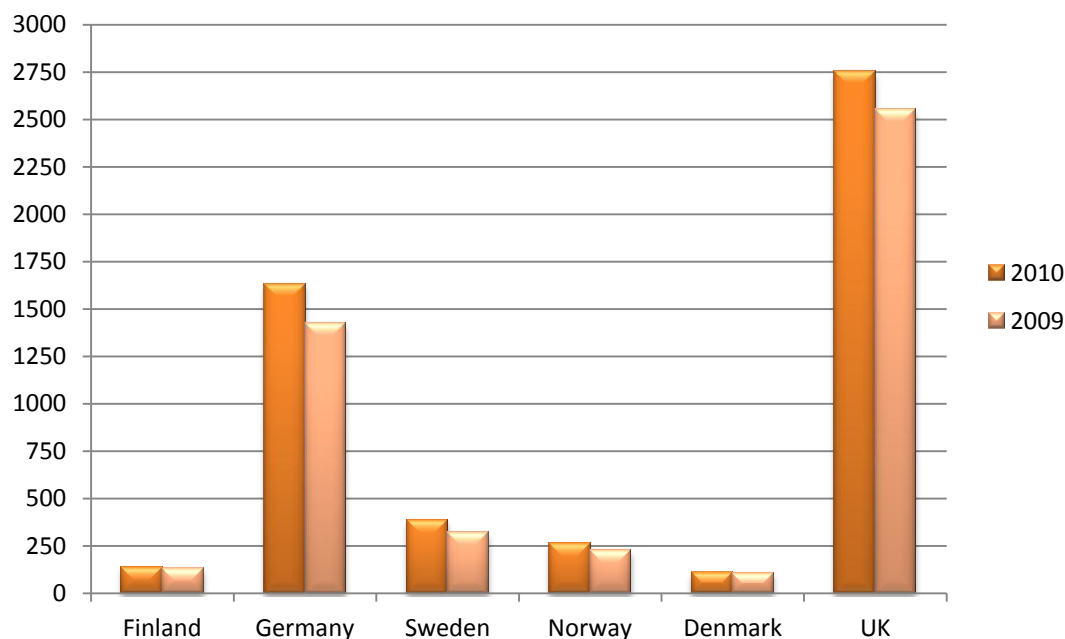


Tabellen visar förhållandevis tydligt att handeln på aktiemarknaden varierar kraftigt mellan olika jurisdiktioner. Det är dock skäl att notera att det framför allt är volymen på den amerikanska marknaden som är disproportionerligt stor i jämförelse med nordiska länder, Tyskland och England. Ytterligare bör noteras att det informativa värdet av handelsstatistiken som referenspunkt för analyser av nationell jurisdiktion även i sig kan ifrågasättas, eftersom handel i finansiella instrument är gränsöverskridande på ett mycket mera flexibelt sätt än de nationella jurisdiktionsgränserna. Slutligen bör noteras att insiderhandel kan genomföras i andra finansiella instrument än aktier.

Motsvarande tabell kan ännu presenteras utan USA för att ge en bättre bild av storleksförhållandet mellan de europeiska stater som ingår i undersökningen.

¹¹ Data baserar sig på uppgifter från World Federation of Exchanges (<http://www.world-exchanges.org/about-wfe>) och NASDAQ OMX Nordic Statistics 2010, 4.1.2011.

Diagram 1b – Tradingvolym (mrd USD) i olika länder år 2009 och 2010 ex USA¹²



1.1.1 Förekomsten av misstankar om marknadsmissbruk

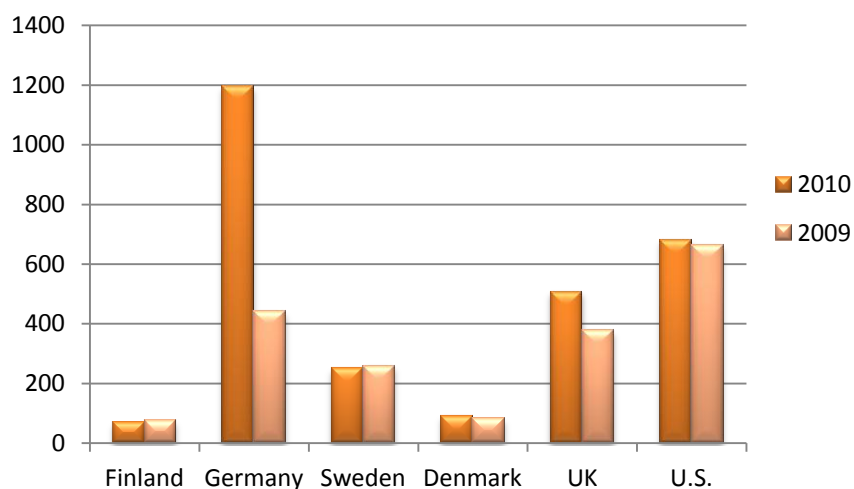
För att upptäcka marknadsmissbruk (både insiderhandel och övriga former av missbruk) har i Europa införts regler som ålägger parter som misstänker marknadsmissbruk att rapportera detta till en ansvarig myndighet.¹³ Tröskeln för att rapportera är väldigt låg och eftersom marknadsmissbruk involverar transaktioner i finansiella instrument är det mycket vanligt att en annan part än den som eventuellt missbrukar marknaden har en nära relation till verkställandet av transaktionen. Därför har dessa, i praktiken mäklare och marknadsplatser, ålagts en skyldighet att rapportera om misstänkta transaktioner.

Vid utvärderingen av insiderhandelsförbudets funktionsduglighet är det av ett visst preliminärt intresse att redovisa statistik om förekomsten av dylika rapporteringar om misstänkta transaktioner. Följande statistik är publicerad av respektive ansvarig myndighet och finns tillgänglig i respektive myndighets årsrapport. Det är synnerligen anmärkningsvärt att anmälningsystemets trösklar i USA avviker från tröskeln i Europa. Detta försämrar den transatlantiska jämförbarheten i statistiken.

¹² Data baserar sig på uppgifter från World Federation of Exchanges (<http://www.world-exchanges.org/about-wfe>) NASDAQ OMX Nordic Statistics 2010, 4.1.2011.

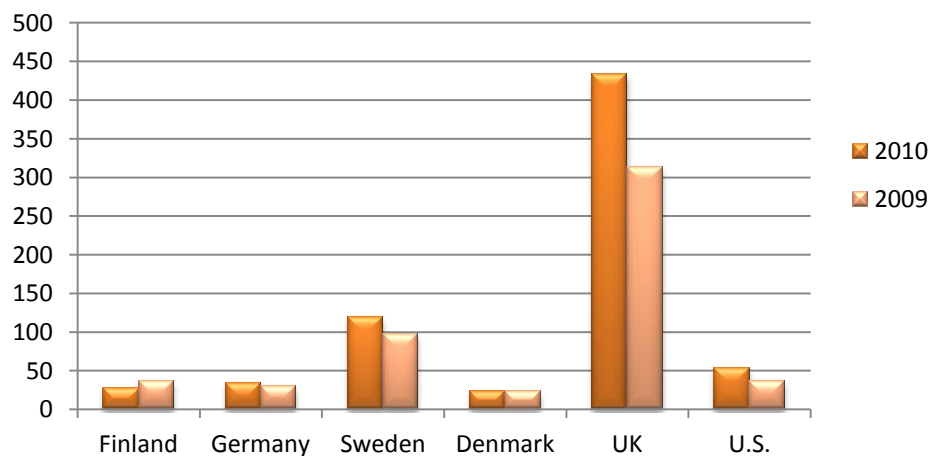
¹³ Rent juridiskt har man konstruerat anmälningsplikter, vilka tar fasta på en enforcementfilosofi som involverar s.k. *whistle blowing*, eller tjallande, för att konstruera ett motsvarande svenskt begrepp. Denna filosofi kan rent allmänt anses något främmande för nordisk samhällssyn, även om det förefaller som om denna metod blev allt vanligare även i de nordiska länderna. Det är ytterligare skäl att påpeka att det bör upprätthållas en distinktion mellan *whistle blowing* och *leniency* där det senare får beskrivas som en filosofi där den som tjallar, tjallar om sig själv, men tackvare att tjallaren även anger andra, kommer tjallaren själv lindrigare undan. *Leniency* har en nära relation till *plea bargain* som av hävd inte heller fått ett genomslag i nordisk rättskultur.

Diagram 2 – Anmälningar om transaktioner där man misstänker marknadsmissbruk



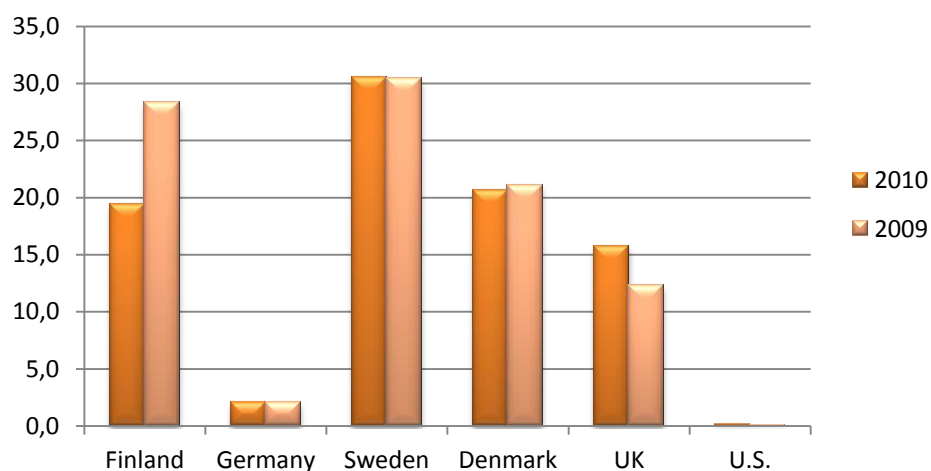
Motsvarande statistik som tar fasta på anmälningar för insiderhandel kan presenteras för de länder som rapporterar den kategori för vilken misstanken gäller.

Diagram 3 – Anmälningar om transaktioner där man misstänker insiderhandel



Om man relaterar anmälningarna för misstänkta transaktioner (diagram 2 och 3 ovan) till marknadens storlek uttryckt i handelsvolym (diagram 1 ovan) fås följande relationstal:

Diagram 4 – Relativ anmälningsfrekvens (misstänkt insiderhandel)



På basis av ovan presenterade statistik kan följande slutsatser göras:

- Den allmänna anmälningsfrekvensen för marknadsmissbruk i Sverige understiger inte den allmänna anmälningsfrekvensen i jämförbara länder.
- Den speciella anmälningsfrekvensen för insiderhandel i Sverige understiger inte den speciella anmälningsfrekvensen i jämförbara länder.
 - Statistiken över anmälningar korrigerar inte för överlappande anmälningar ifall samma misstänkta transaktion anmäls flera gånger. Detta gäller emellertid för samtliga länder.
 - Statistiken i England registrerar inte anmälningar från marknadsplatsen, vilket är fallet i de övriga länderna.
 - Underlåten anmälningsskyldighet kan bestraffas i Sverige, men inte i andra undersökta länder.

1.1.2 Åtal för insiderhandel

1.1.2.1 Från anmälan till eventuell ansvarsrättegång

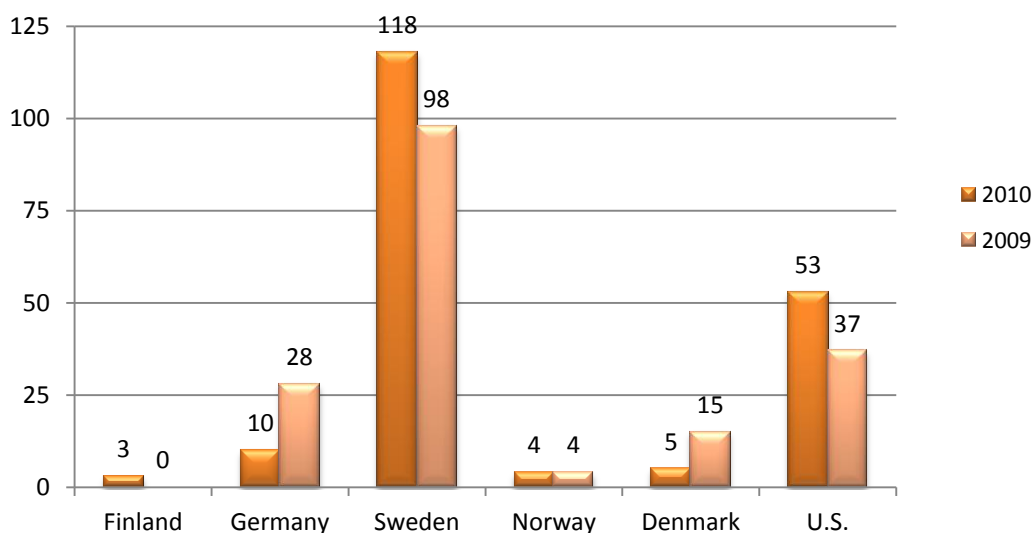
Efter att anmälan om misstanke för marknadsmissbruk och insiderhandel inrapporterats till den ansvariga myndigheten tar den utredande processen vid. Det är av ett visst statistiskt intresse att utvärdera i hur stor grad anmälningar om misstänkta transaktioner leder till fortsatt övervaknings- och lagföringsaktivitet i form fortsatta undersökningar hos myndigheter.

Emellertid är det väldigt svårt att dra statistiska slutsatser som har relevans för utvärderingen av insiderhandelsförbudet på basis av tillgänglig data om denna

utredande fas. Detta beror bland annat på att den utredande processen inte är transparent.¹⁴

Dessutom finns flera strukturella skillnader mellan de länder som jämförs. Detta innebär i praktiken att den ansvariga myndigheten antingen själv utvärderar anmälan eller refererar fallet till en förundersökningsmyndighet. Med tanke på statistiska jämförelser är det viktigt att betona skillnaden, eftersom den påverkar jämförelsedugligheten mellan länder. Däremot är det svårt att undersöka skillnaden, eftersom distinktionen inte utgör en dikotomi, där finansinspektionens undersökning antingen är fullständig eller non-existent, utan i praktiken förefaller finansinspektionerna undersöka mer eller mindre, för att sedan antingen avskriva anmälan, själva verkställa administrativa sanktioner (där sådana finns) eller referera ärendet vidare till förundersökningsmyndigheten. Ytterligare bekymmer för den statistiska undersökningen följer av att den input finansinspektionerna får i form av anmälningar om misstänkta transaktioner till sin kvalitet kan vara synnerligen varierande. Detta innebär att kategoriseringen av vad anmälan gäller kan komma att ändras från kategorin i vilken den inregistrerades till en annan kategori i vilken den syns i statistiken över ärenden som avskrivs, lagförs administrativt eller refereras till förundersökning.

Diagram 5 – Anmälningar till polis eller åklagare för brott mot insiderhandelsförbudet¹⁵



Trots att det är svårt att presentera statistik över detta led i ansvarsprocessen, förefaller det vara tydligt att dra slutsatsen att den överlägset största delen av alla

¹⁴ Av lättförståeliga skäl önskar inte de ansvariga myndigheterna presentera data om mottagna anmälningar som kunde avslöja myndigheternas utredningsstrategier. Generellt är informationsbilden kring den utredande processen bristfällig.

¹⁵ England publicerar inte statistik om denna del i utredningsfasen och har i direkta diskussioner för denna utvärdering avböjt att kommentera detta led.

anmälningar om misstänkta transaktioner inte leder till en ansvarsrättegång. Denna slutsats motsvarar även diskussioner som förts med övervakande myndigheter. Det finns flera naturliga förklaringar.

Tröskeln för att göra en anmälan om en misstänkt transaktion är uttryckligen definierad väldigt lågt, för att på detta sätt förmå skapa ett undersökningsunderlag för den utredande processen. Detta leder rent strukturellt till att det bör finnas många gånger flera anmälningar än verkliga fall av insiderhandel. På basis av diskussioner med mäklare och compliancepersonal baserar sig misstanke om att transaktioner oftast på iakttagelsen angående kraftiga kursrörelser i marknaden en kort stund efter att en transaktion genomförts. Det är fullständigt klart att det kan finnas "helt lagliga" orsaker till kraftiga kursrörelser i marknaden, vilka orsaker dessutom är helt frikopplade från den part som utför transaktionen.

Det finns en grundläggande statistisk överrepresentation av anmälningar, eftersom samma händelse kan resultera i många anmälningar.

Angående Sverige är det skäl att konstatera att den ansvariga myndigheten (Finansinspektionen) vidarebefordrar mottagna anmälningar i mycket stor omfattning, utan att preliminärt sälla bort eventuella anmälningar som saknar grund.

1.1.2.2 Fördelningen mellan administrativa sanktioner och straffsanktioner i länder med dubbelsystem

Trots att en närmare analys av de strukturella aspekterna som berör administrativa sanktionssystem kommer att företas nedan, är det uppenbart att möjligheten att tillgripa administrativa sanktioner för insiderhandel kan resultera i att frekvensstatistik gällande insiderhandel blir avvikande jämfört med sådana rättssystem där denna möjlighet inte finns. Så som nedan kommer att konstateras är det i det europeiska samplet av länder idag endast England och Finland som upprätthåller ett heltäckande dubbelsanktionssystem, där insiderhandel kan lagföras antingen administrativt eller straffrättsligt. Sverige, Danmark och Norge upprätthåller alla endast straffrättsliga sanktioner för marknadsmissbruk, inklusive insiderhandel, trots att det i samtliga länder pågår diskussioner om ett eventuellt införande av administrativa sanktioner. Tyskland upprätthåller i sin tur ett dubbelt sanktionssystem,¹⁶ men Tyskland har avgränsat sanktionssystemet så att brott mot insiderhandelsförbudet endast kan rendera kärnstraffrättsliga sanktioner, medan s.k. *Nebenstrafrecht* med sina *Ordnungswidrigkeit* – sanktioner kan tillgripas parallellt med kärnstraffrätten för brott mot insiderrättens rådgivningsförbud och röjandeförbud.¹⁷

Därför är det med tanke på utvärderingen av det svenska insiderhandelsförbudet intressant att närmare granska de administrativa sanktionssystemen i England och Finland som alltså i teorin kan tillämpas på insiderhandel i tillägg till existerande straffrättsliga sanktionssystem.

¹⁶ Det kan diskuteras huruvida den andra delen av det tyska dubbelsystemet är ett administrativt system eller ett straffsystem i miniatyr, frågan är dock inte relevant i detta sammanhang.

¹⁷ Se *Park* 2008 s. 178.

Tabell 1 – Administrativa fall gällande insiderhandel¹⁸

Antalet administrativa fall gällande insiderhandel ¹⁹				
	Finland	UK	Tyskland	Sverige
2010	0	5 ²⁰	N/A	N/A
2009	0	4 ²¹	N/A	N/A
2008	0	5 ²²	N/A	N/A

Av tabellen över förekomsten av administrativa fall gällande insiderhandel kan noteras att

- det är en strukturell omöjlighet att utdela administrativa sanktioner för insiderhandel i Sverige (samma gäller Norge och Danmark) och Tyskland.
- det är strukturellt möjligt, men hittills oprövat att tillgripa administrativa sanktioner för brott mot insiderhandelsförbudet i Finland.
- det förekommer administrativa sanktioner för insiderhandel i England.

Angående England bör följande särskilt noteras att:

- sanktionslatituden i de administrativa sanktionerna är obegränsad i England.
- England har varit mycket försiktigt i att lagföra insiderhandel straffrättsligt, vilket bland annat kan konstateras genom att notera att det första åtalet (straffrätt) för insiderhandel i England väcktes så sent som år 2008.
- England under åren 2008–2010 endast väckt sammanlagt 9 åtal för insiderhandel (3 st.) 2008, 2 st. 2009 och 4 st. 2010), mot sammanlagt 25 personer, vilket får anses vara rätt lite jämfört med marknadens storlek.

Därav följer att följande slutsatser om administrativa sanktioner för brott mot insiderhandelsförbudet i de undersökta länderna i Europa kan göras i ljuset av statistiken:

- Tillgripandet av administrativa sanktioner till följd av brott mot insiderhandelsförbudet får betraktas vara mycket sällan förekommande och sker mera sällan än tillgripandet av straffrättsliga sanktioner.
- Länder där det finns en möjlighet att välja mellan administrativa och straffrättsliga sanktioner förefaller att antingen från första början välja de

¹⁸ Data baserar sig på information från de ansvariga myndigheterna i respektive land.

¹⁹ Det federala amerikanska sanktionssystemet avviker strukturellt från de europeiska systemen på ett sätt som gör en jämförelse irrelevant.

²⁰ Antal personer dömda var 10.

²¹ Antal personer dömda var 3.

²² Antal personer dömda var 6.

straffrättsliga sanktionerna (Finland) eller över tid övergå mot att primärt utnyttja de straffrättsliga sanktionerna (England).

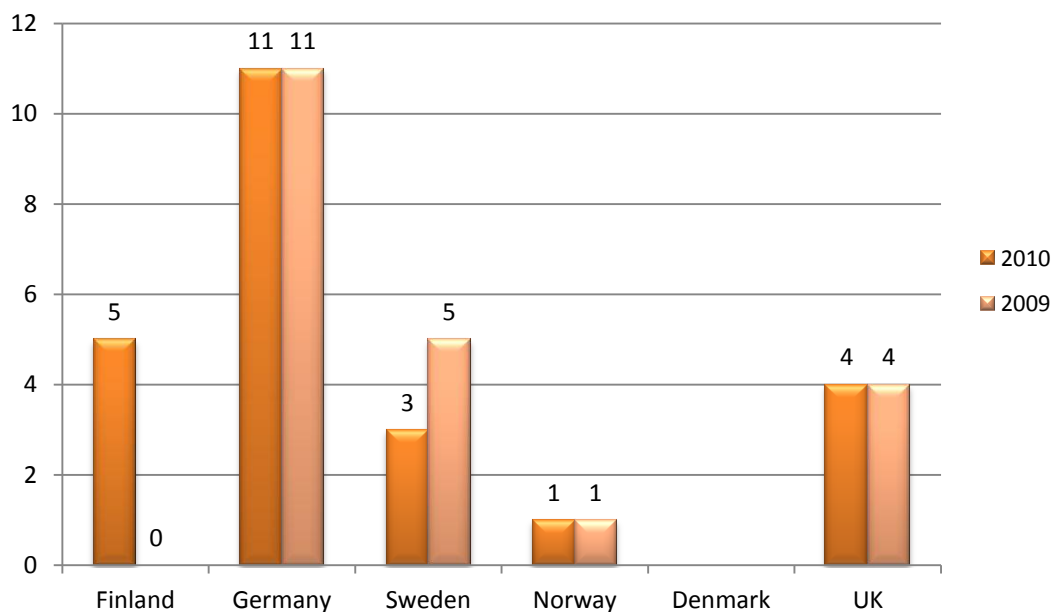
- Det enda landet där administrativa sanktioner har tillgripits för brott mot insiderhandel, har en sanktionslatitud som på den administrativa sanktionssidan är obegränsad.

Ovan presenterade slutsatser tyder på att det snarare är att förutspå att brott mot insiderhandelsförbudet kommer att lagföras genom straffrättsliga sanktioner än administrativa sanktioner även om en valmöjlighet finns. Detta stämmer även överens med det politiska sentiment som gör gällande att brott mot insiderhandelsförbudet är ett allvarligt hot mot marknadens integritet och därför bör beivras med kraftiga sanktioner.

1.1.3 Domar i insiderärenden

Nedan presenteras statistik om domar som meddelats i (straffrättsliga) insiderhandelsmål i respektive stat.²³ Syftet med jämförelsen är uttryckligen att granska den brottsutredande processen, men däremot är syftet inte att statistiskt granska utgången i de individuella målen. Med domar avses således både friande och fällande domar.

Diagram 7 – Domar för insiderhandel i respektive jurisdiktion²⁴

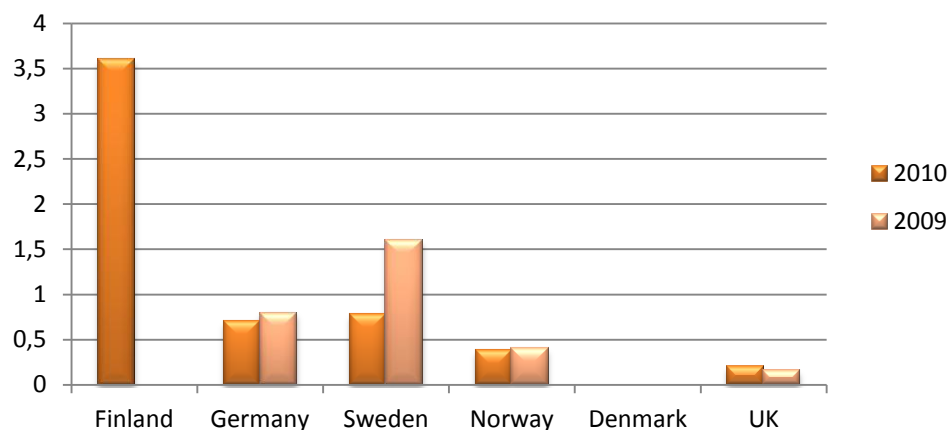


Antalet domar är intressant att relatera till marknadens storlek. Detta kan sammanfattas i följande diagram.

²³ I de fall data inte förekommit i finansinspektionernas offentliga publikationer har den sammanställts genom intervjuer med åklagarmyndigheter i respektive land.

²⁴ Statistiska uppgifter från Danmark saknas.

Diagram 8 – Domar i insiderärenden relaterade till marknadens storlek²⁵



Slutsatsen av analysen av domar i insiderärenden kan sammanfattas enligt följande:

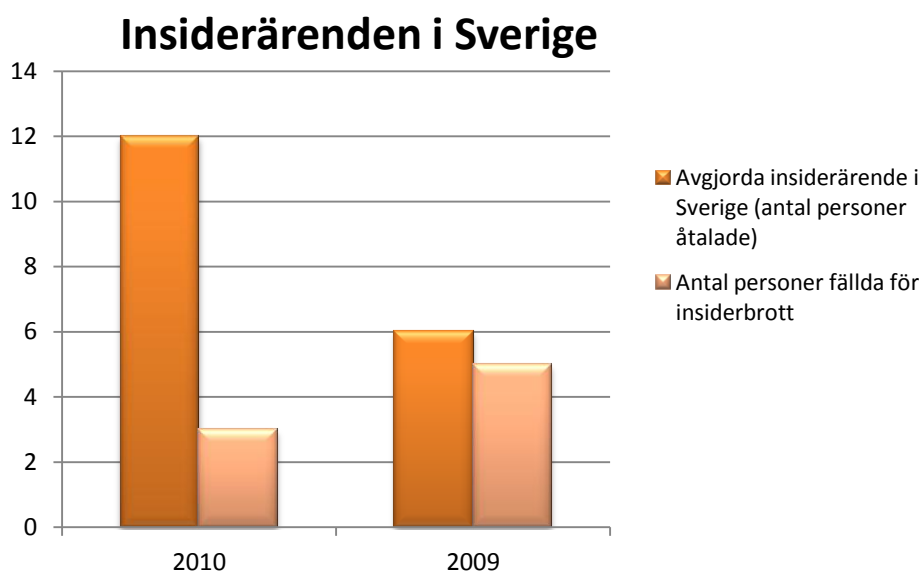
- Samplet av fall är för litet för att det ska gå att dra starka statistiska slutsatser på basis av data.
- Jämfört med storleken på marknaden är Sverige ett av de länder som har flest domar för insiderhandel. Frekvensen för domar i Sverige är något lägre än in Finland och något högre än i, Norge och Tyskland. Frekvensen överstiger markant frekvensen i England. Detta gäller även om man i England skulle räkna in de domar som meddelats den administrativa vägen (återgivna i diagram 6 ovan), trots att detta dubblar totala antalet domar i England.
- Antalet domar är i samtliga länder avsevärt mindre än antalet misstänkta fall som anmälts.

1.1.4 Fällande domar per åtal i insiderfall i Sverige

Avslutningsvis är det av intresse att notera statistik över antalet fällande domar av de insiderhandelsfall som handlagts i Sverige. Före statistiken presenteras bör det särskilt påpekas att det informativa värdet i denna statistik definitivt inte får övertolkas. I ett så litet sampel som nedan är det generellt svårt att dra statistiskt relevanta slutsatser. Dessutom är bedömningar av *varför* en fällande eller friande dom meddelats det centrala i rättegångssammanhang. Denna orsak är dock väldigt svår att kategorisera statistiskt på ett meningsfullt sätt.

²⁵ Uppgifter från Danmark saknas.

Diagram 9 – Granskning av utgången i insiderärenden i Sverige



På basis av denna statistik kan egentligen inga andra slutsatser göras än att det i den svenska statistiken märks att det funnits ett insidermål som involverat många parter, där en friande dom meddelats år 2010.²⁶

1.1.5 Slutsatser om rättsfallsstatistiken

I ljuset av rättsfallsstatistiken ovan kan konstateras att det är uppenbart att det svenska insiderhandelsförbudet fungerar minst lika väl som insiderhandelsförbuden gör i övriga jämförbara jurisdiktioner, efter att en korrigering för storlek av marknaden utförts. Därtill har som en biprodukt av funktionsanalysen kunnat konstateras att länder med administrativa sanktionsalternativ för insiderhandel åtminstone inte totalt sett har flera rättsfall eller fällande domar än länder som saknar denna möjlighet. Istället verkar trenden i dubbelsanktionsländer vara att hellre välja straffrättsliga sanktioner än de administrativa sanktionerna.

Eftersom värdet av statistiska undersökningar för utvärderingen av funktionsdugligheten i lagstiftning dock är förhållandevis tvivelaktigt och eftersom generellt sett det undersökta informationsunderlaget hittills varit förhållandevis knappt, finns inga orsaker att dra desto mera nyanserade slutsatser än de som ovan förfäktats.

1.2 Market cleanliness

Då rättsfallsstatistik i insiderärenden ovan analyserats ska i det följande ett försök göras att undersöka förekomsten av insiderhandel som inte resulterat i rättsfall och därför inte är synlig i rättsfallsstatistik. Syftet är således att undersöka om det finns ett

²⁶ Fallet är det s.k. Ringen-fallet där åtalen förkastades i ett mål handlagt av Stockholms tingsrätt.

s.k. mörkertal och hur stort detta mörkertal kan tänkas vara vid insiderhandel på den svenska marknaden.

Det största problemet i denna del av den statistiska undersökningen är att hitta data som kan påvisa att det egentligen förekommer insiderhandel på marknaden, trots att några rättsfall inte uppkommit.²⁷ Internationellt har man stundvis försökt hantera detta problem genom statistik som tar fasta på abnorma kursrörelser en kort tid innan insiderinformation offentliggörs på marknaden. Teorin bakom statistiken är att abnorma kursrörelser i insiderinformationens riktning som kan iakttas en kort tid före insiderinformation offentliggörs på marknaden, kan vara indikationer på att insiderinformationen utnyttjas av någon marknadsaktör, vilket driver kursen i insiderinformationens riktning redan innan insiderinformationen offentliggjorts. Vidare är teorin att ju kraftigare den abnorma kursrörelsen är och ju närmare den sker offentliggörandet av insiderinformation samt ju relevantare insiderinformationen är, desto sannolikare är det att den abnorma kursrörelsen uttryckligen förorsakats av en insider som profiterade på sin information genom att utföra insiderinformationsdrivna transaktioner på marknaden.²⁸

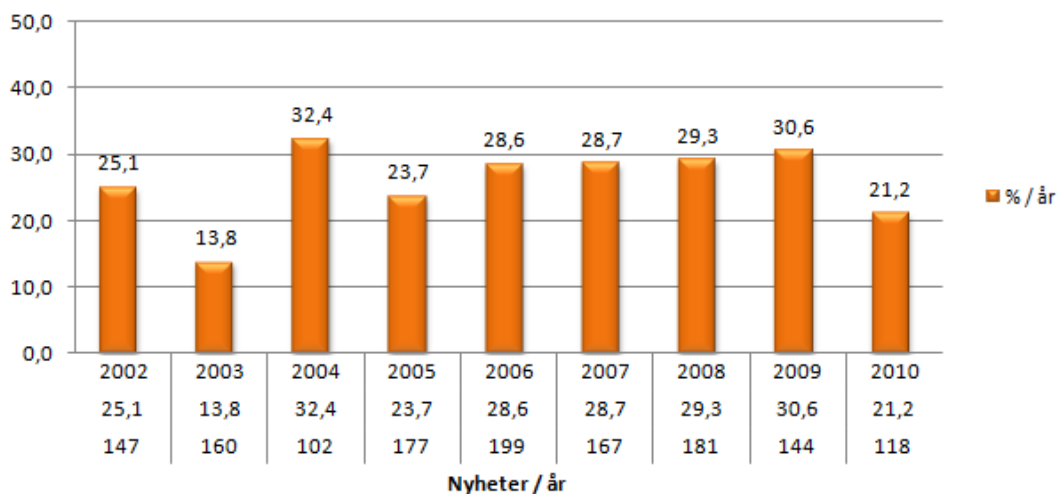
Market cleanliness-undersökningar är empiriska undersökningar som tar fasta på just abnorma kursrörelser en kort tid före kraftigt kursdrivande information offentliggörs. Trots att insiderinformation kan gälla vad som helst, brukar *market cleanliness*-undersökningar i praktiken ta fasta på antingen offentliggörandet av takeovers,²⁹ eller offentliggörande av negativ information, närmast vinstvarningar.

²⁷ Jag bortser här från den positivistiska kritik som kunde anföras, eftersom den normativa definitionen av insiderhandel strängt taget gör gällande att insiderhandel inte förekommer om inte så meddelats i en fällande dom.

²⁸ En föregångare inom denna undersökningsmetod är internationellt sett *Keown – Pinkerton* 1981 s. 855–869 som empiriskt visar att priset på finansiella instrument mycket snabbt reagerar på nyheter om ett offentligt köpebud. De facto visar undersökningen att finansiella instrument ofta reagerar snabbare än det offentliga köpebudet offentliggörs. Detta kan innebära att *frontrunning* i förhållande till *takeover* sker på marknaden, vilket innebär att någon marknadsaktör som vet om att det offentliga köpebudet kommer att offentliggöras, profiterar på sin (insider)information innan kursen reagerar på den offentliggjorda informationen.

²⁹ Detta förklaras rimligtvis av att insiderinformationen om en takeover är väldigt specifik den sista tiden innan takeovern offentliggörs. En insider med full insyn vet således inte bara att någonting gynnsamt kommer att inträffa med aktien i målbolaget den närmaste tiden, utan känner i bästa fall till både vilket anbudspris kommer att vara, samt exakt vid vilken tidpunkt anbudspriset kommer att offentliggöras. Den förra informationen möjliggör en riskfri avkastning på aktiehandel i målbolagets aktie, medan kombinationen av båda slag av information möjliggör att insiderinformationens värde starkt kan uppväxlas genom att man handlar finansiella instrument, vars värdering är beroende av både värde och tid, t.ex. köpoptioner.

Diagram 10 – Frekvensen av abnormala prisökningar före kursdrivande nyheter³⁰



Ovan presenterade *market cleanliness*-undersöknings resultat förefaller rent statistiskt sett att under hela den undersökta tiden peka på ett förhållandevis frekvent samband mellan kursdrivande nyheter och abnormala rörelser i nyhetens riktning redan innan nyheten offentliggjorts.³¹ Undersökningen är metodologiskt komplicerad, men får anses vara väl genomförd.³² Preliminärt tyder den på att det förekommer en icke-försumbar andel insiderhandel på den undersökta marknaden.

Trenderna i undersökningen visar att nivån under 2006–2009 varit i det närmaste identisk gällande frekvensen av abnormala prisökningar före undersökta nyheter. En intressant avvikelse från trenden 2006–2009 utgör dock statistiken 2010, där en statistiskt relevant förminskning kan identifieras. Den marknadsövervakande myndigheten FSA har under 2010 medvetet valt att fokusera på att upptäcka och lagföra insiderhandel. Därtill har ovan i tabell 1 noterats att England förhållandevis sent fokuserat på att lagföra insiderhandel genom straffrättsliga sanktioner.

Trots att sambandet mellan FSA:s åtgärder och den statistiska förminskningen i *market-cleanness* är odokumenterad, vilket även FSA vidhåller,³³ är dock en plausibel teori att den aktivitet FSA genomfört inom enforcement, vilket även

³⁰ Market cleanliness-undersökning utförd av FSA.

³¹ Se FSA Occasional Paper Series 23. Measuring market cleanliness. Ben Dubow, Nuno Monteiro 2006.

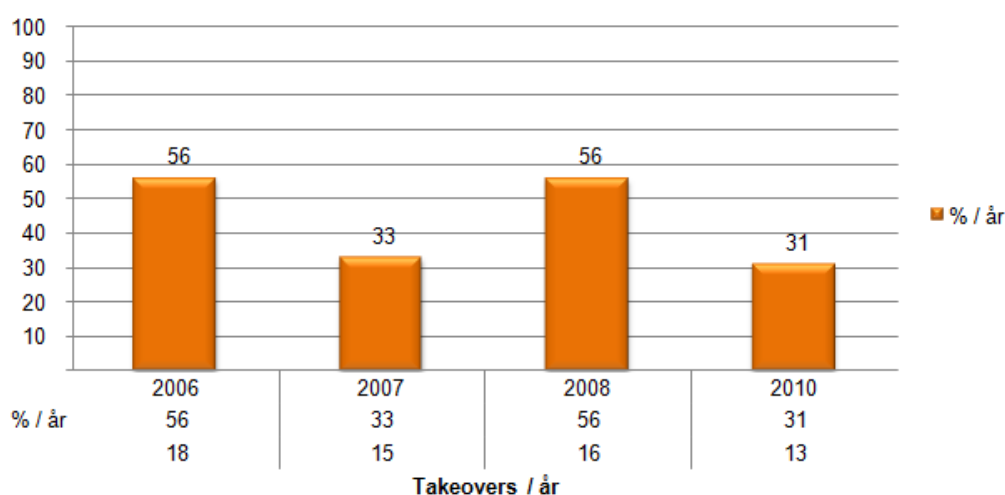
³² *Ibid.* FSA definierar normalitet i kursrörelsen genom att slumpmässigt extrapolera prissättningen för ett finansiellt instrument under 4 dagar av de 240 dagarna som slutar 10 dagar före nyhetens offentliggörande. Därefter definierar FSA det avgörande tidsspännet för abnormala kursrörelser som ett spann på fyra dagar, varav två är före och två är efter nyhetens offentliggörande. Tillräcklig abnormalitet uppkommer om kursrörelsen under de fyra dagarna sorterar bland de 50 högsta eller lägsta värdekombinationer av de slumpmässigt utvalda spannen av fyra dagar i en slumpmässig valpopulation på 10 000 val.

³³ FSA Annual Report 2010-2011 s. 62: "After remaining stable for the past few years, the level of APPMs for the takeover data set declined to 21.2% in 2010. This is the lowest level for the takeover measure since 2003. As set out above, while this fall has taken place against the backdrop of increasing focus on market abuse, due to the nature of the statistics, the reason behind this decline cannot be determined with certainty. We cannot say whether improved market behaviour is a contributory factor, but the change in the outcome is nevertheless to be welcomed."

resultat i insiderdomar, eventuellt kan ha fått en iakttagbar allmänpreventiv konsekvens, som lett till färre abnorma kursrörelser för att det förekommit färre fall av insiderhandel.

På den svenska marknaden har en motsvarande undersökning gällande *market cleanliness* genomförts av PwC.³⁴ Den publicerade undersökningen begränsas till att gälla endast takeovers. Däremot omfattar den inte negativt nyhetsflöde. PwC har dessutom efter publikation av undersökningen upprepat undersökningen för år 2010 och vänligen låtit denna utvärdering få ta del av resultaten som kan sammanfattas nedan.³⁵

Diagram 11 – Frekvensen av abnorma prisökningar före takeovers³⁶



Båda *market cleanliness*-undersökningar ger belägg för att det finns ett potentiellt mörkertal av insiderhandel i samband med takeovers i både Sverige och England. Dessutom förekommer ett mörkertal i samband med negativa nyheter i England, vilket inte undersökts i Sverige. Trots undersökningarna är det skäl att granska resultaten kritiskt, eftersom det är tänkbart att det finns variabler som förklarar kursrörelserna på ett bättre sätt än förbjuden insiderhandel.

Det förefaller tänkbart att det är andra, helt slumpmässiga orsaker, som gör att köpare aktiverar sig en kort tid före takeovers eller säljare aktiverar sig före negativa nyheter. Eftersom det statistiska samplet är stort, torde dock helt slumpmässiga förklaringar vara något naiva. Mindre naivt och även mindre slumpmässig är förklaringsvarianten som gör gällande att takeovern i sig just är ett resultat av att målbolagets aktie är undervärderad på marknaden, vilket därför även leder till att andra marknadsaktörer än den kommande budgivaren köper aktien, eftersom den är billig, vilket leder till en kursuppgång. På motsvarande sätt kan marknaden helt riktigt diskontera en

³⁴ PricewaterhouseCoopers Market Cleanliness Index Sweden 2008.

³⁵ För år 2009 har undersökningen inte utförts, eftersom man ansett marknaden vara så volatil under året att undersökningsmetodologin inte skulle ge tillförlitliga resultat.

³⁶ Market cleanliness-undersökning utförd av PwC.

kommande vinstvarning eftersom olika helt lagliga analyser visar på att en aktie är övervärderad jämfört med hur börsbolagets finansiella ställning rimligtvis kan antas te sig.

Vidare är det tänkbart att budgivaren genomför *stakebuilding* i målbolagets aktier en kort tid innan budet offentliggörs och att detta förklarar den marknadspåverkan som iakttas i *market cleanliness*-undersökningen.³⁷ Eftersom *stakebuilding* under vetskapen om att man kommer att offentliggöra en takeover inte anses bryta mot förbudet mot insiderhandel³⁸, är detta följaktligen en förklaringsmodell till den abnorma kursrörelsen som är både plausibel och laglig.³⁹ På samma sätt är det tänkbart att ett vinstvarnande bolag undervärderar den negativa informationen i sin vinstvarning och därefter tvingas vinstvarna relativt snabbt på nytt. Vidare är det tänkbart att marknaden chansar på en kommande vinstvarning vid just den s.k. *profit warning season* som anses uppkomma några veckor innan kvartalsresultatet offentliggörs och därför säljer aktier.

Ovan har presenterats några förklaringsmodeller för de iakttagna abnorma kursrörelserna på marknaden en kort tid före offentliggörandet av en takeover eller negativa nyheter. Förklaringar är alternativa till förklaringen att kursrörelsen de facto är ett utslag som beror på insiderhandel. Eftersom förekomsten av abnorma kursrörelser dock är frekvent, förefaller det som om *market cleanliness*-undersökningarna åtminstone delvis⁴⁰ talar för att det skulle finnas ett visst, om än

³⁷ Priseffekten av *stakebuilding* får anses uppkomma i målbolagets aktie oavsett om *stakebuilding* utförs genom direkta aktieköp i målbolagets aktie eller genom utnyttjande av derivatkontrakt (antingen kontantavräknade eller fysiskt avräknade derivat). Det får nämligen anses vara en nära fullständig korrelation mellan värdet på budgivarens derivatkontrakt och motpartens transaktioner (antingen direkt eller via derivatkontrakt) i den underliggande aktien. Typiska motparter, d.v.s. investeringsbanker, skyddar sig nämligen mot kursrisken genom att köpa just målbolagets aktier i samma grad som man skriver ut derivatkontrakt.

³⁸ Däremot är bedömningen inte längre den samma om *stakebuilding* utförs i en sådan fas av takeover där budgivare har övrig insiderinformation gällande målbolaget är informationen att man kommer att lägga ett bud. Sådan övrig insiderinformation gällande målbolaget kan budgivare t.ex. ha fått genom en due diligence-analys av målbolaget.

³⁹ Ytterligare kan anföras om slutsatserna i *market cleanliness*-undersökningen att det får förmodas att den som verkligen har insiderinformation om en kommande takeover inte optimerar sin egen kriminella totalnytta genom att köpa målbolagets aktier i marknaden kort före budet offentliggörs. För det första försummar en sådan insider det tänkbara mervärde han kunde skapa sig på sin information genom att köpa derivat som har en uppväxlingsgrad i förhållande till informationen. För det andra tar insidern på sig en uppenbar risk för att ertappas, eftersom transaktionerna utförs i målbolagets aktier, medan det sannolikt gick att förvärva andra finansiella instrument på andra marknader, som i lika hög grad gynnades av den information som insidern har. Med kriminell totalnytta åsyftas här kombinationen av kriminell förtjänstpotential i transaktionen och sannolikheten för att brottet ska upptäckas. Begreppet tar således avstamp i *Becker* 1976 s. 14.

⁴⁰ Det är ändå inte skäl att dra för långtgående slutsatser på basis av förekomsten av abnorma kursrörelser i undersökningarna. Detta beror på att det på aktiemarknader blir allt vanligare att marknadsaktörer implementerar handelsstrategier som reagerar kraftigt på förekomsten av momentum på marknaden. Till s.k. *momentum trading* hör att skapa en handelsstrategi som reagerar på reaktioner, vilket ofta under en kortare tidssekvens kan leda till att små men distinkta kursrörelser på marknaden leder till att marknadsaktörer reagerar på trenden i trendens riktning. Detta kan delvis skapa kraftiga och ofta svårförklarade kursrörelser. Se *Grinblatt – Keloharju* 2000 s. 43–67 som undersökt investerarens benägenhet på den finländska marknaden att följa rådande pristrender. Undersökningen som publicerats i *Journal of Financial Economics* understöder tänkesättet att speciellt professionella investerare är benägna att vara s.k. *momentum traders*.

svårkvantifierbart mörkertal av insiderhandel på marknaden. Om så är fallet kan därtill följande slutsatser göras.

Den svenska insiderlagstiftningens funktionsduglighet synes behäftad med ungefär samma tillkortakommanden som den engelska insiderlagstiftningen, åtminstone i den mån de utförda *market cleanliness*-undersökningarna förmår mäta samma fenomen i de två olika länderna. Därtill kan noteras att det engelska sanktionssystemet erbjuder en administrativ sanktionsmöjlighet, vilket inte det svenska systemet gör. Ändå synes inte denna administrativa sanktionsmöjlighet ha lett till tydliga genomslag i form av ett markant mindre mörkertal för insiderhandel i England än i Sverige.

1.3 Kvantifiering av den eventuella bristfälliga funktionsdugligheten

En kvantifiering av den samhälleliga skada som uppkommer som en följd av eventuell bristfällig funktionsduglighet i insiderhandelsförbudet är inte enkel. Rent juridiskt anförs ibland att insiderhandel inte förorsakar någon skada alls, eftersom outsiders som genomför en transaktion med insidern inte känner till insiderinformationen, men trots detta ingår transaktionen på de villkor outsiders självmant godkänner. Följaktligen uppstår ingen förlust för outsiders eller åtminstone råder ingen kausalitet mellan insiderns information och outsiders förlust. Antas emellertid ett vidare ekonomiskt perspektiv på förhållandet mellan insidern och outsiders förefaller det enklare att acceptera att insiderns vinning motsvarar outsiders förlust, vilket följaktligen även skulle utgöra den direkta skadan av brott mot insiderhandelsförbudet.

Anlägger man därtill ett samhällsekonomiskt perspektiv på insiderhandel, eller rättare sagt sådan insiderhandel som inte lagförs, men som eventuellt trots det förekommer, förefaller det enkelt att omfatta påståendet om att den totala skada oupptäckt insiderhandel förorsakar samhälls ekonomin vida överstiger den vinning eller skada som uppkommer inom partsrelationen insider/outsider. Motivet för upprätthållande av ett förbud mot insiderhandel anses numera allmänt gångbart och består av behovet att upprätthålla investerarnas förtroende för själva marknaden för finansiella instrument. För det fallet att insiderhandel rubbar detta förtroende är konsekvensen både ödesdiger och kostsam för marknaden och samhället. Uppenbart är att insiderhandel i så fall leder till lägre handelsaktivitet, vilket leder till sämre likviditet, vilket leder till en ineffektivare prisbildning på marknaden. Skadan av insiderhandel kan då anses vara väldigt stor, eftersom insiderhandel förefaller leda till en ond spiral, som minskar intresset för en fungerande kapitalmarknad i form av en fungerande börs, och som ytterst kan resultera i en förtroendebrist marknadsaktörer emellan som (åtminstone i teorin) leder till marknads kollaps.⁴¹

Förvånansvärt få ekonometriska analyser har dock gjorts gällande de samhällsekonomiska kostnader insiderhandel medför. En mycket diger undersökning av *Bhattacharya* och *Daouk* publicerad i *Journal of Finance* gör dock gällande att den totala samhälleliga kostnaden för insiderhandel kan kvantifieras så att kapitalanskaffningskostnaderna (*cost for equity*) sjunker markant om insiderhandel lagförs effektivt, medan någon inbesparing i kapitalanskaffningskostnaderna inte har

⁴¹ Se framför allt *Akerlof* 1970 s. 488–500.

kunnat identifieras endast till följd av att lagstiftning mot insiderhandel införts på en marknad.⁴² Vidare har i en nyare undersökning av *Aitken*, utförd inom ramen för *Capital Markets CRC Limited*, konstaterats resultat enligt vilka den totala skadan av insiderhandel kvantifierats ligga mellan 0,017 och 0,044 % av helhetsomsättningen på den marknad där insiderhandel förekommer.⁴³ Denna metodik har även Europeiska Kommissionen valt att omfatta i sin egen analys av vilken skada som uppkommer till följd av insiderhandel.⁴⁴ Enligt denna beräkning uppskattar Kommissionen att helhetsskadan på ett årligt plan på de europeiska marknaderna år 2010 uppgår till 13,3 miljarder EUR.⁴⁵

2. SLUTSATSER

I denna empiriska del har två olika typer av statistisk information presenterats för att analysera funktionsdugligheten i den svenska insiderlagstiftningen. Trots att det är förknippat med svårigheter att göra slutsatser om lagstiftningens funktionsduglighet på basis av statistiska data, förefaller ändå en rimlig slutsats vara att den svenska insiderlagstiftningen – rent statistiskt sett – förefaller fungera ungefär i lika grad som insiderlagstiftningen i de andra länder som undersökts (ofta till och med bättre). Påståendet täcker både det positiva och det negativa i funktionsdugligheten. Den svenska insiderlagstiftningen förefaller nå upp till ungefär samma rättsfallsmängd som övriga länders lagstiftning.

Klart i ljuset av statistiken verkar också vara att införandet av administrativa sanktioner för insiderhandel inte bidrar till att effektivisera insiderhandelsförbudet. Vidare förefaller de länder som redan nu har möjligheten att tillgripa administrativa sanktioner för insiderhandel (Finland och England) att antingen inte alls i praktiken göra det (Finland) eller i allt högre grad förflytta tyngdpunkten till att tillgripa straffrättsliga sanktioner istället för administrativa sanktioner (England).

Kombineras den statistiska informationen med mörkertalet som *market cleanliness*-undersökningar påvisar, leder detta till en sammanfattning som förefaller tala för att det finns ett behov av att se över insiderlagstiftningen i syfte att närmare granska vilka normativa element, som eventuellt kunde förtydligas för att förhoppningsvis reducera det mörkertal som statistiskt sett kan förknippas med insiderhandel på så väl den svenska marknaden som utomlands.⁴⁶ Därtill finns empiriska belägg för att

⁴² *Bhattacharya, Utpal – Daouk, Hazem: The World Price of Insider Trading. Journal of Finance. "We find that the cost of equity in a country, after controlling for a number of other variables, does not change after the introduction of insider trading laws, but decreases significantly after the first prosecution."*

⁴³ Undersökningens metodologi bygger på s.k. *event studies* med vilka man analyserat kursreaktioner som uppkommit på marknaden efter att det som varit insiderinformation offentliggjorts. Dessa kursrörelser har sedan relaterats till frekvensen av förekomsten av insiderhandel på marknaden.

⁴⁴ Se EC (2011) 1217 final Commission Staff Working Paper Impact Assessment s. 15.

⁴⁵ Se EC (2011) 1217 final Commission Staff Working Paper Impact Assessment s. 16.

⁴⁶ Det är skäl att öppet redovisa för det faktum att det historiskt sett har förts och fortsättningsvis förs en förhållandevis sofistikerad debatt om skadligheten i insiderhandel. I debatten anförs att det inte är säkert att insiderhandel alls är skadlig för det helhetssystem marknaden och dess reglering utgör. Som ett argument i denna abolitionistiska skola utnyttjas t.ex. det faktum som även påvisas av *market cleanliness*-undersökningar, nämligen att den abnorma kursökningen, oavsett varför den sker, leder till en ökad marknadseffektivitet, eftersom marknadspriset snabbare korrigeras till den nivå där det hade

lagstiftningsreformer gällande insiderhandel i sig inte ansetts leda till resultat i form av lägre kapitalanskaffningskostnader. Istället uppnår man den samhällsekonomiska nyttan av existerande och reformerad lagstiftning endast fullt ut genom att skapa mekanismer som möjliggör att lagstiftningen *effektivt verkställs*.

Samtidigt förefaller analyser av den samhällseliga skada som kan förknippas med insiderhandel tala för att den kostnad som brister i funktionsdugligheten insiderhandelsförbudet förorsakar inte får ringaktas. Denna kostnadsanalys ger även en referenspunkt för den tilläggskostnad olika legislativa initiativ och initiativ för att förbättra verkställigheter som syftar till att effektivisera insiderhandelsförbudet får föra med sig, utan att de legislativa initiativen – rent samhällsekonomiskt betraktat – bör anses kontraproduktiva för helheten.

III KOMPARATIV DEL

Denna del av utvärderingen består av en komparativ del av det normativa innehållet i insiderhandelsförbuden i vissa utvalda rättssystem.

1. INLEDNING

Föreliggande komparativa del av denna undersökning syftar till att presentera utvalda rättssystemens sätt att reglera vissa delar av insiderhandeln. För att fokusera komparationen riktas det komparativa intresset mot variabler i insiderhandelsförbudet. Valet motiveras nedan i 1.1. Dessa variabler analyseras sedan i närmare detalj i den normativa delen av undersökningen. Komparationen avgränsas så att åtta rättssystem undersöks i tillägg till det svenska rättssystemet. Valet av rättssystem som ingår i komparationen motiveras nedan i 1.2.

1.1 Val av variabler för komparation

Föreliggande komparativa del av undersökningen kommer att fokusera på fem olika variabler, som kan systematiseras i tre kategorier, som alla är en del av den normativa delen av denna utvärdering.

För det första undersöks *sanktionssystemets struktur* i vederbörande rättssystem. Utgångspunkten är att Sverige valt att implementera marknadsmissbruksdirektivet så att endast straffrättsliga sanktioner kan utdömas för den som brutit mot insiderhandelsförbudet i L om marknadsmissbruk. Därmed har Sverige inte infört administrativa sanktioner och upprätthåller således ett enkelt sanktionssystem, istället för ett dubbelt sanktionssystem (administrativt system och straffsystem), som förekommer i vissa av de undersökta rättssystemen. I en undersökning om den

legat om marknaden haft en fullständig informationsbild. I denna undersökning har dock som en viktig utgångspunkt tagits en position, enligt vilken insiderhandel är skadlig för investerarens förtroende för marknaden för finansiella instrument. Positionen är så tillvida försvarbar att den är förhärskande inom samtliga rättssystem som ingår i denna undersökning. Se dock om den abolitionistiska debatten t.ex. *Manne* 1966 s. 80–104. Se *Manne* 1970 s. 565. Se *Wu* 1968 s. 260–269. Se *Easterbrook* 1981 s. 309–365. Se *Ott – Schäfer* 1991 s. 226–241. Se *Carlton – Fischel* 1983 s. 857. Se *Kitch* 1980 s. 719. Se *Avgouleas* 2005 s. 200–201. Se *Fuchs* 2009 s. 327–328. Se *Assmann – Schneider* 2009 s. 418–420. Se *Macey* 1984 s. 31. Se *Haddock – Macey* 1987 s. 338. Se *Cox* 1986 s. 628.

svenska insiderlagstiftningens funktionsduglighet är det därmed av ett särskilt intresse att utvärdera det potentiella mervärdet i ett administrativt sanktionssystem.

För det andra undersöks hur *rekvisitet för förbjuden gärning* strukturerats i de olika rättssystemen. Här är fokus på den s.k. objektiva sidan av insiderhandelsförbudet, och eftersom den objektiva sidan är omfattande i insiderhandelsförbudet, kommer tre olika aspekter att granskas. Dessa tre aspekter täcker tre olika relevanta led i insiderhandelsförbudets rekvisit för förbjuden gärning: (i) vald aspekt i definitionen av insiderinformation, (ii) vald aspekt i den gärning genom vilken insiderhandeln utförs och (iii) kausaliteten mellan definitionen av insiderinformation och den gärning genom vilken insiderhandeln utförs.

Inom ramen för *definitionen av insiderinformation* ska först utredas huruvida rättssystemet ställer ett krav på att den information som kan uppfylla definitionen för insiderinformation bör existera hos insidern som en följd av att informationen mottagits, eller om det är tillräckligt att fastslå att blott personen ifråga har insiderinformation, oberoende av om informationen mottagits eller uppkommit på något annat sätt. Inom ramen för *den gärning, genom vilken insiderhandeln utförs* ska utredas huruvida rättssystemet ställer ett förbud mot att återta en redan avgiven, men ännu inte verkställd order på grund av att insiderinformation mottagits efter att ordern avgivits men före den verkställts. Inom ramen för *kausaliteten* mellan insiderinformationen och gärningen ska undersökas om rättssystemet förutsätter att den insiderinformation som använts vid insiderhandeln har utnyttjats, eller om det är tillräckligt för en fällande dom att konstatera att den person som innehaft insiderinformation utfört en transaktion, varefter ytterligare krav på kausalitet mellan insiderinformationen och handeln inte längre behöver uppfyllas.

För det tredje undersöks hur rekvisitet för personligt ansvar strukturerats i vederbörande land. Här gäller att undersöka huruvida förbudet mot insiderhandel kan uppfyllas av en person som har en lägre subjektiv inställning än uppsåt. Om så är fallet, utvärderas hur insiderhandel genom vållande bör uppfattas i praktiken.

1.2 Val av rättssystem för komparation

Föreliggande komparativa del av undersökningen kommer att granska åtta olika rättssystem i tillägg till det svenska. De granskade rättssystemen omfattar dels nationella rättssystem (Finland, Danmark, Norge, Tyskland, England och USA) dels övernationella rättssystem (marknadsmisbruksdirektivet och marknadsmisbruksförordningen). Rättssystemen är valda genom att sälla fram länder som antingen traditionellt ansetts vara av rättskomparatorisk relevans för svensk rätt, eller som på grund av att länderna har en särdeles stark ställning inom aktiemarknadsrätt får anses vara av rättskomparatorisk relevans för svensk insiderrätt. Därtill undersöks två övernationella rättssystem, som bägge är av relevans på grund av sin direkta övernationella koppling till svensk rätt.

2. RESULTAT AV KOMPARATIONEN

Den ovan beskrivna komparation har utförts och resultatet av komparationen kan sammanfattat återges i tabellform.

Komparation av rättssystem och variabler					
Rättssystem	Sanktionssystem	Rekvisitet för förbjuden gärning			Rekvisitet för personligt ansvar
		Transformationskrav?	Återtagande förbjudet?	Kausalitet	
Sverige	Enkelt	Ja	Nej	Nej	Uppsåt och vållande
Finland	Dubbelt ⁴⁷	Nej	Nej	Ja	Uppsåt och vållande
Danmark	Enkelt	Nej	Nej	Nej	Uppsåt och vållande
Norge	Enkelt	Nej	Nej	Nej	Uppsåt och vållande
Tyskland	Enkelt ⁴⁸	Ja	Nej	Ja	Uppsåt och vållande
UK	Dubbelt	Nej	Nej	Ja	Uppsåt och vållande
USA	Dubbelt	Nej	Nej	Ja	Uppsåt och vållande
Rådande direktiv	Endast admin	Nej	Nej	Ja	Uppsåt och vållande
Förslaget till nytt direktiv och förordning	Dubbelt	Nej	Ja	Ja	Uppsåt och vållande

2.1 Sanktionssystem

Av komparationen framgår att Sveriges val att *inte* införa administrativa sanktioner för insiderhandel i samband med implementeringen av marknadsmissbruksdirektivet inte är ett ovanligt val inom referensgruppen.⁴⁹ Det svenska valet är vidare välmotiverat av den svenska lagstiftaren,⁵⁰ och synes åtminstone inte ha ansetts stå i

⁴⁷ Så som ovan konstaterats har administrativa sanktioner inte i praktiken utnyttjats för insiderhandel i Finland, trots att en legal möjlighet existerar.

⁴⁸ Tyskland har i och för sig ett dubbelt sanktionssystem för marknadsmissbruk, men det tyska systemet tillåter inte administrativa sanktioner för insiderhandel.

⁴⁹ Motsvarande rättsläge råder i både Norge och Danmark. Enligt en undersökning utförd av CESR (CESR/08-099) har 6 av 29 undersökta jurisdiktioner i Europa låtit bli att införa administrativa sanktioner för insiderhandel. Jurisdiktionerna är, i tillägg till Sverige, Cypern, Ungern, Danmark, Norge och Polen. För klarhetens skull bör konstateras att Sverige självfallet har straffrättsliga sanktioner för insiderhandel. Som en kuriositet kan nämnas att så har även alla andra av CESR undersökta länder förutom Bulgarien.

⁵⁰ Se prop. 2004/05:142 s. 43–47.

bjärt kontrast med skrivningen i marknadsmissbruksdirektivet artikel 14, trots att även motsatt tolkning av artikeln får anses möjlig.⁵¹

Med hänvisning till den nya marknadsmissbruksförordningen förefaller det dock som om det framöver eventuellt fanns ett behov för länder som saknar ett administrativt sanktionssystem att införa sådana.⁵² Vid denna utvärdering av funktionsdugligheten i det svenska insiderhandelsförbudet är det därför intressant att förhållandevis detaljerat granska huruvida införandet av ett administrativt sanktionssystem kunde leda till en ökad funktionsduglighet i det svenska insiderhandelsförbudet.

2.2 *Rekvisitet för förbjuden gärning*

2.2.1 **Definitionen av insiderinformation**

Av komparationen framgår att Sveriges val att förutsätta att personer med insiderinformation *fått* insiderinformationen i insiderhandelssammanhang uppställer ett *transformationsrekvisit* för insiderinformationen, vilket krav inte ingår i samtliga undersökta rättssystem. Det är vidare skäl att konstatera att det svenska rådande transformationsrekvisitet dessutom omfattar ett undantag. Transformationsrekvisitet tillämpas således inte om insiderinformationen består av information om ifrågavarande persons kommande kriminella handlingar. När så är fallet, förutsätts alltså inte att personen *fått* insiderinformationen.

Med hänvisning till den nya marknadsmissbruksförordningen förefaller det som om inget transformationsrekvisit artikuleras i den nya lagstiftningen. Avgörande är istället huruvida personen ifråga har insiderinformation, oavsett hur personen gått till väga för att nå den.⁵³ Vid undersökningen av funktionsdugligheten i det svenska insiderhandelsförbudet ska därför granskas vilka konsekvenser inkluderingen av transformationskravet har för funktionsdugligheten i insiderhandelsförbudet.

2.2.2 **Återtagande av given order**

Av komparationen framgår att Sveriges val att inte utvidga insiderhandelsförbudet till att omfatta återtagande av en redan avgiven, men ännu inte verkställd order, är helt i linje med rådande rättsläge i de undersökta rättssystemen. Samtidigt visar en mera detaljerad analys att Sverige eventuellt ålägger personer, som får insiderinformation efter att de avgivit en order, men innan ordern verkställts, en plikt att återkalla ordern. Detta val är inte företrätt i lagstiftningen eller den allmänt citerade rättslitteraturen i de undersökta länderna.

⁵¹ I artikel 14 i marknadsmissbruksdirektivet sägs att medlemsstaterna ska säkerställa att lämpliga administrativa åtgärder kan vidtas eller administrativa påföljder beslutas beträffande de personer som är ansvariga för att bestämmelser som antagits enligt direktivet inte följs. Denna skyldighet ska emellertid inte påverka medlemsstaternas rätt att föreskriva straffrättsliga påföljder.

⁵² Se MAF artikel 24: Medlemsstaterna ska fastställa regler om administrativa åtgärder och påföljder för de omständigheter som definieras i artikel 25 för de personer som bryter mot bestämmelserna i denna förordning och ska vidta alla nödvändiga åtgärder för att se till att de tillämpas. De åtgärder och påföljder som föreskrivs ska vara effektiva, proportionella och avskräckande.

⁵³ Se MAF artikel 6 och 7.

Därför är det skäl att analysera hur återtagandet av avgivna order ska bedömas påverka funktionsdugligheten i det svenska insiderhandelsförbudet.

2.2.3 Kausalitet mellan insiderinformationen och transaktionen

Av komparationen framgår att Sveriges val att endast förutsätta ett förfogande över insiderinformation när en transaktion i relevant finansiellt instrument utförs, men inte förutsätta en specifikt definierad kausalitet mellan insiderinformationen och de handlingsskäl som ledde till transaktionen, i sig utvidgar det svenska insiderhandelsförbudet jämfört med vissa övriga rättssystem.

Därför är det skäl att i praktiken analysera om denna distinktion mellan förfogande över och utnyttjande av insiderinformation vid transaktioner har någon relevans för funktionsdugligheten i den svenska insiderlagstiftningen.

2.3 Rekvisitet för personligt ansvar

Av komparationen framgår att det är allmänt gångbart att dels ålägga personer ansvar för insiderhandel utförd genom uppsåtliga handlingar, dels ålägga personer någon form av ansvar för insiderhandel utförd genom oaktsamma handlingar. Därtill kan konstateras att den klassiska distinktionen mellan uppsåt och oaktsamhet får och kommer att få en betydande genomslagskraft vid utmätningen av den sanktion (både vad gäller art och grad) som följer av insiderhandel.

Därför är det skäl att analysera vad distinktionen mellan uppsåt och oaktsamhet innebär i relation till rekvisitet för förbjuden gärning i insiderhandel.

IV RÄTTSDOGMATISK DEL

I denna rättsdogmatiska del av utvärderingen ska först insiderhandelsförbudets sanktionssystem undersökas. Därefter analyseras rekvisitet för förbjuden gärning och rekvisitet för personligt ansvar.

1. SANKTIONSSYSTEMET

Sverige har hittills sanktionerat brott mot insiderhandelsförbudet genom straffrättsliga sanktioner, medan man saknat möjligheten att tillgripa administrativa sanktioner för det beskrivna lagbrottet. Den rådande sanktionsmodellen motsvarar därför helt den modell som Danmark och Norge hittills valt. Tyskland upprätthåller i och för sig ett dubbelt sanktionssystem för marknadsmissbruk, men administrativa sanktioner kan inte tillämpas på insiderhandel, utan administrativa sanktioner kan endast utgå för brott mot insiderrättens röjandeförbud och rådgivningsförbud samt olika former av otillbörlig marknadspåverkan. Finland och England har bägge ett dubbelt sanktionssystem där den administrativa varianten av sanktionerna kan tillämpas på insiderhandel. Så som ovan noterats har så aldrig skett i Finland, medan trenden i England verkar vara att en förskjutning från utnyttjandet av de administrativa

sanktionerna till de straffrättsliga sanktionerna håller på att ske, när väl England generellt börjat aktivera beivrandet av insiderhandel.

I den empiriska delen av denna undersökning har det konstaterats att det är sannolikt att det förekommer insiderhandel, som inte lagförs, och att detta har en negativ inverkan på investerarnas förtroende för den svenska aktiemarknaden. Dessutom förefaller det utrett att uttryckligen en ökad effektivitet i verkställigheten av rådande lagstiftning har betydligt gynnsammare samhällsekonomiska följder än införandet av ny materiell reglering har. I föreliggande analys av sanktionssystemet är det därför viktigt att utvärdera huruvida införandet av administrativa sanktioner för insiderhandel kunde förväntas leda till en högre grad av verkställighet i form av flera fällande domar för brott mot insiderhandelsförbudet än nuvarande svenska sanktionsmodell medför.

En utvärdering av ett sanktionssystem kan emellertid inte baseras uteslutande på en effektivitetsbedömning som tar fasta på verkställigheten av gällande rätt. Det vore en grov förenkling att påstå att insiderlagstiftningen och dess sanktionssystem fungerade bättre endast för att antalet fällande domar ökade. Alla analyser av lagstiftningars och sanktionssystemets funktionsduglighet bör nämligen ständigt vara underkastade gängse demokratiska ideal, som i detta fall tar sig uttryck i de värderingar och de ideal som ingår i rättssäkerhetsprinciper. Provokativt uttryckt kunde detta omsättas i ett argument som gör gällande att oavsett vilken samhällsnytta en effektiviserad verkställighet av insiderhandelsregler kan föra med sig, får detta aldrig ske till ett pris som underminerar Sveriges konstitutionella värderingar eller tär på rättsstatliga ideal som förhärskar i Sverige.⁵⁴

Vid utvärderingen av sanktionssystem avspeglas den ovan åberopade rättsstatligheten tydligast i konstitutionella begränsningar och superkonstitutionella normsamlingar som förfäktar legalistiska ideal. Konkret innebär detta att utvärderingen av det *eventuella mervärde* ett administrativt sanktionssystem kan medföra för det svenska insiderhandelsförbudet måste ske mot bakgrunden av de gällande regler Sverige förbundit sig att följa i förhållande till de individer som potentiellt kan komma att bli föremål för sanktionerna. Tanken om att administrativa sanktioner kunde effektivisera verkställigheten av brott mot insiderhandelsförbudet för att man genom administrativa sanktioner kunde vara fri från komplicerande rättssäkerhetsprinciper⁵⁵ måste testas mot den miniminivå av rättssäkerhetsprinciper som Europeiska människorättskonventionen (EKMR) erbjuder individer.

1.1 *Den Europeiska människorättskonventionen*

EKMR utgör en europeisk standardisering av en essentiell del av de grundläggande fri- och rättigheter som individer ges i västerländska demokratiska samhällen. Konventionen är ett instrument som garanterar individerna rättsskydd.⁵⁶ EKMR är

⁵⁴ Konstitutionella värderingar och rättsstatliga ideal kan förstås även ges samhällsekonomiska uttryck. Lagstiftningens förutsägbarhet, en legalistisk samhällssyn och en fungerande rättsstat är självfallet värderingar som har en fundamental betydelse för en fungerande kapitalistisk samhällsekonomi och får således snarare beskrivas vara ovärderliga trots att värderingarnas värde i praktiken förvisso är svårkvantifierade.

⁵⁵ Det träffande citatet härstammar från *Warning-Nerep* 2010 s. 143.

⁵⁶ Se *Johansen* 2008 s. 32. Se *Danelius* 2007 s. 47. Se *van Dijk m.fl.* 2006 s. 5–6.

övernationell, vilket innebär att länder som ratificerat EKMR⁵⁷ inte har rätt att disponera över sin egen rättsordning på ett sätt som gör att den skulle komma att stå i konflikt med EKMR.⁵⁸

För funktionsdugligheten i svensk insiderlagstiftning innebär EKMR att den utgör en fast gräns för hur svensk lagstiftning kan utvecklas till nackdel för individerna⁵⁹ i det svenska samhället. Detta innebär att tanken om att effektivisera den svenska insiderlagstiftningen genom att introducera sådana administrativa sanktioner som Sverige nu saknar, måste relateras till det nationella spelrum den svenska lagstiftaren har när EKMR följs. Konkret betyder detta att det finns en uppenbar risk att tron om att administrativa sanktioner mera flexibelt än straffsanktioner skulle kunna utnyttjas för att beivra insiderhandel kan komma att stöta på patroll, eftersom sådana administrativa sanktioner som förmår beivra insiderhandel kan komma att tvingas struktureras på ett sådant sätt att EKMR kommer att tillämpas på den sanktionsutdelande processen, vilket leder till att även av EKMR föreskrivna rättsskyddsgarantier måste efterföljas. Detta kan i så fall leda till att *rätten till rättvis rättegång* i artikel 6 i EKMR kan komma att förta de administrativa sanktionerna den flexibilitet som förmodades kunna ge det mervärde som rådande straffsanktioner saknar.

För att avgöra om så är fallet måste följaktligen utredas om de tänkbara administrativa sanktionerna kommer att vara sådana att EKMR bör tillämpas då sanktionerna utdelas. Om så är fallet måste även utredas vilken konsekvensen av att EKMR tillämpas på den svenska sanktionsutdelande processen är för effektiviteten i dessa sanktioner. Tillvägagångssättet är därför följande: Först undersöks tillämpningsområdet av EKMR i förhållande till sanktioner, i syfte att granska vilka karakteristiska element i sanktionssystemet som gör att EKMR ska tillämpas på sanktionerna. Detta sker i EKMR:s rättspraxis genom en analys av tolkningen av begreppet *anklagelse för brott*, vilket Europadomstolen genom de s.k. Engelkriterierna omformulerat till kriterier för konventionstillämpningen. Inom ramen för analysen påpekas vad det är som gör att sanktioner blir konventionsunderkastande. Därefter lyder den naturliga följdfrågan vad konventionsenligheten innebär för det mervärde ett nytt konventionsenligt sanktionssystem kan medföra insiderlagstiftning, i tillägg till det värde som redan nuvarande straffrättsliga sanktionssystem (som självfallet även är konventionsenligt) redan nu omfattar.

1.2 Anklagelse för brott – de tre Engelkriterierna som rättslig ram

Tillämpningsområdet för EKMR-legalitet definieras enligt artikel 6, som påbjuder förfarandegarantier vid rättsliga förfaranden.⁶⁰ Europadomstolen har genom en

⁵⁷ EKMR har ratificerats av samtliga europeiska länder som här undersöks.

⁵⁸ Om EKMR:s konventionsautonoma tolkning i litteraturen se t.ex. *Pellonpää* 2005 s. 208, *Danelius* 2007 s. 47, *Cameron* 2002 s. 64–65, *van Dijk m.fl.* 2006 s. 516, *Harris m.fl.* 1995 s. 16–17, *Jacobs – White* 1996 s. 28–29 och *Trechsel* 2005 s. 14.

⁵⁹ Självfallet är EKMR nationalitetsneutralt i den mån konventionen garanterar individer samma rättigheter, oavsett deras nationalitet.

⁶⁰ Enligt artikel 6 ska var och en, vid prövningen av hans civila rättigheter och skyldigheter eller vid en anklagelse mot honom för brott, vara berättigad till vissa förfarandegarantier. Svenska är inte ett officiellt språk enligt EKMR, endast engelska och franska är det. Jag använder därför engelska konventionscitater. *Anklagelse för brott* motsvaras av det engelska begreppet *criminal charges*. EKMR:s

mycket omfattande rättspraxis tolkat vilka nationella förfaranden som enligt konventionsautonom tolkning, som betonar substans framom form, bör anses utgöra en anklagelse för brott vid tolkningen av EKMR.⁶¹

Europadomstolen har i sin rättspraxis under artikel 6 omfattat ett betraktelsesätt enligt vilket frågan om ett nationellt förfarande är en anklagelse för brott avgörs i stöd av tre kriterier – Engelkriterierna.⁶² För det första har den *nationella klassifikationen* av normen som prövas i förfarandet bedömts. För det andra har den i förfarandet prövade *normens karaktär* bedömts. För det tredje har *syftet med i förfarandet aktualiserad sanktion* bedömts. De tre kriterierna är alternativa och därmed är vart och ett av dem (skilt för sig) en tillräcklig förutsättning för att extensiva förfarandegarantier ska tillämpas på det nationella förfarandet.⁶³

1.2.1 Den nationella klassifikationen

Det första Engelkriteriet tar fasta på hur förfarandet definieras i nationell rätt (*the classification under national law*). Huvudregeln i klassifikationen av förfarandet i nationell rätt är klar: Det faktum att ett förfarande klassificerats som straffrättsligt i nationell rätt medför redan i sig ett sådant ingrepp i individens integritet att de extensiva förfarandegarantierna enligt EKMR tillämpas på förfarandet.⁶⁴ Lika klart är att det första Engelkriteriet är ett asymmetriskt kriterium. Det är följaktligen fullt möjligt att förfaranden som i nationell rätt klassificerats som icke-straffrättsliga förfaranden i konventionshänseende ändå kan anses vara sådana att de extensiva förfarandegarantierna ska tillämpas.⁶⁵

För att besvara frågan om ett förvaltningsrättsligt förfarande, där de administrativa sanktionerna för brott mot insiderhandelsförbudet utdöms bör anses utgöra en

engelska originaltext lyder: ”In determination of his civil rights and obligations or of any criminal charge against him, everyone is entitled to...”.

⁶¹ Se om den konventionsautonoma tolkningen i rättspraxis bl. a. fallen *Campbell och Fell mot Förenade kungariket* p. 68, *Öztürk mot Tyskland* p. 48–50 och *Deweere mot Belgien*, p. 42.

⁶² Tredelningen härstammar från fallet *Engel m.fl. mot Nederländerna*, p. 82 och 83. Se *Trechsel* 2005 s. 16, se *Johansen* 2005 s. 320–322. Samma tredelning i strukturen har i värdepappersmarknadsrättslig litteratur följts också av *Eadie* 2001 s. 75, *Lau Hansen* 2002 s. 277–279, *Häyrynen* 2006 s. 373–382, *Kurenmaa* 2006 s. 167–168. Se *Lomnicka* 2001 s. 301. Se även *Knuts* 2006 s. 822–841.

⁶³ Det bör dock särskilt påpekas att Europadomstolen under senare år ibland avvikit från sitt synsätt på kriterierna som varandras alternativ. I dessa fall har Europadomstolen granskat kriterierna kumulativt och gjort en helhetsbedömning på basis av granskningen. Denna kumulativa metod har domstolen utnyttjat i fall där det på basis av den alternativa metoden varit svårt att nå ett avgörande. Se t.ex. *Kadubec mot Slovakien* p. 51: ”This alternative approach does not exclude that a cumulative approach may be adopted where the separate analysis of each criterion does not make it possible to reach a clear conclusion as to the existence of a ‘criminal charge’”. Se vidare *Bendenoun mot Frankrike* p. 47 och *Garyfallou AEBE mot Grekland* p. 33. För övriga fall med kumulativ metod se bl.a. *Air Canada mot Förenade kungariket* p. 52 och *Deweere mot Belgien* p. 46. Se även *Pellonpää* 2005 s. 386. Se vidare *Johansen* 2005 s. 314–320.

⁶⁴ Se *Engel m.fl. mot Nederländerna* p. 80. Se vidare t.ex. *van Dijk m.fl.* 2006 s. 543–554, *Johansen* 2005 s. 320 och *Trechsel* 2005 s. 18.

⁶⁵ Europadomstolen använder ett ordval enligt vilket den nationella klassificeringen anses ha endast ett relativt värde, se *Kadubec mot Slovakien* p. 51: ”The indications furnished in domestic law of the respondent state have only a relative value.” Se vidare *Cambell och Fell mot Förenade kungariket* p. 70. Se *Trechsel* 2005 s. 15. Se även *Pellonpää* 2005 s. 211.

anklagelse för brott i konventionshänseende, är det således skäl att granska de två kvarvarande Engelkriterierna närmare.

1.2.2 Normens karaktär

Det andra Engelkriteriet tar fasta på en analys av den i förfarandet prövade normens karaktär (*the nature of the offence*).⁶⁶ Objekt för Europadomstolens analys i detta led är således inte gärningen som eventuellt brutit mot normen, utan den norm, som gärningen eventuellt brutit mot.⁶⁷

Europadomstolens har i rättspraxis tagit fasta på en uppsjö av olika karakteristika vid bedömningen av det andra Engelkriteriet. Bl.a. har man fäst uppmärksamhet vid om normen uttryckts med hjälp av straffrättslig terminologi,⁶⁸ om normen har ett obegränsat nedslagsfält⁶⁹ och om normen har ett uttalat skuldkrav.⁷⁰ Därtill har även domstolen tidvis analyserat den aktualiserade (nationellt sett icke-straffrättsliga) normens koppling till straffrätt. Som referenspunkt vid bedömningen av kopplingen har man både använt den nationella straffrätten och en allmän europeisk straffrätt, d.v.s. en gemensam minimistandard för de länder som ratificerat konventionen.⁷¹

Europadomstolens rättspraxis under artikel 6 är numera exceptionellt omfattande.⁷² Detta försvårar avsevärt en uttömmande systematisering av alla straffrättskarakteristika som kan påverka bedömningen av det andra Engelkriteriet. Rättspraxis är till denna del även förhållandevis fragmenterad,⁷³ inte minst till följd av

⁶⁶ Se *Engel m.fl. mot Nederländerna* p. 82: "The very nature of the offence is a factor of greater import." Det råder en viss inkoherens gällande begreppen i rättspraxis om det andra Engelkriteriet. Se t.ex. *Johansen* 2005 s. 322 som påpekar att detta andra Engelkriterium av domstolen ibland kännetecknas av formuleringen "the nature of the measure" i t.ex. *Malige mot Frankrike* p. 39 och *Blokker mot Nederländerna*, ibland av "the nature of the conduct" i t.ex. *Janosevic mot Sverige* p. 68, ibland av "the nature of the proceedings" i t.ex. *Phillips mot Förenade kungariket* p. 33, ibland av "the character of the proceedings" i *Benham mot Förenade kungariket* p. 56 samt även av "the charge" i *Brown mot Förenade kungariket*. Trots inkoherensen förefaller det andra Engelkriteriet ta fasta på vilka straffrättsliga karakteristika den prövade normen uppvisar. Se *van Dijk m.fl.* 2006 s. 543–545, se *Trechsel* 2005 s. 20, se *Grabenwarter* 1997 s. 91.

⁶⁷ Detta kan tyckas vara en distinktion som inte medför särdeles mycket mera än lite extra juristeri, men *de facto* förefaller även distinktionen uttrycka en för konventionen typisk skiljelinje mellan å ena sidan nationella angelägenheter och å andra sidan konventionsangelägenheter. I denna konstellation är frågeställningen som gäller gärningen en nationell angelägenhet och den hanteras av nationella domstolar som upptar bevisning och fastställer den rättsliga identifikationen av gärningen i fallet. Den nationella domstolen tillämpar sedan en norm på gärningen. Normen är en del av det nationella rättssystemet och har i sin tur en relation till konventionen. Om normen uppvisar straffrättsliga karakteristika tillämpas artikel 6 på det nationella förfarande som tillämpar den norm, som gärningen brutit mot.

⁶⁸ Se *Johansen* 2005 s. 323–324.

⁶⁹ Se *Johansen* 2005 s. 327–332.

⁷⁰ Se *Johansen* 2005 s. 325–327.

⁷¹ Se *Trechsel* 2005 s. 15 som betonar hela den konventionsautonoma tolkningen av artikel 6 som ett medel för Europadomstolen att etablera en gemensam europeisk plattform för nivån av människorättskyddet. Se även *Johansen* 2005 s. 333–336 för en jämförelse mellan en nationell referenspunkt och en gemensam europeisk referenspunkt vid bedömningen av straffrättskarakteristika.

⁷² Se t.ex. *Greer* 2006 s. 75.

⁷³ Se *Trechsel* 2005 s. 29 som uttrycker detta med att konstatera: "The discussion of the case-law on the characteristics of a 'criminal' charge has shown that the case-law itself does not excel in clarity and simplicity."

heterogen nationell lagstiftning som prövats i Europadomstolen. Därför kan här endast presenteras några centrala faktorer som Europadomstolen valt att uppmärksamma inom ramen för analysen av straffrättskaraktistika under det andra Engelkriteriet. De valda faktorerna, normens nedslagsfält, normen och skulden samt normens koppling till straffrätt tillämpas senare.

1.2.2.1 Normens nedslagsfält

I ett flertal fall har Europadomstolen analyserat normens karaktär genom att granska dess nedslagsfält. Denna granskning tar fasta på kretsen av personer som potentiellt kan begå den normöverträdelse som aktualiserar förfarandet. Tumregeln i detta avseende lyder: Ju större nedslagsfältet är, d.v.s. ju vidare kretsen av potentiella normöverträdare är, desto mera motiverade är extensiva förfarandegarantier. Detta distinktionskriterium innebär ett uttryck för tanken att förbud som gäller en stor, rentav obegränsad krets av potentiella normöverträdare på grund av sin allmänna natur påkallar extensiva förfarandegarantier. Om däremot normens nedslagsfält begränsats torde avkall på extensiva förfarandegarantier kunna accepteras.

Detta kriterium anses ofta inta vågmästarrollen vid distinktionen mellan disciplinära, icke-straffrättsliga förfaranden och straffrättsliga förfaranden.⁷⁴ Så är fallet t.ex. vid sanktionsnormer som endast aktualiseras vid yrkesgruppers representanters överträdelser av yrkesgruppens betedenormer. Föremål för bedömning har t.ex. varit disciplinära förfaranden mot soldater,⁷⁵ disciplinära förfaranden mot präster,⁷⁶ disciplinära förfaranden mot läkare,⁷⁷ och disciplinära förfaranden i anslutning till rättegångar.⁷⁸

Således har Europadomstolen – utan att kräva att de extensiva förfarandegarantierna tillämpas – t.ex. godkänt användandet av disciplinära straff för upprätthållandet av ordningen inom militära styrkor.⁷⁹ Vidare har Europadomstolen ansett att ett rättegångsbiträde kan tillrättavisas för sitt beteende genom att påföra biträdet vissa avgifter utan extensiva förfarandegarantier.⁸⁰ I andra fall har Europadomstolen däremot ansett extensiva förfarandegarantier tillämpliga eftersom normerna i fråga i praktiken inte begränsats till en viss grupp av potentiella normöverträdare.⁸¹

Sammanfattningsvis kan konstateras att det faktum att en norm har ett begränsat nedslagsfält och därmed inte anses riktad mot en obegränsad krets av potentiella gärningsmän kan göra att den i konventionshänseende behandlas som en icke-

⁷⁴ En liknande slutsats gör *van Dijk m.fl.* 2006 s. 543–545. Se även *Johansen* 2005 s. 331–332. Se *Trechsel* 2005 s. 29–30 som förespråkar att alla sanktionsförfaranden presumtvt bör anses falla under artikel 6, medan undantag kunde upprätthållas för disciplinära förfaranden som gäller vissa grupper av subjekt, som t.ex. på grund av sin samhällliga ställning i sin verksamhet bör upprätthålla en högre etisk standard än den som generellt råder i samhället.

⁷⁵ Se *Engel m.fl. mot Nederländerna* och *Brown mot Förenade kungariket*. För en mera ingående kommentar av fallet se *Kiiski* 2006 s. 178–181.

⁷⁶ Fall 21283/93 (*Förenade kungariket*), se även *Pellonpää* 2005 s. 387.

⁷⁷ Se *Diennet mot Frankrike*.

⁷⁸ Se *Kyprianou mot Cypern*.

⁷⁹ Se *Engel m.fl. mot Nederländerna*.

⁸⁰ Se *Ravnsborg mot Sverige*. Jfr dock *Kyprianou mot Cypern*.

⁸¹ Se *Öztürk mot Tyskland*, *Weber mot Schweiz* och *Demicoli mot Malta*. För sammanfattande slutsatser i litteraturen se t.ex. *van Dijk m.fl.* 2006 s. 544–554, *Danelius* 2007 s. 151–157, *Harris m.fl.* 1995 s. 167–171 och *Trechsel* 2005 s. 28–29.

straffrättslig norm. Förfaranden där överträdelsen av denna norm prövas anses då inte utgöra en anklagelse för brott. Någon automatik existerar dock inte på denna punkt.⁸²

1.2.2.2 Normen och skulden

Ofta anses att normer som omfattar ett skuldkrav gör att förfaranden där en sådan norm behandlas bör omfatta extensiva förfarandegarantier.⁸³ Skuldkravet anses vara ett uttryck för att den *sanktion som utdöms korrelerar med skulden*. Normöverträdelsen leder då till en avskräckande eller bestraffande sanktion.⁸⁴ Denna koppling anser Europadomstolen vara karakteristisk för straff.⁸⁵ Därför föranleder sanktioner av detta slag att extensiva förfarandegarantier tillämpas.

1.2.2.3 Normens koppling till straffrätt

Europadomstolen har i rättspraxis stundom ägnat uppmärksamhet åt normens övriga straffrättskopplingar. Denna underkategori kan delvis ses som ett generalklausulsaktigt äss att dra ur ärmen, då någon form av ospecificerad *spillover*-effekt från den nationella straffrätten besmittar ett, nationellt sett, icke-straffrättsligt förfarande. Detta utgångsläge omintetgör i det närmaste möjligheterna att uppställa en systematik för detta underkriterium.⁸⁶ Däremot kan nog exempel anges där just denna straffrättskoppling verkar ha resulterat i att fallet ansetts sortera under artikel 6. Nyligen genomförd nationell avkriminalisering har därför lett till att –

⁸² Se *Asp* 1998 s. 325 som mycket riktigt kritiserar detta gränsdragningskriterium ur en mera materiell straffrättslig synvinkel eftersom många brott kan begås av enbart personer i en viss position, trots att förbudsnormen *potentially effects the whole population*. *Asps* slutsats är därför att kriteriet inte ska tillämpas som ett antingen-eller-kriterium utan snarare som ett mera-eller-mindre-kriterium: ju mera begränsad kretsen av potentiella normöverträdare är desto större är möjligheten att förbudsnormen är av icke-straffrättslig karaktär.

⁸³ Se t.ex. *Özturk mot Tyskland* p. 53, *Lauko mot Slovakien* p. 58, *Malige mot Frankrike* p. 35. Se också *Ziliberg mot Moldavien* p. 33, där Europadomstolen konstaterade: ”*The Court reiterates that a punitive character is the customary distinguishing feature of criminal penalties.*”

⁸⁴ Se *Asp* 1998 s. 328, *Cameron* 2002 s. 85, *van Dijk m.fl.* 2006 s. 548–554 och *Kiiski* 2006 s. 177. Det förefaller vara något av en smaksak att antingen välja att betona skuldkravet vid analysen av normen där skuldkravet ingår (det andra Engelkriteriet), eller att välja att betona ett avskräckande och bestraffande straff vid analysen av sanktionen (det tredje Engelkriteriet). Till syvende och sist handlar det om olika led av samma tankeoperation som uttrycker den proportionalitet mellan gärning och följd som anses vara karakteristisk för straffrätt. Här företräds den systematiseringsmodell som tar fasta på skuldkravet som en del av normen, eftersom en sådan systematisering ligger närmare den vedertagna synen på brottsbegreppet i straffrätt – där endast existerande (och uppfyllt) skuldkrav berättigar till utsvävningar kring sanktioner (och deras karaktär). Se även *van Dijk m.fl.* 2006 s. 543–554 som bryter ut *the purpose of the penalty* ur *the nature of the offence*, men ändå betraktar sanktionens syfte under det andra Engelkriteriet, inte under det tredje Engelkriteriet som definieras som *the nature and the severity of the penalty*.

⁸⁵ *Bendenoun mot Frankrike* p. 47: ”*Secondly, the tax surcharges are intended not as pecuniary compensation for damages but essentially as a punishment to deter reoffending.*” Samma slutsats gjordes beträffande det svenska skattetillägget i fallen *Janosevic mot Sverige* och *Västberga Taxi Aktiebolag och Vulic mot Sverige* p. 68: ”*the present tax surcharges are not intended as pecuniary compensation for any costs that may have been incurred as a result of the taxpayer’s conduct. Rather the main purpose of the relevant provisions on surcharges is to exert pressure on taxpayers to comply with their legal obligation and to punish breaches of those obligations. The penalties are thus both deterrent and punitive. The latter is the customary distinguishing feature of a criminal penalty.*” Se även *Pellonpää* 2005 s. 390.

⁸⁶ Se dock *Johansen* 2005 s. 334–342 som gör ett försök till systematisering. *Johansen* kan på denna punkt kritiseras för att göra systematiken så finförgrenad att den slutligen närmast innehåller ett kasuistiskt fall per systematisk kategori. Generaliseringseffekten uteblir.

avkriminaliseringen till trots – den avkriminaliserade normen ansetts vara av straffrättslig karaktär.⁸⁷ En motsvarande smitta kan en icke-straffrättslig norm även få av andra konventionsstaters val att kriminalisera ett särskilt förfarande.⁸⁸ På denna punkt betonas således konventionens roll som garant för en sameuropeisk minimistandard av rättsskydd.⁸⁹ En liknande smitta kan uppstå om den icke-straffrättsliga normen har en motsvarighet i straffrätten, så att det existerar ett slags dubbelnorm.⁹⁰

1.2.3 Sanktionens natur och magnitud

Det tredje Engelkriteriet – *the (nature and)*⁹¹ *degree of severity of the penalty*⁹² tar strikt tolkat fasta på en analys av den rättsföljd som uppkommer till följd av en normöverträdelse. En sanktions natur är det kvalitativa uttrycket för det ingrepp i individens integritet sanktionen utgör. Den kvalitativa bedömningen gäller på vilket sätt sanktionen påverkar individen. Här har rättspraxis gjort en klar första indelning mellan sanktioner som är frihetsberövande och sanktioner utan frihetsberövande verkan.

För sanktioner som är frihetsberövande är praxis tämligen entydig. Förfaranden som leder till frihetsberövande sanktioner bör ses som en anklagelse för brott.⁹³ Det omvända gäller inte: Icke-frihetsberövande sanktioner utesluts inte ur gruppen av sanktioner som är resultatet av förfaranden som klassificeras som en anklagelse för brott.⁹⁴ Avgörande för klassifikationen har heller inte varit det faktum att en utdömd sanktionsavgift inte ens kunnat förvandlas till ett frihetsberövande straff.⁹⁵

En sanktions magnitud är det kvantitativa uttrycket för det ingrepp i individens integritet som sanktionen utgör. Den kvantitativa bedömningen gäller hur mycket sanktionen påverkar individen. Här har Europadomstolen beaktat både den faktiska strängheten av en sanktion och den hypotetiska strängheten, d.v.s. den strängaste tänkbara sanktion som kunde utdömas.⁹⁶ Vid bedömningar av den faktiska strängheten i sanktionsavgifter har Europadomstolen ibland ansett att även

⁸⁷ Se *Öztürk mot Tyskland*.

⁸⁸ Se t.ex. *Weber mot Schweiz* och *Maaouia mot Frankrike*.

⁸⁹ Se *Kyrianou mot Cypern* p. 37 där den ifrågakvarande normen konstaterades vara straffrättslig i övriga konventionsstater, Cypern undantaget.

⁹⁰ Se *Campbell och Fell mot Förenade kungariket*. Se vidare *Johansen* 2005 s. 340–342.

⁹¹ Se *Engel m.fl. mot Nederländerna* p. 82. I Engelfallet hänvisade Europadomstolen uttryckligen endast till *the degree and severity of the penalty*. Sedermera har dock Europadomstolen förhållandevis konsekvent gått in för en mera omfattande formulering uttryckt genom *the nature and degree of severity of the penalty*.

⁹² Se t.ex. *Öztürk mot Tyskland* p. 50 och *Lutz mot Tyskland* p. 54. Se vidare *Johansen* 2005 s. 350 och *Trechsel* 2005 s. 22.

⁹³ Se *Danelius* 2007 s. 151–152, *van Dijk m.fl.* 2006 s. 548–554, *Pellonpää* 2005 s. 386. Tilläggas bör att regeln inte är undantagslös. Kortvarigt frihetsberövande kan ibland exkluderas från tillämpningsområdet.

⁹⁴ Det finns många fall där sanktionsavgifter ansetts utgöra en anklagelse för brott. Se t.ex. *Bendenoun mot Frankrike* och *Janosevic mot Sverige*. Se även *Siitari-Vanne* 2005 s. 507–525 om just skattetillägget.

⁹⁵ Se t.ex. *Janosevic mot Sverige* p. 69 och *Ziliberberg mot Moldavien*, där domstolen konstaterar att: ”However, even if the fine could not have been converted into imprisonment in his case, that would not have been decisive for the classification of an offence as ‘criminal’ under Article 6”.

⁹⁶ Se t.ex. *Trechsel* 2005 s. 22–27.

förhållandevis små avgifter resulterar i den klassifikation som påkallar extensiva förfarandegarantier. Man har då betonat att även relativt lindriga sanktioner (det tredje Engelkriteriet) inte frångår normen dess straffkaraktäristika (det andra Engelkriteriet).⁹⁷

1.3 *Analys av EKMR och administrativa sanktioner för insiderhandel*

Det anses i rättslitteraturen att det i sista hand är rättsföljdens, d.v.s. sanktionens, klandrande karaktär som är det utslagsgivande elementet vid klassifikationer av förfaranden som en anklagelse för brott.⁹⁸ Det som å sin sida gör att en sanktion har en klandrande karaktär är upprätthållandet av ett krav på skuld som en förutsättning för sanktionen. För att en sanktion ska kunna anses ha en klandrande karaktär fordras alltså att sanktionen utdelas för att förmedla budskapet om att någon hålls ansvarig för det som skett.⁹⁹ Den är då avskräckande och bestraffande. Samtidigt bör också beaktas hur strängt det materiella ingrepp sanktionen utgör är.¹⁰⁰ På samma grund, men delvis genom annorlunda systematisering, fastslås ofta att det är det andra Engelkriteriet som är det väsentliga vid helhetsbedömningen.¹⁰¹

Ovan presenterad analys förefaller understödjas av nyare rättspraxis i synnerhet i fråga om skattetilläggen i olika konventionsstater.¹⁰² Detta kan ses som ett uttryck för att proportionalitetsmekanismen mellan brott och straff ytterst definierar strafföreskrifter i konventionshänseende.¹⁰³ Vidare förefaller det som om domstolen utgår ifrån att standarden för bedömningen av behovet av förfarandegarantier sätts enligt individen i fråga (eller åtminstone individens gelikar). I den stora och heterogena sanktionsflora som förekommer i Europa blir således graderingen av karaktären i sanktionen proportionell mot hur allvarligt sanktionen slår mot den sanktionerade (eller åtminstone den sanktionerade individtypen).¹⁰⁴ I

⁹⁷ *Ziliberg mot Moldavien* p. 34: ”The Court reiterates that the lack of seriousness of the penalty at stake cannot deprive an offence of its inherently criminal character.” Därefter fastslog domstolen att denna regel dock inte skulle tillämpas på fallet, eftersom klaganden hotades av en straffavgift som uppgick till en summa som motsvarade 60 % av klagandens månadslön medan abstrakt straffmaximum låg på nästan det tredubbla. Prövade sanktion saknade inte tyngd. *Ziliberg* dömdes alltså inte till ett lindrigt straff. Det säger sig självt att storleken av nominella beloppet inte i sig kan vara avgörande, men bevisligen har Europadomstolen (*Ziliberg mot Moldavien*) konstaterat att ett faktiskt belopp som motsvarade € 3,17 var tillräckligt för att konstituera en *anklagelse för brott*. Se *Pellonpää* 2005 s. 391 (speciellt not 485) för en observation om att rättsläget i någon mån är öppet beträffande hur små sanktionsavgifter som kan anses utgöra en anklagelse för brott.

⁹⁸ Se *Asp* 1998 s. 363–397.

⁹⁹ Se *Asp* 1998 s. 380.

¹⁰⁰ Se *Asp* 1998 s. 381.

¹⁰¹ I det andra Engelkriteriet ingår i *Trechsel* systematik ett krav på skuld. Se *Trechsel* 2005 s. 29–30. Se även *Johansen* 2005 s. 325–327.

¹⁰² Se t.ex. *Ziliberg mot Moldavien*. Se även *Jussila mot Finland*.

¹⁰³ Jag ser heller inte *Asps* slutsats ifrågasatt för att flera fall rörande skattetillägg klassificerats som en anklagelse för brott, trots att skattetilläggen saknat det klandrande element som skuldkravet, d.v.s. kravet på uppsåt eller vållande, traditionellt uttryckt. T.ex. i *Janosevic mot Sverige* p. 68 konstaterar Europadomstolen: ”However, the lack of subjective elements does not necessarily deprive an offence of its criminal character; indeed, criminal offences based solely on objective elements may be found in the laws of the Contracting States.” Se också *Salabiaku mot Frankrike* p. 27. Också här är det avgörande kriteriet således asymmetriskt.

¹⁰⁴ Se *Trechsel* 2005 s. 28 som för fram att sanktionerna analyseras enligt om de ”...have such importance for the person concerned that they call for qualified judicial protection”. Se som ett

värdepappersmarknadskontext understöds ovan redovisade syn av *Lau Hansen*¹⁰⁵ och *Knuts*.¹⁰⁶

1.3.1 Kommer EKMR artikel 6 att tillämpas på de administrativa sanktionerna?

Det förefaller tydligt att de kommande administrativa sanktionerna som föreskrivs i den nya marknadsmissbruksförordningen kommer att vara sådana att EKMR tillämpas på dessa sanktioner. Trots att det ännu är oklart exakt hur de administrativa sanktionerna ska komma att utformas, kan några slutsatser göras redan nu.

Enligt marknadsmissbruksförordningen, artikel 24, är det entydiga syftet med de administrativa sanktionerna att vara effektiva, proportionerliga och avskräckande.

Artikel 24

Administrativa åtgärder och påföljder

1. Medlemsstaterna ska fastställa regler om administrativa åtgärder och påföljder för de omständigheter som definieras i artikel 25 för de personer som bryter mot bestämmelserna i denna förordning och ska vidta alla nödvändiga åtgärder för att se till att de tillämpas. De åtgärder och påföljder som föreskrivs ska vara *effektiva, proportionella och avskräckande*.

Således motsvarar kraven på de nya administrativa sanktionerna den typiska formel som myntats i samband med den s.k. grekiska majssaken, som förutsätter att sanktionerna ska omfatta just de karakteristika, som enligt EKMR leder till att artikel 6 ska tillämpas i det förfarande där sanktionerna utdelas. Till denna del motsvarar således skrivningen definitionen av de administrativa sanktionerna i marknadsmissbruksdirektivet artikel 14, där redan stadgats:

”1. Utan att det påverkar deras [medlemsstaternas] rätt att föreskriva straffrättsliga påföljder ska medlemsstaterna, i enlighet med sin nationella lagstiftning, säkerställa att lämpliga administrativa åtgärder kan vidtas eller lämpliga administrativa påföljder kan beslutas beträffande de personer som är ansvariga för att de bestämmelser som antagits enligt detta direktiv inte har följts. Medlemsstaterna ska säkerställa att sådana åtgärder är *effektiva, proportionerliga och avskräckande*.” (Min kursivering)

Detta upplägg leder således till ett rättsläge där Sverige vid införandet av de nya administrativa sanktionerna tvingas navigera mellan Skylla (EU-domstolen) och Karybdis (Europadomstolen). Antingen följer man marknadsmissbruksförordningen och inför administrativa sanktioner som är effektiva, proportionerliga och avskräckande, i vilket fall det synes icke trovärdigt att i en process om Engelkriterierna inför Europadomstolen anföra att sanktionerna inte är effektiva, proportionerliga och avskräckande. Eller så följer man inte marknadsmissbruksförordningen och inför inte sanktioner som är effektiva, proportionerliga och avskräckande, i vilket fall man inför Europadomstolen

ytterlighetsexempel *Ziliberg mot Moldavien*, där sanktionsavgiften 3,17 euro ansågs vara allvarlig, eftersom den utgjorde en ansevärd del av *Zilibergs* månadslön.

¹⁰⁵ Se *Lau Hansen* 2002 s. 265–296.

¹⁰⁶ Se *Knuts* 2010 s. 120.

åtminstone kunde försöka argumentera för att Engelkriterierna inte uppfyllts. Men följer man inte marknadsmissbruksförordningen är det uppenbart att EU-domstolen vid en klandertalan mot Sverige skulle komma att reagera på missimplementeringen, varför denna taktik sannolikt inte är hållbar i längden.

1.3.2 Konsekvenser för de administrativa sanktionerna av att EKMR tillämpas

Utvärderingen beträffande sanktionssystem kan hittills sammanfattas ha etablerat att Sverige, som står inför uppgiften att tillgodose att administrativa sanktioner skapas för att beivra bland annat insiderhandel inte kommer att kunna införa administrativa sanktioner som uppfyller de gemenskapsrättsliga krav som ställs på sanktionerna, utan att samtidigt sanktionerna kommer att underkastas de rättsliga konsekvenser som följer av att EKMR tillämpas. Den avgörande följdfrågan lyder därför vilka dessa rättsliga konsekvenser av att EKMR kommer att bli.

Eftersom de rättsliga konsekvenserna av EKMR-tillämplighet får anses vara rätt omfattande kan här utvalda konsekvenser endast behandlas ytligt. Ansatsen är ändå att granska de utvalda konsekvenserna för att preliminärt utvärdera i vilken grad det är möjligt att skapa nya administrativa sanktioner som beaktar EKMR:s konsekvenser, men ändå, jämfört med rådande straffrättsliga sanktioner, effektiverar möjligheterna att sanktionera brott mot insiderhandelsförbudet. Granskningen av konsekvenserna av EKMR-tillämplighet har i det följande uppdelats i rättsskyddsgarantier som påverkar dels *strukturella aspekter* av sanktioneringen, dels *processuella aspekter* av sanktioneringen, dels *materiella aspekter* av sanktioneringen.

1.3.2.1 Strukturella aspekter av EKMR-tillämplighet

De strukturella rättsskyddsgarantier som följer av *rätten till rättvis rättegång* enligt EKMR är sådana garantier som *på ett strukturellt plan* begränsar utrymmet för hur den administrativa sanktionsprocessen kan utformas i Sverige. På detta strukturella plan ska här speciellt granskas rätten att få tillträde till en oberoende domstol.¹⁰⁷ Dessutom leder rätten till en särfråga om förbudet mot dubbelbestraffning, vars aktualitet följer av den dubbla sanktionsstruktur som uppstår vid införandet av administrativa sanktioner i tillägg till de redan existerade straffrättsliga sanktionerna (*ne bis in idem*).¹⁰⁸

1.3.2.1.1 Tillträde till domstol

Vid införandet av administrativa sanktioner för insiderhandel kan kravet på tillträde till domstol komma att begränsa den *institutionella flexibilitet* som lagstiftaren kunde komma att försöka uppnå, genom att tilldela en förvaltningsrättslig myndighet den

¹⁰⁷ Kravet motsvaras i stort sett av kriteriet *access to court*. Se *Golder-fallet*. Till kravet hör också tilläggskrav om att domstolen (och även på ett konkret plan dess ledamöter) ska vara oavhängiga och att domstolen ska ha upprättats enligt lag.

¹⁰⁸ Om dubbelbestraffningsförbudet stadgas i artikel 4 i Europakonventionens sjunde tilläggsprotokoll och förbudet finns för övrigt även inskrivet i artikel 14.7 i FN-konventionen om medborgerliga och politiska rättigheter.

primära rollen att i ett förvaltningsförfarande utdela de administrativa sanktionerna.¹⁰⁹ Inom förvaltningsrätten görs en distinktion mellan förvaltningsförfaranden och förvaltningsprocesser. Med förvaltningsförfarande avses det förfarande genom vilket förvaltningsmyndigheten fattar ett förvaltningsbeslut. Med förvaltningsprocess avses en domstolsprocess i ett förvaltningsrättsligt ärende inför en förvaltningsrättslig domstol.

Det anses enligt konventionen att huvudregeln ifråga om straff (definierade enligt EKMR) är att det förfarande genom vilket den nationellt sett administrativa sanktionen utdelas redan i första instans bör uppfylla kraven på rättvis rättegång i EKMR artikel 6(1).¹¹⁰ Denna huvudregel talar emot en struktur där förvaltningsförfarandet utnyttjas för utdelandet av sanktioner. Däremot är huvudregeln inte absolut och Europadomstolens praxis innehåller flera undantag, som gör att förvaltningsprocessen inte nödvändigtvis måste vara den primära sanktionsutdelande processvägen.¹¹¹ Gemensamt för de strukturella upplägg, där ett straff, som nationellt klassificerats som administrativt, trots allt kunnat utdelas i ett förvaltningsförfarande, är att sanktionen varit både vanlig och lindrig.¹¹² Till exempel sanktioner som utdelas till följd av trafikförseelser har således kunnat omhändersas av en myndighet redan i första instans.

Konkret innebär detta att det är skäl att noggrant överväga huruvida det skulle vara konventionsenligt att tillåta Finansinspektionen utdela administrativa sanktioner för brott mot insiderhandelsförbudet. Preliminärt förefaller det redan med hänvisning till den förhållandevis infrekventa förekomsten av insiderbrott och den förhållandevis stora latituden i de tänkbara administrativa sanktionerna, att det ur konventionssynvinkel vore ändamålsenligare att *inte* allokera mandatet för fastställande av de administrativa sanktionerna till Finansinspektionen.

Ytterligare strukturella argument talar för ovan gjorda preliminära slutsats. Finansinspektionen utfärdar tillstånd, utformar regler och utövar tillsyn över finansmarknaden.¹¹³ Detta gör att det med hänvisning till kravet på oavhängiga domstolar är ytterligare motiverat att *inte* allokera mandatet för fastställande av de administrativa sanktionerna till Finansinspektionen.

I ett komparativt perspektiv kan vidare konstateras att de länder där administrativa sanktioner nu redan införts (Finland och England) strukturerat fastställelsen av sanktionerna för insiderhandel så att denna handhas av domstolar som är oberoende i förhållande till den övervakande myndigheten.¹¹⁴

¹⁰⁹ Som en kuriositet kan noteras att Sverige historiskt sett har haft utmaningar i att åtgärda vissa "flagranta systemfel" (se *Danelius* 2007 s. 47) som Europadomstolen påpekade i fallet *Sporrong och Lönnroth mot Sverige* redan år 1982.

¹¹⁰ Se *Pellonpää* 2007 s. 436.

¹¹¹ Se *Öztürk*-fallet p. 56. Se *Maligne mot Frankrike*. Se *Palaoro mot Österrike*.

¹¹² Se *Pellonpää* 2007 s. 436.

¹¹³ Se om strukturella problem som följer av finansinspektioners mångfasetterade roller vid den lagförande processen *Knuts* 2007 s. 142.

¹¹⁴ I Finland fastställs påföljdsavgiften av marknadsdomstolen på framställan av den finländska finansinspektionen. I England genomförs ett förhandlingsförfarande enligt Financial Services and Markets Act 2000, section 123, vilket i fall att en sanktion mot personen ifråga föreslås, ger personen rätt att refera ärendet till domstol för behandling av det förslag FSA tillställt honom.

Ovan redogjorda argument förefaller entydigt tala för att den institutionella flexibiliteten i ljuset av kravet på tillträde till domstol bör tolkas förutsätta att effektiva, proportionerliga och avskräckande administrativa sanktioner bör handläggas i domstol inom ramen för en förvaltningsprocess redan vid första behandlingen. Därutöver följer av kravet på tillträde till domstol att det är nödvändigt att effektiva besvärsmiddel existerar. I praktiken måste således åtminstone en besvärinstans, där besvär kan anläggas utan att en besvärsrättsprövning utförs, inrättas.

1.3.2.1.2 Särskilt om möjligheten att inrätta en specialdomstol för insiderärenden

Av ett särintresse i den strukturella diskussionen som kan förknippas med lagförandet av insiderhandel är frågan om huruvida det vore skäl att operera med en specialdomstol för att förmå allokera tillräckliga resurser till den domstol som skall handha insiderärenden. Frågeställningen har två dimensioner, dels en konstitutionell dimension som även EKMR påverkar, dels en funktionell dimension som gäller frågan om en specialdomstol alls skulle medföra något nyttigt.

EKMR ställer inga hinder för att inrätta en specialdomstol för marknadsmissbruksärenden i Sverige. Enligt EKMR artikel 6 omfattar rätten till rättvis rättegång att parter har rätt att få sin sak handlagd av en oavhängig och opartisk domstol som upprättats enligt lag. Kravet anses generellt tolkas på samma sätt för både civilrättsliga och straffrättsliga domstolar.¹¹⁵ Enligt Europadomstolen är det uppenbart att ordet domstol skall tolkas materiellt, och att det inte uppställer ett exklusivt formellt krav på det dömande organet.

Att kravet på en oavhängig och opartisk domstol således uppfylls av t.ex. en dömande tribunal är uppenbart redan med hänvisning till EKMR:s engelska och franska ordalydelse samt rättsfallet *Coëme mot Beligen*.¹¹⁶ Således är det helt klart att lagliga tribunaler som inrättats för att handa vissa ärendetyper inte stöter sig med konventionen. I svensk rätt har detta bekräftats gällande brottsskadenämnden i fallet *Gustafson mot Sverige* redan 1997. I insiderkontext kan vidare noteras att de administrativa sanktionerna för insiderhandel i England numera sedan 2010 handläggs vid *The Tax and Chancery Upper Tribunal*, då tidigare handläggning skett vid *Financial Services and Markets Tribunal* inrättad enligt sektion 132 i *Financial Services and Markets Act*. I Finland skulle administrativa insiderhandelsärenden, om sådana anhängiggjordes, handläggas i första instans vid marknadsdomstolen med besvärsväg till högsta förvaltningsdomstolen. Det är inte i denna utvärdering möjligt att närmare analysera Sveriges konstitutionella tradition eller judiciella struktur visavi specialdomstolar, men det kan konstateras att England av hävd haft en förhållandevis stor flora av specialdomstolar inom det tribunalväsende som upprätthålls.¹¹⁷

I en funktionell dimension måste framföras att det generellt är att föredra judiciella strukturer som möjliggör en allokering av specialkompetens till det dömande organ som har ansvaret för att lagföra olika företeelser. Emellertid måste fördelen av en

¹¹⁵ Se Pellonpää 2007 s. 386.

¹¹⁶ Se Coëme mot Belgien p. 98.

¹¹⁷ För en lista över nu aktiva tribunaler i England se <http://www.judiciary.gov.uk/about-the-judiciary/judges-magistrates-and-tribunal-judges/information-about-shadowing-a-judge/tribunals-offering-the-scheme>.

specialisering ständigt avvägas mot kostnaderna som specialiseringen medför. I ljuset av den statistiska delen av undersökningen ovan förefaller redan den ringa mängd fall som anhängiggörs i Sverige starkt ifrågasätta realismen i tanken att anrätta en specialdomstol för endast insiderhandelsärenden. Genom att expandera specialdomstolens mandat till även övriga aktiemarknadsbrott kunde förstås ärendemängden ökas, men fortsättningsvis förefaller det som om tanken om att inrätta en specialdomstol vore att ta till lite väl tungt artilleri för en företeelse som varken har en sådan specialkaraktär eller en sådan samhällsligt frekvens som gjorde det motiverat att förändra rådande judiciella strukturer.

Däremot är det lika klart att den specialiseringstankegång och de fördelar specialisering kan medföra är goda argument för att försöka förskjuta den judiciella strukturen i en riktning som ändå kan skapa en specialisering genom kompetensallokering. Därför är det helt klart att föredra att en viss specialisering inom domstolsväsendet sker så att ärendeallokeringen understöder utvecklandet av en spetskompetens inom finansmarknadsrelaterade ärenden. En motsvarande specialisering är förstås också att rekommendera både inom åklagarväsendet, förundersökningsväsendet och advokatskrået. Dock torde redan tillämpliga forumregler bidra till att en viss ärendekoncentration sker vid den domstol som handlägger brott som utförts i den domkrets där landets börs ligger.

Specialisering är ändå inget självändamål. Därför är det skäl att påpeka att det i stöd av de diskussioner som förts inom denna utvärdering och mot bakgrunden av den allmänna kunskap som inhämtats om insiderhandel i olika länder förefaller som om ett typiskt problemfält vid lagförandet av insiderärenden kan vara att själva brottsmiljön – aktiemarknaden – kan förefalla något främmande för sådana personer som inte har en naturlig eller frekvent koppling till denna miljö. En sådan distans till kontexten för insiderärenden kan leda till att värderingen av de förehavanden som utspelat sig i den miljö där de faktiska händelserna skett, kan komma att te sig annorlunda i den persons ögon som inte känner till kontexten, än vad som de facto varit fallet för personerna som var involverade i händelserna. Denna distans kan leda till avgöranden och analyser av i synnerhet företedd bevisning kan upplevas främmande för personerna som varit involverade i händelserna. Dyliga avgöranden – för det fall att sådana förekommer – kunde vara ägnade att underminera legitimiteten i de domslut som fastställts.

1.3.2.1.3 *Ne bis in idem*

Enligt dubbelbestraffningsförbudet (*ne bis in idem*¹¹⁸) får ingen ”lagföras eller straffas på nytt i en brottmålsrättegång i samma stat för ett brott för vilket han redan blivit slutligt frikänd eller dömd i enlighet med lagen och rättegångsordningen i denna stat.”¹¹⁹ I relation till insiderhandel kan ett dubbelbestraffningsproblem uppstå då dubbla nationella sanktionssystem upprätthålls så att två spår för sanktionering av brott mot insiderhandelsförbudet kan tillämpas. Då är det i teorin (om inte dubbelbestraffningsförbudet tillämpas) möjligt att två olika sanktioner (administrativ sanktion och straffsanktion) utdelas för samma gärning.

¹¹⁸ Dubbelbestraffningsförbudet definieras i artikel 4 i Europakonventionens sjunde tilläggsprotokoll.

¹¹⁹ Syftet med principen är att skydda den enskilda individen mot myndighetsmissbruk och att garantera rättssäkerhet i förhållande till nya processer. Se *Frände* 2009 s. 441. Som om *ne bis in idem* *Johanssen* 2009.

Europadomstolens rättspraxis gällande dubbelbestraffningsförbudet får sägas ha varit rätt evolutiv. En avgörande utveckling synes följa av *Zolotukhin*-fallet där Europadomstolen förordade en tolkning av *idem*-delen i förbudet så att faktiska omständigheter bör utgöra utgångspunkten, medan därur härledda normativa omständigheter (eller slutsatser) inte är avgörande för bedömningen av vad som ska anses vara lika.¹²⁰ Vidare förordades en tolkning av *bis*-delen, enligt vilken de förfaranden som omfattas av dubbelbestraffningsförbudet i EKMR konsekvent bör definieras enligt *anklagelse för brott* i EKMR 6(1).¹²¹ Europadomstolens linje förefaller således konkret påverka möjligheten att samtidigt och konsekutivt utdela både administrativa och straffrättsliga sanktioner (förutsatt att bägge utgör *anklagelser för brott* enligt EKMR) för samma faktiska omständigheter.

Europadomstolens ställningstagande har inte i dubbelbestraffningshänseende någon betydelse för hur den tilltalades subjektiva förhållningssätt till de faktiska omständigheterna bedöms i fallet. Konkret innebär detta att det enligt konventionen är fråga om samma brott oavsett om insiderhandel begåtts uppsåtligt eller av oaktsamhet. Därför skulle det strida mot konventionen om man nationellt inrättade ett sanktionssystem där brott mot insiderhandel av oaktsamhet först bestraffades administrativt och därefter, när eventuell ny utredning tillkom, samma faktiska omständigheter kunde bestraffas som insiderhandel av uppsåt.

På denna punkt förefaller konventionens linje således även avvika från den som förfäktas av Högsta domstolen.¹²² Enligt SvHD ansågs inte hinder finnas för att pröva ett åtal för skattebrott, även om åtalet hade väckts efter att ett avgörande om en skatteförhöjning blivit slutligt gällande *expressis verbis* samma faktiska omständigheter.¹²³

Det är enligt konventionspraxis i någon mån oklart om dubbelbestraffningsförbudet, vars rättsliga konsekvens självfallet omfattar *res judicata*, även skulle ha en temporär konsekvens i form av *lis pendens*.¹²⁴ Med den förra processuella konsekvensen (*res judicata*) avses att den första lagakraftvunna *domen* leder till att en senare dom inte kan meddelas för samma faktiska omständigheter, vilket i den andra processen följaktligen leder till att ett processuellt hinder föreligger för att fortsätta processen, varför talan i den andra processen ska avvisas. Med den senare processuella konsekvensen (*lis pendens*) avses att den första anhängiga *processen* leder till att en senare process inte kan handläggas för samma faktiska omständigheter. Skillnaden är alltså att *lis pendens* verkan gör dubbelbestraffningsförbudet *tidsmässigt* mera omfattande, eftersom den första processen påverkar den andra processen redan innan den första processen slutförts.

¹²⁰ Se *Zolotukhin mot Ryssland*. Se *Wesander* 2011 s. 97. Samma linje har tidigare företrätts av FiHD i 2010:45 och EUD i Mål C-436/04 p. 42.

¹²¹ Se redan *Ruotsalainen mot Finland* p. 42 och 56.

¹²² Se målen B 5498-09 och B 2509-09, som avgetts 31.3.2010.

¹²³ Se NJA 2010 s. 168 I-II. Se *Bylander* 2010 s. 115, som anser beslutens betydelse klart försvagad av de divergerande uppfattningar som företräddes av justitieråden i fallen. Det svenska rättsläget oklarhet accentueras vidare av att bland annat hovrätten för Västra Sverige i sin dom av 23.6.2010 i mål B 2432-09 medvetet har gått emot högsta domstolens nämnda domar.

¹²⁴ Se *Helenius – Hellsten* 2010 s. 127. Se *Wesander* 2011 s. 81. Se vidare *Johanssen* 2009 s. 293–299 som talar för att så vore fallet.

Oavsett om dubbelbestraffningsförbudet anses medföra *res judicata* eller *lis pendens*-konsekvens sträcker sig förbudets praktiska konsekvenser till hur det är skäl att inrätta den institutionella strukturen för den brottsutredande processen, varvid förr eller senare, just som en konsekvens av dubbelbestraffningsförbudet, *ett val mellan antingen det administrativa eller det straffrättsliga spåret måste träffas*.

För att undvika att en sanktionsprocess allokeras till ett oändamålsenligt spår torde det därför vara skäl att centralisera den utredande myndighetsfunktionen så att utredningen av de faktiska omständigheterna utförs av samma enhet så långt som möjligt innan valet av spår för sanktionering utförs. Denna centralisering bör även beakta att merparten av misstankar om insiderhandel uppstår till följd av den rapporteringsskyldighet gällande misstankar om transaktioner med insiderhandelskonnotation, som ålagts marknadsaktörer enligt L om marknadsmissbruk 10 §.

Däremot innebär Europadomstolens tolkningslinje angående dubbelbestraffningsförbudet inte, att inte olika brott, trots ett nära samband med varandra, kunde handläggas som just olika brott till och med i olika processer. I insiderhandelskontext kan detta exemplifieras t.ex. av att samma person samtidigt bryter mot sin anmälningsskyldighet (enligt 2 § i L (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument) gällande det innehav som uppstår till följd av den transaktion där insiderinformation missbrukas. Hinder finns inte heller för att samma person åläggs ansvar dels för brott mot insiderhandelsförbudet, dels för penningtvätt eller skattebrott som utförs för att inte tillkännage de medel som insiderhandeln genererat.

1.3.2.2 Processuella aspekter av EKMR-tillämplighet

Processuella rättsskyddsgarantier som följer av EKMR-tillämplighet är mera konkreta förfarandegarantier än de ovan analyserade strukturella garantierna. I det följande analyseras därför *oskyldighetspresumtionen* och *självinkrimineringsförbudet*.

1.3.2.2.1 Oskyldighetspresumtionen

Oskyldighetspresumtionen enligt EKMR artikel 6(2) innebär att den som har anklagats för ett brott (definierat enligt EKMR) ska betraktas som oskyldig till dess att hans skuld lagligen har fastställts.¹²⁵ Oskyldighetspresumtionen förutsätter bland annat att domare inte ska utgå från någon förutfattad uppfattning om den anklagades skuld, att åklagaren har bevisbördan och att allt tvivel ska tolkas till den anklagades fördel.¹²⁶

I relation till insiderhandelsförbudet innebär oskyldighetspresumtionen vissa begränsningar gällande utnyttjandet av legala presumtioner, eftersom straffbestämmelser som grundar sig på presumtioner kan vara problematiska ur EKMR:s synvinkel, även om det ansetts att de inte automatiskt kränker konventionen.¹²⁷ Konkret kan denna fråga uppstå gällande frågan om en presumtion om utnyttjande av insiderinformation får inkluderas i insiderhandelsförbudet eller om

¹²⁵ Se om oskyldighetspresumtionen i synnerhet Nowak 2003.

¹²⁶ Se Barberà, Messegué och Jabardo mot Spanien. Se Wesander 2011 s. 108 och Frände 2009 s. 380.

¹²⁷ Se Pellonpää 2007 s. 453.

det är nödvändigt att ålägga kärandesidan bördan för att visa att den insiderinformation som personen ifråga innehåft även förorsakat den transaktion som potentiellt brutit mot insiderhandelsförbudet.

Enligt Europadomstolen stöter sig inte legala presumtioner med EKMR artikel 6(2), förutsatt att de är begränsade på ett sätt som beaktar ärendets allvar och möjliggör den tilltalades rätt till försvar.¹²⁸ Europadomstolen har i fallen *Janosevic mot Sverige* och *Västberga Taxi Aktiebolag och Vulic mot Sverige* konstaterat att administrativa sanktioner av straffkaraktär, i de nämnda fallen skatteförhöjningar, rent av kan baseras på objektivet ansvar förutsatt att den avgiftsskyldiga tryggas rätten till försvar som beaktar subjektiva grunder.¹²⁹

EU-domstolen har i sin tur konkretiserat frågan om oskyldighetspresumtionen i insiderhandel i *Spector Photo-fallet*.¹³⁰ Frågan gällde huruvida den som innehar insiderinformation och utför en transaktion, utan hinder av oskyldighetspresumtionen får presumeras ha utnyttjat informationen i transaktionen. EU-domstolen konstaterade med hänvisning till det ovan nämnda fallet *Salabiaku mot Frankrike* att oskyldighetspresumtionen ändå inte utgör ett hinder mot utnyttjandepresumtionen, eftersom presumtionen kan motbevisas av den tilltalade, vilket garanterar den tilltalade rätten att försvara sig.

En svårare juridisk fråga i relation till oskyldighetspresumtionen är emellertid om ett helt strikt ansvar för insiderhandel kunde uppställas. Ett strikt ansvar vore ett ansvar där inget rekvisit för personligt ansvar (uppsåt eller vållande) upprätthölls, utan där endast det faktum att insiderhandelsförbudets rekvisit för förbjuden gärning uppfyllts, ledde till att ansvar för insiderhandel kunde utdömas. Eftersom frågan har en uppenbar koppling till analysen av just rekvisitet för personligt ansvar, kommer frågan att behandlas nedan i 3.

1.3.2.2.2 Självinkrimineringsskyddet

Skyddet mot självinkriminering innebär att den, mot vilken en anklagelse för brott riktats, inte kan förpliktas att erkänna sin skuld eller i övrigt medverka till utredningen av sin egen skuld.¹³¹ Även om det inte står uttryckligen i artikel 6 i EKMR, är det klart på basis av Europadomstolens praxis att skyddet mot självinkriminering utgör en av de centrala garantierna för en rättvis rättegång enligt konventionen.¹³² Detta innebär i praktiken att den som misstänks ha brutit mot insiderhandelsförbudet och som därför kan tilldelas en straffrättslig eller administrativ sanktion har rätt att låta bli att uttala sig vid utredningen av det som hänt. Vidare medför detta rätten att låta bli att lämna sådana upplysningar som kan äventyra eller försvaga den tilltalades eller misstänktes möjligheter att försvara sig.¹³³

¹²⁸ Se *Salabiaku mot Frankrike* p. 28.

¹²⁹ Se *Janosevic mot Sverige* 100–104 och *Västberga Taxi Aktiebolag och Vulic mot Sverige* p. 112–116.

¹³⁰ Se mål C-45/08 (*Spector Photo-fallet*). Se för en kommentar om fallet *Knuts* 2011 s. 683–699.

¹³¹ Se om självinkrimineringskyddet i synnerhet *Øyen* 2010. Se t.ex. SOU 2001:25 s. 279 och Frände 2009 s. 379.

¹³² Se t.ex. *J. B. mot Schweiz* och *Weh mot Österrike*. Se *Wesander* 2011 s. 108.

¹³³ Två centrala fall i vilka Europadomstolen har behandlat skyddet mot självinkriminering är *Funke mot Frankrike* och *Saunders mot Förenade kungariket*.

I den tidsmässiga dimensionen uppstår rätten till självinkrimineringskyddet åtminstone då en person är misstänkt,¹³⁴ men ofta anförs även att det är sannolikt att skyddet mot självinkriminering gäller generellt och därmed oberoende av om en person är misstänkt eller inte, åtminstone när personen yrkar på att bli befriad från att lämna uppgifter med hänvisning till att uppgifterna är av inkriminerande natur.¹³⁵ Helt klart är i alla fall att skyddet åtminstone täcker tiden vid en förundersökning, omfattande definierad av Europadomstolen som den utredande processen, som syftar till att fastställa fakta inför en kommande anklagelse för brott.¹³⁶

Detta får konsekvenser för struktureringen av den myndighetsprocess, som ska utgöra underlag för ansvarsprocessen gällande insiderhandel. Det är skäl att utgå från att skyddet mot självinkriminering tidsmässigt uppstår redan i den fas av utredningen som föranstaltas av Finansinspektionen. Denna utredningsfas är i insidersammanhang en integrerad del av den brottsutredande processen och dess syfte är entydigt att verkställa, eller bidra till att verkställa marknadsövervakningen. I insidersammanhang understöds ovan anförda slutsats av att mycket av den information som Finansinspektionen registrerar och utnyttjar som en del av den brottsutredande processen baserar sig på information som influtit till följd av marknadsaktörers förverkligande av sin rapporteringsskyldighet som enligt L om marknadsmissbruk 10 § åligger marknadsparter när de har *misstankar* om transaktioner med insiderhandelskonnotation.

Skyddet mot självinkriminering i insidersammanhang kan föranleda ett intressant, om än sällan diskuterat juridiskt problem med en tydlig koppling till effektiviteten i insiderlagstiftningen. Enligt Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument åligger bl.a. svenska börsbolag att upprätthålla s.k. insiderlistor över personer som på grund av anställning eller uppdrag arbetar för bolaget och som har tillgång till insiderinformation som rör bolaget. Uppenbart är att listan omfattar information som kan vara värdefull som bevis i en rättegång mot en person som förekommer på listan. Till exempel kan listan bidra till att styrka påståendet att personen har innehaft insiderinformation och påståendet om vid vilken tidpunkt insiderinformation mottagits.

I samma lag 21 § 4 stadgas om vite för det bolag som underlåter att lämna nämnda lista till Finansinspektionen. Även denna reglering får tolkas innebära att den information som finns inom ramen för insiderlistorna upplevs vara viktig för den övervakningsuppgift som Finansinspektionen har.

Den nya marknadsmissbruksförordningen föreskriver vidare i artikel 25 och 26 om införandet av effektiva, proportionerliga och avskräckande, administrativa sanktioner, som även kommer att träffa juridiska personer, t.ex. om det inom ramen för deras verksamhet förekommit brott mot insiderhandelsförbudet, vilket f.ö. även kan kränkas av en juridisk person som själv bryter mot insiderhandelsförbudet.¹³⁷ Detta innebär att det kan uppstå situationer där det kunde påstås att självinkrimineringskyddet gav den

¹³⁴ Se Øyen 2010 s. 148.

¹³⁵ Se SOU 2001:25 s. 189 och 279.

¹³⁶ Se *Tejedor García mot Spanien* 27–28.

¹³⁷ Vilket rent beloppsmässigt är tydligt med hänvisning till den nya marknadsmissbruksförordningen, som i artikel 26(1)(m) definierar latituden i de administrativa sanktionerna för juridiska personer som ett straff på till och med 10 % av den juridiska personens omsättning föregående räkenskapsår.

misstänkta juridiska personen, eller därtill nära anknuten fysisk person, rätten att trots Finansinspektionens rätt till information, vägra lämna ifrån sig t.ex. insiderlistor. Om så vore fallet, innebar skyddet mot självinkriminering att insiderlistornas roll i den brottsutredande processen reduceras markant. Eftersom rättsläget på denna punkt är oklart är det skäl att analysera denna frågeställning närmare i en separat utvärdering.

1.3.2.3 Materiella aspekter av EKMR-tillämplighet – legalitetsprincipen

Legalitetsprincipen är straffrättens ledande princip.¹³⁸ Den uttrycker ett liberalistiskt samhällsideal där presumptionen är att individen är fri och ingrepp i individens frihet bör ske endast när synnerligen goda grunder för ingrepp existerar. Legalitetsprincipen definieras också i EKMR artikel 7.¹³⁹ Det anses att tillämpningsområdet för legalitetsprincipen enligt EKMR definieras enligt EKMR artikel 6.¹⁴⁰ Eftersom artikel 6 kan tillämpas på förfaranden som i nationell rätt uttryckligen inte definierats som straffrätt, är tillämpningsområdet för legalitetsprincipen enligt EKMR mera omfattande än tillämpningsområdet för legalitetsprincipen i den nationella straffrätten.¹⁴¹ Så som ovan konstaterats är utgångspunkten därför att legalitetsprincipen enligt EKMR kommer att tillämpas på administrativa sanktioner för insiderhandel.¹⁴² Konkret innebär detta att EKMR kan komma att begränsa flexibiliteten i tolkningen av insiderhandelsförbudet i den administrativa varianten, så att den administrativa varianten och dess tolkning inte avsevärt kan avvika från det existerande straffrättsliga insiderhandelsförbudet och dess tolkning.

Enligt legalitetsprincipen EKMR artikel 7¹⁴³ måste bestraffning (vilket följaktligen omfattar även utdelande av administrativa sanktioner) ske i stöd av lag. Vidare framgår av artikelns ordalydelse att den förbjuder retroaktiv strafflagstiftning. Det anses dessutom allmänt att artikel 7 inte begränsar sig till det som framgår av konventionstexten, utan att artikeln på ett mera allmänt plan uttrycker en

¹³⁸ *Frände* 2004 s. 31 kallar legalitetsprincipen en grundläggande garanti för hur den samhälleliga maktutövningen i förhållande till individen fungerar. *Jareborg* 2001 s. 57 tillskriver legalitetsprincipen rollen av att behärska modern straffrättslagstiftning i varje stat som gör anspråk på att kalla sig rättsstat. RP 44/2002 s. 28 omnämner legalitetsprincipen som en vital del av rättsstaten. *Nuutila* 1997 s. 47 beskriver legalitetsprincipen inom det kapitel han kallar straffrättsvetenskapens stenfoot. Se *Roxin* 2006 s. 138 konstaterar att rättsstatens uppgift inte begränsar sig till blott att skydda individerna genom straffrätten utan också utsträcks till att skydda individerna mot straffrätten. Se *Ulväng* 2005 s. 37 som konstaterar att legalitetsprincipens ställning som grundläggande princip för hela straffrätten inte kan ifrågasättas. *Tapani* 2002 s. 940 ser legalitetsprincipen som straffrättens ledande princip, se även *Tapani* 2006 s. 333. Se *Matikkala* 2006 s. 15 som inleder sin analys av uppsåtet i straffrätten med att redovisa forskningens referensram, vilken utgår från legalitetsprincipen. Se *Melander* 2008 s. 197 som anser legalitetsprincipens roll i straffrätten vara synnerligen viktig. Se *Koponen* 2004 s. 29–36.

¹³⁹ Motsvarande legalitetsprincip ingår även i FN-konventionen om medborgerliga och politiska rättigheter artikel 15.

¹⁴⁰ Se *Trechsel* 2005 s. 13. Se *Danelius* 2007 s. 294. Se *van Dijk m.fl.* 2006 s. 652–653. Se *Kadelbach* 2006 s. 726 och *Greer* 2006 s. 241.

¹⁴¹ Se *Knuts* 2010 s. 131.

¹⁴² Se IV1.3.1.

¹⁴³ Artikel 7 lyder: 1. Ingen får ställas till ansvar för någon gärning eller underlåtenhet som vid den tidpunkt då den begicks inte utgjorde ett brott enligt nationell eller internationell rätt. Inte heller får ett strängare straff utmätas än som var tillämpligt vid den tidpunkt då brottet begicks. 2. Denna artikel ska inte hindra lagföring och bestraffning av den som gjort sig skyldig till en handling eller underlåtenhet som vid den tidpunkt då den begicks var brottslig enligt de allmänna rättsprinciper som erkänns av civiliserade stater.

legalitetsprincip.¹⁴⁴ Därför har artikel 7 tolkats uttrycka även ett förbud mot obestämdhet i den norm som beskriver det förbjudna och ett analogiförbud *in malam partem*.¹⁴⁵ Numera anses härav även följa en allmän restriktivitetsprincip vid tolkning av strafföreskrifter.¹⁴⁶ Artikel 7 uttrycker alltså en legalitetsprincip som formellt betraktat innehåller samma normativa beståndsdelar som den straffrättsliga legalitetsprincipen i straffrätten innehåller.¹⁴⁷

Trots att legalitetsprincipen enligt EKMR formellt motsvarar legalitetsprincipen enligt den nationella straffrätten, är det inte alldeles enkelt att påvisa vilka materiella rättsskyddsgarantier respektive legalitetsprincip medför i konkreta fall. Detta beror inte minst på att rättspraxis från Europadomstolen beträffande den konventionsenliga tolkningen av artikel 7 är väldigt knapp.¹⁴⁸

Europadomstolen angriper frågan om hur EKMR-legalitet påverkar tolkningen av en rättsregel till den tilltalades nackdel genom att konstatera att tolkning i och för sig måste få förekomma inom straffrätten (definierad enligt EKMR) men att resultatet av tolkningen måste vara rimligen förutsägbart för den tilltalade. Mot denna fond avgör dock Europadomstolen oftast sina få fall under artikel 7 genom att konstatera att den nationella domstolens tolkning har varit rimligen förutsägbar och därför inte står i strid med legalitetsprincipen och konventionen. De facto är det endast i de politiskt laddade turkiska rättsfallen nedan, där kränkning av artikel 7 konstaterats.

Europadomstolen ansåg i fallen att en nationell vägran att tillämpa det ansvarsfriskrivande undantag äktenskaplig immunitet utgjort i *common law* i inomäktenskapliga våldtäktsfall innebar ett lagtolkningsresultat som domstolen ansåg vara rimligen förutsägbart. Detta trots att äktenskaplig immunitet av hävd gällt i nationell rättspraxis och vägran att tillämpa det ansvarsfriskrivande undantaget därmed ledde till fällande dom.¹⁴⁹

I klassikern *Kokkinakis mot Grekland* ansåg en grekisk nationell domstol att svaranden hade gjort sig skyldig till brottet proselytism. Europadomstolen fann att förbudsrekvisitet i proselytismbrottet som den grekiska domstolen tillämpat

¹⁴⁴ Se *Kokkinakis mot Grekland* p. 52: "It [article 7] also embodies, more generally, the principle that only law can define a crime and prescribe a penalty (*nullum crimen, nulla poena sine lege*) and the principle that criminal law must not be extensively construed to an accused's detriment, for instance by analogy; it follows from this that an offence must be clearly defined in law." Se även *S.W. mot Förenade kungariket* p. 35. Se vidare *Cantoni mot Frankrike* p. 29. Se *Kononov mot Lettland* p. 114. Se *Achour mot Frankrike* p. 32. Se *Pellonpää* 2005 s. 438–439. Se *Tapani* 2006 s. 333–334. Se *Melander* 2008 s. 247. Se *van Dijk m.fl.* 2006 s. 652 och *Greer* 2006 s. 239.

¹⁴⁵ Se t.ex. *Kadelbach* 2006 s. 725 och *van Dijk m.fl.* 2006 s. 652. Se även *Pellonpää* 2005 s. 437–438, *Danelius* 2007 s. 292 och *Asp* 2002 s. 268.

¹⁴⁶ Se *van Dijk m.fl.* 2006 s. 652 som talar om en tredje princip myntad av Europadomstolen. Se även *Kadelbach* 2006 s. 725.

¹⁴⁷ Se *Knuts* 2010 s. 125–126. Se *Wesander* 2011 s. 80.

¹⁴⁸ Se *Greer* 2006 s. 75. Enligt av *Greer* uppställd tabell var antalet konstaterade kränkningar av artikel 6 mellan åren 1999 och 2005 sammanlagt 3127, varav visserligen rättegångens längd förorsakade konstaterande av kränkning i 1993 av fallen. Motsvarande antal kränkningar av artikel 7 mellan åren 1999 och 2005 var endast 9, varav flertalet av fallen gällde den explicita rättsfrågan om retroaktiv tillämpning av straffrätt i relation till forna östtyska gränsvakter.

¹⁴⁹ Europadomstolen konstaterade i *S.W. mot Förenade kungariket* p. 42: "the word 'unlawful' in the definition of rape was merely a surplusage and did not inhibit them [the House of Lords] from 'removing a common law fiction which had become anachronistic and offensive' and from declaring that 'a rapist remains a rapist subject to criminal law, irrespective of his relationship with his victim'." Se *van Dijk m.fl.* 2006 s. 654–655. Se även *Greer* 2006 s. 240. Se även *Knuts* 2009 a s. 675–677.

visserligen inte var särdeles bestämt, men fann vidare att då det fanns tillgänglig nationell rättspraxis som tidigare tolkat proselytismrekvisitet på ett motsvarande sätt som det tolkades mot *Kokkinakis* var den grekiska domen rimligen förutsägbar och således förenlig med artikel 7 – trots det förhållandevis obestämda förbudet.¹⁵⁰

Vidare har Europadomstolen ansett att innehållet i en direkt radiosändning, som senare getts i repris flera gånger under det kommande dygnet, kunde anses ha varit fastställt innan det vid upprepningarna återkommunicerades ut i eteren på en radiokanal som *Radio France* upprätthöll. Således kunde den som ansvarade för radiokanalens innehåll dömas för kränkande uttalanden som ingick i sändningar trots att kanalansvariga inte kunde bestraffas vid fall av direktsända kränkande uttalanden, emedan lagstiftningen uttryckligen förutsatte att sådana kränkande uttalanden skulle vara fastställda innan de kommunicerades ut i eteren för att kanalansvariga skulle kunna dömas till straff enligt den tillämpade lagen.¹⁵¹

Därtill ansågs den förbudsnorm som förbjöd förolämpning av de militära styrkorna, utan att definiera, begränsa eller exemplifiera hur en sådan förolämpning borde ske, uppfylla det bestämdhetskrav som följer av legalitetsprincipen. Den tolkning av det obestämda förbudet som den nationella domstolen utfört var heller inte en förbjuden analogi till svaranden *Grigoriades* nackdel.¹⁵² Han kunde därför utan hinder av artikel 7 dömas för att ha yttrat kritik mot de militära styrkor han tjänade genom brev som närmast påtalade brister i behandlingen av beväringar.¹⁵³

Däremot konstaterade Europadomstolen i den mycket begränsade defensiva praxis där kränkning av artikel 7 konstaterats att det nationella rättsläget inte var konventionskonformt, då den nationella domstolen ansåg att bl.a. *Karademircis* offentliga uppläsning av ett uttalande med missfirmande innehåll kunde tolkas konstituera det brott som definierades av rekvisiten publikation av reklamblad, skrivna yttringar och motsvarande publikationer med missfirmande innehåll.¹⁵⁴ Inte heller den dom med vilken lektören av en bok (*E.K.*) dömdes för ett brott som definierats av ett krav på att gärningsmannen skulle vara redaktör vid veckotidningar, dagstidningar eller tidskrifter ansågs förenlig med artikel 7.¹⁵⁵ Den turkiska *Prevention of Terrorism Act* från 1991 konstaterades inte heller vara för obestämd och den nationella tolkningen av ifrågavarande lag konstaterades inte heller kränka artikel 7 i relation till de publikationer *Başkaya* och *Okçuoğlu* publicerat.¹⁵⁶

För en utvärdering av funktionsdugligheten i insiderhandelsförbudet i Sverige är onekligen Europadomstolens existerande rättspraxis under artikel 7 något fjärran. Ändå kan vissa principiella slutsatser göras, vilka konkret påverkar frågeställningen om vilket mervärde ett administrativt sanktionssystem kan medföra för den

¹⁵⁰ Se *Kokkinakis mot Grekland* p. 40. Se även *Pellonpää* 2005 s. 438, *Danelius* 2007 s. 298 och *van Dijk m.fl.* 2006 s. 654 för kommentarer av fallet. Se även *Ioannou* 2001 s. 374–375 för en kommentar ur grekiskt perspektiv.

¹⁵¹ Se *Radio France m.fl. mot Frankrike* p. 17–20.

¹⁵² Domstolen motiverade sin syn bl.a. genom att påpeka att även den tydligaste norm måste tolkas och att normen följaktligen måste innehålla en viss flexibilitet. Se *Grigoriades mot Grekland* p. 38.

¹⁵³ Se *Grigoriades mot Grekland* p. 38. Se även *van Dijk m.fl.* 2006 s. 654. Se *Kadelbach* 2006 s. 732.

¹⁵⁴ Se *Karademirci m.fl. mot Turkiet* p. 42.

¹⁵⁵ Se *E.K. mot Turkiet*.

¹⁵⁶ Se *Başkaya och Okçuoğlu mot Turkiet* p. 40. Det är dock anmärkningsvärt att Europadomstolen i detta fall konstaterade en kränkning av artikel 7 gällande utdömandet av straff för den gärning som klaganden hade utfört. Ovan citerade fall bör inte förväxlas med *Okçuoğlu mot Turkiet* som aktualiserade samma problemställningar, men där frågan om en kränkning av artikel 7 inte behandlades av Europadomstolen på grund av processuella orsaker.

aktiemarknad som redan upprätthåller ett nationellt straffrättsligt sanktionssystem för insiderhandel.

Den första slutsatsen är att det rent normativt inte ska vara möjligt att konstruera effektiva, avskräckande och proportionerliga administrativa sanktioner, utan att utdömandet av dem, på samma sätt som utdömandet av traditionella straff, styrs av de juridiska metodregler som gäller vid tolkning av regler som omfattas av den nationella legalitetsprincipen. Den andra slutsatsen är att det pragmatiskt sett råder en viss oklarhet i hur Europadomstolen respektive Sveriges högsta domstol konkretiserar den genomslagskraft man tillskriver legalitetsprincipen vid tolkningen av tillämplig lag. Därför är det något oklart hur rättspraxis som framgent kommer att utformas kring de administrativa sanktionerna för insiderhandel kommer att styras av EKMR-legalitetens tolkningspåverkan.

I praktiken torde den materiella rättsskyddsgaranti legalitetsprincipen upprätthåller konkretiseras i samspåverkan med strukturella rättsskyddsgarantier.¹⁵⁷ En bidragande faktor torde vara hur man väljer att inrätta besvärsvägen för de administrativa sanktionerna. Skulle man strukturellt förverkliga besvärsrätten så att den ultimata besvärinstansen för både den straffrättsliga sanktionsvarianten och den administrativa sanktionsvarianten vore samma instans (Högsta domstolen) torde en rimlig slutsats vara att det är sannolikare att även de underliggande materiella reglerna, vars kränkning leder till någon av de alternativa sanktionerna, skulle komma att tolkas förhållandevis samstämmigt eftersom tolkningen genomförs av samma domstol. Skulle man däremot strukturellt förverkliga besvärsrätten så att den ultimata besvärinstansen för den straffrättsliga sanktionsvarianten (Högsta domstolen) inte vore samma instans som den ultimata besvärinstansen för den administrativa sanktionsvarianten (Högsta förvaltningsdomstolen), är det sannolikare att en mindre samstämmig rättspraxis uppstår än i fallet ovan.¹⁵⁸

1.3.3 Slutsatser om sanktionssystem

Den övergripande slutsatsen gällande administrativa sanktionssystem för brott mot insiderhandelsförbudet gör gällande att det saknas empiriskt och normativt belägg för att införandet av en administrativ sanktionsform skulle leda till en effektivisering av rådande insiderhandelsförbud.

Empiriskt tyder inget på att undersökta jämförbara länder som redan nu upprätthåller ett administrativt sanktionssystem skulle ha en större grad fällande domar för brott mot insiderhandelsförbudet. De facto är andelen ärenden som sammanlagt handlagts den administrativa och den straffrättsliga vägen mindre i England och Finland än i Sverige när man korrigerar för aktiemarknadens storlek. Överhuvudtaget förefaller administrativa sanktioner för insiderhandel utnyttjas förhållandevis sällan, medan den

¹⁵⁷ Se IV1.3.2.1.

¹⁵⁸ I ett komparativt perspektiv kan tilläggas att den finländska lagstiftaren ursprungligen planerade att förverkliga det finländska dubbla sanktionssystemet så att den ultimata besvärinstansen för bägge sanktionsvarianter skulle vara samma domstol (Högsta domstolen). Emellertid reviderades förslaget av konstitutionella skäl, på grund av den argumentation som Riksdagens grundlagsutskott framlade i GrUB 4/2005, som tog fasta på att det vore ytterst ovanligt att förvaltningsrättsliga besvär handlades av Högsta domstolen, varför man föreslog att instifta Högsta förvaltningsdomstolen som ultimata besvärinstans i den förvaltningsrättsliga sanktionsvarianten.

allmänna synen om skadligheten i insiderhandel (vilket även empirin understryker) talar för att det snarare är ändamålsenligt att bestraffa insiderhandel genom straffrätt än genom att tillgripa administrativa sanktioner.

Normativt tyder heller inget på att en administrativ sanktionsvariant skulle kunna effektivisera insiderhandelsförbudet. Detta beror på att även administrativa sanktioner, för att alls vara avskräckande och effektiva, måste struktureras på ett sådant sätt att de är proportionerliga mot det brott, vilket man sanktionerar genom de administrativa sanktionerna. Detta leder i sin tur till att EKMR kommer att tillämpas på sanktionerna, vilket för med sig att den normativa nytta som eventuellt kunde uppnås genom att skapa ett sanktionssystem som inte är straffrättsligt, går förlorad, eftersom de tänkbara administrativa sanktionerna enligt EKMR ändå skulle betraktas vara straffrättsliga på det sätt som EKMR definierar straffrättsliga sanktioner.

Dessutom skulle införandet av administrativa sanktioner vid sidan av det rådande straffrättsliga sanktionssystemet leda till olika strukturella judiciella problem, som vid ett införande bör beaktas så att det ett eventuellt nytt dubbelsystem är förenligt med EKMR.

2. REKVISITET FÖR FÖRBJUDEN GÄRNING

2.1 *Definitionen av insiderinformation – transformationskravet*

2.1.1 **Sverige i relation till länderna i komparationen**

I Sverige har lagstiftaren valt att i insiderhandelsförbudet kräva att gärningsmannen *bör ha fått* den insiderinformation som eventuellt används, istället för att t.ex. enligt dansk eller finsk modell nöja sig med ett krav på att gärningsmannen *ska ha* den insiderinformation som eventuellt förfogas över eller utnyttjas. Svensk rätt uppställer således ett *transformationskrav* på insiderinformationen, eftersom man förutsätter att informationen uppstått till följd av att den transformerats till den part som till följd av transformationen fått insiderinformationen.¹⁵⁹ Detta krav ska i det följande analyseras.

Det vore tänkbart att anföra att det svenska insiderhandelsförbudets transformationskrav inte alls bör tolkas ha någon avgränsande verkan. Man kunde anföra att lagstiftaren med ordet *får* endast åsyftat påpeka en transformation i sak, nämligen att insiderinformation har uppstått, vilket leder till att personen ifråga har fått något sådant som den tidigare inte hade, varför transformation alltid bör anses ha skett när någon uppnår det läget att personen har insiderinformation. Om denna invändning accepterades skulle den distinktion transformationskravet utgör i förhållande till insiderhandelsförbud utan transformationskrav raderas.

Redan elementära lagtolkningsregler får dock anses göra gällande att transformationkravet uppställts för att uttryckligen göra den ovan nämnda

¹⁵⁹ I denna utvärdering bortses från den möjligheten att man skulle tillskriva ordvalet *får* en större avgränsande verkan än den verkan som uppstår inom ramen för ett transformationskrav. Rent semantiskt vore det förstås möjligt att anföra att ordet *får* ytterligare begränsade transformationskravet att täcka endast situationer där personen ifråga *fått* informationen, däremot inte situationer där personen t.ex. *köpt, stulit* eller *bytt sig till* informationen.

distinktionen. Allra först är det skäl att konstatera att lagstiftaren uttryckligen valt att utnyttja ordet får, som åtminstone i normalspråklig bemärkelse får anses uppställa ett transformationskrav. Att vidare lagstiftarens val varken varit intentionslöst eller arbiträrt understöds tydligt av lagstiftarens skrivning i den relevanta paragrafens tredje moment, där lagstiftaren noterar att samma paragraf som innehåller transformationskravet, också tillämpas på *den som har* insiderinformation som består i vetskap om egen brottslig verksamhet.¹⁶⁰ Det förefaller därmed tydligt att lagstiftaren skapat två varianter av handelsförbudet, där transformationskravet gäller i den allmänna varianten, medan transformationskravet inte gäller i den speciella varianten, som endast tillämpas då insiderinformationen kvalitativt sett består av vetskap om egen kriminell aktivitet.¹⁶¹

Materiellt förefaller syftet med uppställandet av transformationskravet ha varit att ombesörja att inte definitionen av insiderinformation och/eller handelsförbudet tillsammans blir överinklusivt på det sättet att egna planer på att avyttra eller förvärva finansiella instrument, som på grund av sin magnitud skulle kunna anses utgöra insiderinformation, eller egna analyser på basis av offentlig information, som på grund av sin snillrikhet skulle kunna anses utgöra insiderinformation kunde träffas av insiderhandelsförbudet på ett sådant sätt att marknadsaktivitet till följd av ovan beskriven information skulle utebli.¹⁶² Den analytiska orsaken till detta syfte är att dylika transaktioner, trots att de strikt taget innebär att en informationsfördel kan utnyttjas, dels bör vara tillåtna för att sörja för marknadens funktion, dels bör vara tillåtna för att informationsfördelen inte kan anses vara otillbörlig på ett sådant sätt att den vore ändamålsenligt att förbjuda att den utnyttjades. Gemensamt för bägge grunder är därför att det inte ligger i insiderhandelsförbudets skyddssyftes riktning att förbjuda dylika transaktioner.¹⁶³ Det finns inget skäl att invända mot detta syfte.

Storinvesteraren A planerar att förvärva 29 % av aktierna i börsbolaget B. Eftersom aktien är illikvid får här antas att transaktionen kommer att få en mycket gynnsam effekt på börskursen i B. Däremot vet ingen annan än A om detta.

Enligt exempelfallet ovan är det onekligen så att A har information som rent kvalitativt uppfyller definitionen av insiderinformation. Trots det är det uppenbart att det med hänvisning till marknadens funktion inte kan anses motiverat att förbjuda A att verkställa sina planer på att förvärva aktier i bolag B. Därför anses detta helt riktigt vara tillåtet.

Storinvesterare A är analytiskt lagd. Han undersöker därför samband mellan gummitillverkande börsbolags aktiekurs och världsmarknadspriset på råolja. Genom regressionsanalys lyckas han ställa upp en ekvation som med ytterst stor sannolikhet beskriver priskorrelationen mellan olja och aktien i börsbolaget.

Enligt exempelfallet ovan kunde det anföras att A förvisso har information och att detta är ett informationsförsprång i förhållande till andra marknadsaktörer. Eftersom

¹⁶⁰ Vidare kan noteras att marknadsmissbruksutredningen ursprungligen föreslagit att transformationskravet inte skulle uppställas, men att detta tillförts under lagstiftningsprocessen. Se *Samuelsson m.fl.* 2005 s. 217.

¹⁶¹ Som kuriositet kan nämnas att även rådgivningsförbudet innehåller ett transformationskrav, vilket leder till att det som här konstateras även *mutatis mutandis* kan tillämpas på rådgivningsförbudet.

¹⁶² Se *Samuelsson m.fl.* 2005 s. 217–218.

¹⁶³ Se närmare om denna undantagsgrund *Knuts* 2011 s. 149–150.

A dock själv genererat denna information genom att utnyttja allmänt tillgänglig information finns förstås ingen orsak alls att förta A rätten att utnyttja denna information. Tvärtom finns med tanke på marknadens effektivitet alla skäl att skapa incitament för att A och även andra investerare än A agerar på ett sätt där de utvärderar offentlig information för att sedan utnyttja informationen i transaktioner på marknaden.¹⁶⁴

Vidare understöds det materiella syftet som utvecklats ovan ibland av en mera djuplodande begreppslig analys av *information*, till följd av vilken anförts att det redan i informationens begreppsliga natur ligger att den härstammar från en utomstående källa – att information således alltid implicit omfattar ett transformationskrav.¹⁶⁵

Konkret kan därmed följande sammanfattning göras. Sverige har i insiderhandelsförbudet uppställt ett transformationskrav, vilket leder till att insiderhandelsförbudet i sin nuvarande form inte förhindrar personer med vissa typer av *självgenererad* information (se exemplen ovan), som är relevant, utan att vara offentlig, att använda denna information vid transaktioner i finansiella instrument.¹⁶⁶ Luckan som lagstiftaren lämnat för självgenererad insiderinformation är dock begränsad, så att luckan inte omfattar självgenererad insiderinformation som består av information om egen brottslig verksamhet. Detta har lagstiftningstekniskt genomförts genom att stryka transformationskravet i fall där informationen består i vetskap om just egen brottslig verksamhet.

Den naturliga följdfrågan för en utvärdering av funktionsdugligheten i lagstiftningen lyder därför om det existerar sådan självgenererad insiderinformation, som inte består av vetskap om egen brottslig verksamhet, som ändå inte rimligtvis med beaktande av insiderhandelsförbudets syfte bör få utnyttjas i handel med finansiella instrument. Om sådan information existerar uppstår ännu följdfrågan om hur i så fall lagstiftningen bör revideras så att man täpper till luckan, utan att för den skull förhindra att sådana transaktioner som baserar sig på självgenererad insiderinformation, som ändå är viktiga för marknaden, fortsättningsvis ska vara tillåtna.

¹⁶⁴ Enligt av mig företrätt synsätt kan överhuvudtaget inte information som består av slutsatser eller analyser av sådan information som är offentlig anses vara insiderinformation. Det leder till vag och oförutsägbar juridik om definitionen av insiderinformation ska avgöras på basis av bedömningar av vilka slutsatser som är sådana som är så bra att deras utnyttjande blir förbjudet.

¹⁶⁵ Se framför allt den tyska högsta domstolen (BGH) som i en nyanserad dom förfäktar denna åsikt. Se BGH NJW 2004 s. 302: ”Die Richtlinie verwendet in der entsprechenden Passage nicht das Wort ‘Tatsache’, sondern den Begriff der Insiderinformation, der in Art. 1 der Richtlinie als ‘präzise Information’ definiert ist. Danach reicht eine selbst geschaffene innere Tatsache – hier: Kauf und anschließende Empfehlung von Aktien zum Zwecke der Kursmanipulation – nicht aus, weil eine ‘Information’ regelmäßig einen Drittbezug aufweist [...] Eine Verwendung des Begriffs der Information in dem Sinne, daß eine Person sich über einen von ihr selbst gefaßten Gedanken ‘informiert’, ist dem Sprachgebrauch fremd.” För en kritisk kommentar av fallet se t.ex. Ziouvas 2005 s. 93. Se även Schröder 2007 s. 59–63. Se Schönhöft 2006 s. 135–142. Se Papachristou 2006 s. 284–285.

¹⁶⁶ Förvisso förhindrar inte heller lagstiftningen personen att rådge någon annan i stöd av denna information.

2.1.2 Utvärdering

Det förefaller som om den svenska lagstiftningsmodellen som omfattat ett transformationskrav på den insiderinformation som är föremål för insiderhandelsförbudet har öppnat en lucka som i och för sig är nödvändig för att lagstiftningen ska fungera i finansmarknadsmiljö. Däremot förefaller det vidare som om luckan konstruerats på ett sätt som leder till att den blir så omfattande att det är ifrågasättbart om nuvarande struktur är ändamålsenlig. Avgörande för bedömningen är att konstruera olika typer av självgenererad insiderinformation och analysera huruvida nuvarande förbud täcker typerna, och där så inte är fallet, analysera om det är ändamålsenligt att nuvarande lagstiftning inte förhindrar att dessa typer av information utnyttjas.

Åtminstone följande typfall av självgenererad information kan uppställas:

1. Självgenererad information med nära konnexitet till handel i finansiella instrument.

Exempel 1. Placeraren bestämmer sig för att köpa 29 % av ett börsbolag och verkställer dagen efter beslutet affärerna i marknaden.

Exempel 2. Storinvesteraren tänker göra en takeover med god premie för alla aktier i ett bolag. Först genomförs stakebuilding och därefter offentliggörs budet.

2. Självgenererad information utan nära konnexitet till handel i finansiella instrument.

Exempel 3. Mobiltelefonitillverkaren tänker ge ett mycket värdefullt underleverantörskontrakt till den börslistade underleverantören. För att utnyttja den kommande kursstegringen köper mobiltelefonitillverkaren underleverantörens aktier och erbjuder därefter underleverantörskontraktet, som börsbolaget varken kan eller vill tacka nej till.

Exempel 4. Storkunden bestämmer sig för att inställa betalningen till sin börsnoterade leverantör. Kunden planerar vidare att anlägga en mycket omfattande skiljeprocess mot börsbolaget på grund av fel i leveranserna. För att profitera på den för käranden förhoppningsvis gynnsamma utgången i processen, köper storkunden säljoptioner mot leverantörens aktier, ställer därefter in betalningen och anhängiggör talan.

3. Självgenererad information om egen brottslig verksamhet.

Exempel 5. Manipulatören planerar att iscensätta det vilseledande ryktet om att storbanken kommer att gå i konkurs. För att tjäna på det kommande ryktet, blankar manipulatören aktien och sprider därefter ryktet för att slutligen täcka upp sin korta position i marknaden.

Exempel 6. Terroristen planerar ett bombdåd på ett flygplan i syfte att förorsaka skada. För att finansiera dådet säljer han sina aktier i flygbolaget vars plan är objekt för handlingen.

Av ovan beskrivna typer och exempel träffas inte typen 2 (exempel 3 och 4) av det nuvarande svenska insiderhandelsförbudet, eftersom aktören i fallen inte fått insiderinformationen men ändå har insiderinformationen för att aktören genererat den själv. Eftersom vare sig erbjudandet av ett värdefullt kontrakt eller anhängiggörandet av ett skiljeförfarande preliminärt kan konstateras vara brottslig verksamhet. Detta

blottar ett strukturellt problem i den nuvarande svenska insiderlagstiftningen, som kan sammanfattas följa av att transformationsrekvisitet gör insiderhandelsförbudet underinklusivt, eftersom det tillåter att även sådan självgenererad insiderinformation som saknar en nära konnexitet till marknadens funktion får användas.

Med mindre än att verkligen avsetts att aktören i exemplen 3 och 4 ska få profitera på sin självgenererade insiderinformation är det därför skäl att revidera den nuvarande lagstiftningen. Enklast kunde detta ske genom att omfatta den modell som marknadsmissbruksdirektivet och sedermera flera europeiska rättssystem omfattat. I modellen definieras insiderinformation utan ett transformationskrav. Detta leder till en omfattande definition av insiderinformation. Sedan opereras i följande led, nämligen inom ramen för insiderhandelsförbudet, med olika undantag, som möjliggör vissa typer av transaktioner, trots att den person som utför transaktionen har insiderinformation. Inom ramen för detta undantag kan då typfall 1 (exempel 1 och 2) utföras med motivet att förbudandet av dessa inte är förenligt med insiderhandelsförbudets syfte för att starka motskäl talar för att tillåta verksamheten.¹⁶⁷ Däremot kan avvägningen av behovet för undantag för typ 2 (exempel 3 och 4) lämpligtvis avgöras på ett annat sätt, förutsatt att inte goda argument kan anföras som skäl till att aktören i fallen ska få profitera på sin självgenererade insiderinformation. Avslutningsvis finns självfallet inga skäl för att tillåta att den person som själv genererat insiderinformation i form av egen brottslig verksamhet (typ 3 (exempel 5 och 6)) ska beviljas rätten att inom ramen för några undantag skall få profitera på sitt brott genom transaktioner i finansiella instrument.¹⁶⁸

2.2 *Gärningen, genom vilken insiderhandeln genomförs – återtagande av given order*

2.2.1 **Sverige i relation till länderna i komparationen**

Enligt nuvarande insiderhandelsförbud döms den som får insiderinformation och som för egen eller annans räkning förvärvar eller avyttrar finansiella instrument som informationen rör för insiderbrott. Vidare döms för vårdslöst insiderförfarande den som begår ovan beskrivna gärning av oaktsamhet.

Denna regel ska enligt lagmotiven tolkas så att det bör anses utgöra oaktsamt handlande att inte ens försöka återkalla en redan lämnad order, ifall den person som lämnat ordern får tillgång till insiderinformation efter att ordern lämnats, men innan den verkställts.¹⁶⁹ Skrivningen i lagmotiven får konstateras vara överraskande,

¹⁶⁷ Som ledning för hur tillåtande undantag ska struktureras hänvisas till t.ex. *Spector*-fallet och marknadsmissbruksdirektivets preambel 14, 29 och 30.

¹⁶⁸ Ovan presenterade struktur medför förstås som en biprodukt samma nytta inom ramen för rådgivningsförbudet, som självfallet ska knytas till samma generiska definition av insiderinformation som handelsförbudet. Vidare möjliggör strukturen att man särskilt inom ramen för rådgivningsförbudet överväger vilka skäl som ska berättiga till undantag från rådgivningsförbudet i situationer då den som rådgiver har självgenererad insiderinformation. Klart är att typerna 2 och 3 kan uteslutas direkt i stöd av ovan under handelsförbudet anförda argument. Vidare förefaller det även högst ifrågasatt att storinvesteraren eller budgivaren utan hinder av rådgivningsförbudet fick rådge parter i stöd av sin självgenererade insiderinformation. Därför är det sannolikt att inga undantag alls bör tillämpas på rådgivningsförbudet.

¹⁶⁹ Se Prop. 2004/05:142 s. 163. Se vidare *Samuelsson m.fl.* 2005 s. 237.

eftersom det blott i stöd av lagtexten primärt får anses förhålla sig så att avgörande för när personen som eventuellt begår ett insiderbrott är att personen har informationen innan transaktionen utförs, så att *insiderinformationen* och det informationsövertag informationen skapar, kan missbrukas i form av utförandet av en transaktion som på grund av insiderinformationen görs i stöd av ett idiosynkratiskt riskförsprång, nämligen så att gärningsmannen har bättre riskvillkor i sin transaktion än övriga marknadsaktörer. Därför är den spontana tolkningen av insiderhandelsförbudet och även den praktiskt oftast aktualiserade strukturen i insiderhandelsförbudet den där först information mottas, och därefter transaktionen utförs.

Den svenska tolkning som framförs i lagmotiven är inte heller påträffad i andra undersökta länders rättsordningar. Däremot kan konstateras att en på sätt och vis invers situation, där en person utan insiderinformation lämnar en order, därefter får insiderinformation och slutligen återkallar ordern för att den i ljuset av insiderinformationen blev ogynnsam, har vållat en del kritisk diskussion i rättslitteraturen.¹⁷⁰ En dylik situation, där gärningsmannens gärning (återkallandet av ordern) uppenbarligen är en reaktion på insiderinformation, har inte ansetts förbjuden av den enkla anledningen att insiderhandelsrekvisitet förutsatt att finansiella instrument *förvärvats* eller *avyttrats*, vilket inte kan anses vara fallet då en person i stöd av insiderinformation uttryckligen gör det motsatta (återtar ordern utan att något förvärvas eller avyttras). Argumentationen som talat för att detta i stöd av marknadsmissbruksdirektivet inte varit förbjudet, har dels tagit fasta på kravet på förutsägbarhet i straff- och värdepappersmarknadslagstiftningen, vilken inom ramen för legalitetsprincipen talar för att tolkningen av strafföreskrifter bör vara rimligen förutsägbar, vilket inte är fallet om förvärv eller avyttringar tolkas täcka även *ogenomförda* förvärv eller avyttringar. Dels har argumentationen tagit fasta på en mera funktionell utgångspunkt, där man gjort en tydlig distinktion mellan *marknadskonsekvensen* av att förvärva eller avyttra respektive låta bli att förvärva eller avyttra finansiella instrument. Enär marknadskonsekvensen är uppenbar i de förra situationerna är det lika tydligt att någon marknadskonsekvens i form av förvärv eller avyttringar inte uppstår i de senare situationerna. Därtill bör noteras att en förändring som leder till en expansion av insiderhandelsförbudet på just denna punkt har lagts fram av Kommissionen i marknadsmissbruksförordningen.

Det är därför skäl att kort dryfta om den i de svenska lagmotiven förfäktade tolkningen om att ett underlåtet återtagande av en redan avgiven order då insiderinformation mottagits efter att ordern avgivits, kan anses befogad, i vilket fall det vore tänkbart för Sverige att fortsätta upprätthålla en dylik syn, trots att den inte är samstämmig med gemene syn förfäktad i referensjurisdiktionerna i denna undersökning. Noteras bör dock att denna syn i så fall fortsättningsvis leder till ett insiderhandelsförbud som i Sverige är överinklusivt och således inte i linje med europeisk standard.

2.2.2 Utvärdering

Ovan skisserade problem involverar frågor som får anses vara fundamentala för straffrätten. Det handlar således om att ta ställning till vad som avses med en gärning,

¹⁷⁰ Se t.ex. *Knuts* 2011 s. 177.

skillnaden mellan handling och underlåtenhet samt vilken relation försök har till fullbordat brott. Enklast är att konstatera att lagstiftningen inte valt att kriminalisera underlåtenheten att återta en avgiven order om den person som avgivit ordern mottar insiderinformation innan ordern verkställts. En rimlig orsak till att så inte skett torde vara att en dylik underlåtenhetskriminalisering vore ohemul och dessutom skulle förbjuda något som det knappast med tanke på marknadsmissbruksreglernas syfte fanns något skäl till att förbjuda. Ohemult vore att den som avgivit en order, därefter antingen tvingades, under hot om underlåtenhetsbrott, att stå i beredskap att återkalla den order personen avgett, eller därefter tvingades säkerställa att ingen insiderinformation kunde tillkomma under den obestämda (om än ofta korta tid) det tar för en avlämnad order att verkställas. Omotiverat med tanke på skyddssyftet vore att den som redan avgett en order och först därefter mottar insiderinformation, inte rimligtvis kan påstås ha kunnat inneha än mindre utnyttja, den information som personen ännu inte hade. Därför kan personen vid sitt beslut om att avge ordern inte heller ha kunnat påverkas av insiderinformationen, och därför kan ingen sådan informationsasymmetri som hotar marknaden ha kunnat existerat då ordern avgavs. Att ingen underlåtenhetsvariant av dylikt slag inkluderats i insiderhandelsförbudet får tolkas berättiga slutsatsen att någon sådan återkallelseberedskapsplikt inte ansetts nödvändig av lagstiftaren, varför det kan synas något inkonsekvent att lagmotiven förfäktar ovan refererad syn. Rent generellt kunde därmed problemet redan avgöras på normhierarkiska grunder genom att konstatera att lagmotiven inte rimligtvis kan tillåtas ut vidga tolkningen av ett förbud att täcka sådant som förbudets lagstadgade ordalydelse inte täcker.

Ändå kan det av pedagogiska skäl vara motiverat att vidare granska när ett insiderbrott ska anses ha fullbordats. Så sker när den person som innehar insiderinformation förvärvar eller avyttrar relevanta finansiella instrument. Inom insiderrätten har detta allmänt tolkats innebära den tidpunkt då transaktionen har verkställts, även om det kunde åberopas en senare tid, då den verkställda transaktionen avräknats, så att pengar och finansiella instrument bytt ägare.¹⁷¹ Däremot kunde knappast en tidigare tidpunkt för fullbordandet åberopas, eftersom lagstiftningen uttryckligen förutsätter ett förvärv eller en avyttring, vilka kriterier näppeligen kan tolkas uppfylla då en part genom att avge en order endast obligationsrätligt signalerat på vilka villkor personen är beredd att avyttra eller förvärva de finansiella instrumenten.

Således förefaller det uppenbart att en avgiven order är den kritiska tidpunkt då ordergivarens gärningskontroll upphör. Därefter beror frågan om en order blir en avyttring eller ett förvärv på omständigheter som inte personen primärt kan påverka, eftersom det främst beror på om någon annan omvänd order finns att tillgå hos mäklaren eller på marknaden eller om den givna ordern lyckas locka fram någon sådan accept. För gärningsläran innebär detta att en avgiven order inte är en fullbordad gärning, men däremot är ett fullbordat försök. Detta leder i praktiken till följande problemkombinationer som bör lösas enligt följande motiveringar.

En person har inte insiderinformation och avger en köporder genom att ringa till sin mäklare. Personen lägger på luren och öppnar ett brev, som visar sig innehålla positiv insiderinformation. Personen väntar (nöjd) tills ordern blivit verkställd. Eftersom personen saknat insiderinformation när personens gärningskontroll upphört, har

¹⁷¹ Se Schröder 2007 s. 91 och Knuts 2011 s. 141.

personen varken begått eller försökt begå insiderhandelsbrott. Eftersom något underlåtenhetsbrott att återkalla avgiven order inte stadgats i lag, finns en sådan plikt ej heller.

En person har positiv insiderrinformation, och avger en köporder genom att ringa till sin mäklare. Personen lägger på luren, men ångrar sig, och ringer upp mäklaren som hinner hejda ordern utan att den verkställs. Eftersom personen haft insiderrinformation när han avgivit ordern och personens gärningskontroll upphört, har personen fullbordat ett försök att begå insiderhandelsbrottet, men eftersom personen varken avyttrat eller förvärvat finansiella instrument, har insiderbrottet inte fullbordats.

En person har inte insiderrinformation och avger en köporder genom att ringa till sin mäklare. Personen lägger på luren och öppnar ett brev, som visar sig innehålla negativ insiderrinformation. Personen ringer upp mäklaren och återkallar köpordern, vilket han lyckas med. Personen har inte förvärvat eller avyttrat finansiella instrument och har därför inte enligt nu gällande rätt brutit mot insiderhandelsförbudet. Däremot innebär ändringarna i marknadsmissbruksförordningen att ovan beskrivet beteende framgent kommer att vara en del av förbudet mot insiderhandel.

En person har inte insiderrinformation och avger en köporder genom att ringa till sin mäklare. Personen lägger på luren och öppnar ett brev, som visar sig innehålla negativ insiderrinformation. Personen ringer upp mäklaren och försöker återkalla köpordern, vilket han inte lyckas med. Personen har förvärvat eller avyttrat finansiella instrument genom en transaktion där gärningskontrollen upphört innan han mottagit insiderrinformation och har därför inte begått insiderhandel, vilket personen heller inte hade gjort, trots att han känt till informationen medan han ännu hade gärningskontroll, eftersom han handlat emot insiderrinformationens riktning (visserligen utan att känna till den). Däremot innebär ändringarna i marknadsmissbruksförordningen att ovan beskrivet beteende framgent kommer att vara ett exempel på ett fullbordat försök att i strid med den nya regleringen återkalla en avgiven order till följd av insiderrinformation. Skulle emellertid personen försökt ringa sin mäklare men misstagit sig om numret och istället ringt sin slaktare, vore försöket otjänligt, vilket inte betingar straff. Om däremot mäklarens nummer slagits, men mäklaren inte varit anträffbar, närmar sig tröskelen för fullbordat försök, som definieras av att gärningskontrollen upphört. Så är definitivt fallet om mäklaren svarar och återkallelseuppdraget ges, men mäklaren slår in fel nummer för det finansiella instrumentet med den följderna att ingen order återkallas.

2.3 *Kausalitet mellan insiderrinformation och transaktion – innehav eller utnyttjande?*

2.3.1 **Sverige i relation till länderna i komparationen**

Frågan om vilken relation insiderrinformationen (som personen fått eller haft) bör ha i förhållande till det handlingsskäl som gör att personen med informationen förvärvat eller avyttrar finansiella instrument för vilken informationen är relevant, har gett upphov till en omfattande juridisk debatt.¹⁷² Frågeställningen tar fasta på vilken grad

¹⁷² Debatten har i USA framför allt förts inom frågeställningen *possession vs. use*. Se t.ex. *SEC vs Adler, US vs Smith* och *US vs Teicher*. Se vidare Nagy 1999 s. 1129–1200, *Block – Hoff* 1998 s. 5, *Horwich* 1997 s. 1235, *Karmel* 1998 s. 3, *Pitt – Groskaufmanis* 1993 s. 20 och *Sturc – Cummer* 1998 s. 12.

av orsakssamband, d.v.s. kausalitet som måste visas ha förekommit mellan informationen och transaktionen. Kausalitetsfrågan vid insiderhandel bör dock något otypiskt besvaras i den sinnevärld som utspelar sig i gärningsmannens medvetande. Därför kan kausalitetsrelationen mellan information och transaktion kallas psykisk kausalitet till skillnad från de mycket mera frekventa orsakssamband mellan fysiskt iakttagbara företeelser som ansvarsjuridiken ofta utreder.

Konkret handlar alltså kausalitetsfrågan i insiderhandel om huruvida det för ansvar förutsätts att det fastställs att uttryckligen insiderinformationen varit den exklusiva orsaken till transaktionen, eller om det är tillräckligt att ett lägre krav för relationen uppställs, och i så fall vilket ett tillräckligt krav är.

Utvärderingen av det svenska insiderhandelsförbudet gör gällande att lagstiftaren gått in för en lagstiftningsmodell som inte innefattar ett explicit rekvisit för utnyttjande av informationen vid transaktionen. Denna modell kallas här *förfogandemodellen* och den företräds i det undersökta samplet av Danmark,¹⁷³ Norge¹⁷⁴ samt i den straffrättsliga varianten i England.¹⁷⁵ Alternativet är en lagstiftningsmodell som semantiskt påminner mycket om marknadsmissbruksdirektivet¹⁷⁶ och marknadsmissbruksförordningen.¹⁷⁷ Denna modell kallas här *utnyttjandemodellen* och den företräds av Finland,¹⁷⁸ Tyskland¹⁷⁹ och den administrativa varianten i England.¹⁸⁰ Förfogandemodellen får rent normativt betraktas ha ett större nedslagsfält än utnyttjandemodellen. Omvänt innebär utnyttjandemodellen ett högre beviskrav för den part som måste påvisa att insiderinformationen utgjort orsaken till transaktionen.

¹⁷³ I danska *L om værdipapirhandel* 35 § stadgas att: ”Køb, salg og tilskyndelse til køb eller salg af et værdipapir må ikke foretages af nogen, der har intern viden, som kan være af betydning for handelen.”

¹⁷⁴ I norska *Lov om verdipapirhandel* 3:3 § stadgas att ”Tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike disposisjoner, må ikke direkte eller indirekte foretas for egen eller fremmed regning av noen som har innsideinformasjon.” För övrigt omfattas modellen även av Island där i *Lög um verðbréfavíðskipti* nr 108/2007 stadgas i 123 § om insiderhandel – *um innherjasvik* – på motsvarande sätt.

¹⁷⁵ I England stadgas i *Criminal Justice Act 1993* 52 §: ”An individual who has information as an insider is guilty of insider dealing if, in the circumstances mentioned in subsection (3), he deals in securities that are price-affected securities in relation to the information.” Här är dock skäl att notera att *Criminal Justice Act 1993* 53 § innehåller en *defence*, som kan konstateras vara mycket bred och stadgar om det s.k. *would have traded anyway*-undantaget: ”An individual is not guilty of insider dealing by virtue of dealing in securities if he shows – that he would have done what he did even if he had not had the information.”

¹⁷⁶ Se marknadsmissbruksdirektivet artikel 2(1): ”Medlemsstaterna ska förbjuda varje person som avses i andra stycket och som förfogar över insiderinformation att utnyttja denna för att förvärva eller avyttra, eller försöka förvärva eller avyttra, finansiella instrument som omfattas av denna information, för egen eller annans räkning, direkt eller indirekt.”

¹⁷⁷ Se marknadsmissbruksförordningen artikel 7(1): ”For the purposes of this Regulation, insider dealing arises where a person possesses inside information and uses that information by acquiring or disposing of, for his own account or for the account of a third party, either directly or indirectly, financial instruments to which that information relates.”

¹⁷⁸ ”Den som [...] erhållit insiderinformation, får inte utnyttja informationen genom att för egen eller någon annans räkning direkt eller indirekt förvärva eller avyttra sådana värdepapper som informationen gäller [...].”

¹⁷⁹ I Tyskland stadgas i *Gesetz über den Wertpapierhandel* 14 §: ”Es ist verboten, 1. unter Verwendung einer Insiderinformation Insiderpapiere für eigene oder fremde Rechnung oder für einen anderen zu erwerben oder zu veräußern.“ I Schweiz stadgas för övrigt i *Schweizerisches Strafgesetzbuch* art. 161 på ett sätt som motsvarar det tyska stadgandet.

¹⁸⁰ ”The following are, in the opinion of the, (1) dealing on the basis of which is not trading information.”

Det är inte skäl att överbetona de konkreta skillnaderna mellan modellerna, trots att det rent normativt är en tydlig distinktion i hur insiderhandelsförbudet konstruerats. Detta beror på att tolkningen av utnyttjandemodellen i rättspraxis tenderat att sätta ribban lågt för det krav som ställts på den bevisning som ska företes om kausaliteten mellan informationen och transaktionen. T.ex. har EU-domstolen i det mycket omdiskuterade *Spector Photo*-fallet¹⁸¹ fastställt i en motivering som inte är alldeles lättläst¹⁸² att marknadsmissbruksdirektivet ska tolkas uppställa en presumtion om utnyttjande, som råder när en person innehar insiderinformation och utför en transaktion.¹⁸³

För föreliggande utvärdering är det ändå intressant att notera att länder som omfattat förfogandemodellen rent normativt gått in för att balansera den mera omfattande förbudsmodellen genom att ange olika *undantag* som gör att brott mot insiderhandelsförbudet inte ska konstateras, trots att lagstiftningens krav i förfogandemodellen strikt taget uppfyllts. I svensk rätt ingår en förhållandevis utförlig undantagskatalog i 5 §.

2.3.2 Utvärdering

Den struktur den svenska lagstiftaren valt för att uppställa kausalitetskravet i insiderhandelsförbudet är inte oproblematiske i en internationell jämförelse. Trots att det strukturella upplägget i innehavsmodellen, som får beskrivas vara ett mera omfattande förbud än i utnyttjandemodellen, med omfattande undantagsmöjligheter för att snäva in den breda förbudsnormen, inte normativt avviker radikalt från utnyttjandemodellen, kan ändå praktiska problem uppkomma i innehavsmodellen.

Det finns nämligen en viss risk att den undantagskatalog, som ska sörja för att vissa transaktionstyper som inte har en marknadsskadande verkan ska vara möjliga att utföra, trots ambitiös utformningsansats, blir för inflexibel för att fånga upp de talrika transaktionsstrukturer som kan förekomma på den marknad där insiderhandelsförbudet gäller. Därtill kommer att en ambitiös undantagskatalog kan leda till en rättskultur, där det uppstår en uppfattning som gör gällande att det breda

¹⁸¹ Mål C-45/08 *Spector Photo Group NV* m.fl. *Spector*-fallet.

¹⁸² Se för en kritisk analys av domen *Knuts* 2011 s. 683–699.

¹⁸³ Se om fallet i rättslitteraturen. Se dock Lau Hansen, Jesper, *Insider Dealing Defined: The EU Court's Decision in Spector Photo Group*, *European Company Law* 2010 s. 98–105 och Sjöman, Erik, *Marknadsmissbruksdirektivets utnyttjanderekvisit*, *Juridisk Tidskrift* 2009–2010 s. 672 ff. Inom den europeiska värdepappersmarknadsrätten har däremot flera artiklar som kommenterar EUD:s avgörande publicerats. Framför allt i Tyskland har diskussionen varit livlig. Se t.ex. Widder, Stefan, *Masterpläne, Aktienrückkaufprogramme und das Spector-Urteil des EuGH bei M&A-Transaktionen*, *Betriebs-Berater* 2010 s. 515–518, Schulz, Stephan, *Das Insiderhandelsverbot nach § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG im Lichte der Spector-Rechtsprechung des EuGH*, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2010 s. 609–613, Frisch, Stefan, *Insiderhandel, Insiderinformation, Ausnutzen, Verfall, Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht* 2010 s. 339–340, Schall, Alexander, *Insiderinformation und zivilrechtliche Aufklärungspflicht – Das Leitbild des Individualvertrags als neue Perspektive*, *Juristische Zeitschrift* 2010 s. 392–397, Nikoleyczik, Tobias – Gubitzi, Daniel, *Das Insiderhandelsverbot bei M&A Transaktionen nach der „Spector“-Entscheidung des EuGH*, *Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht* 2010 s. 159–163, Gehrmann, Philipp, *Das Spector-Urteil des EuGH – Zur Beweislastumkehr beim Insiderhandel*, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 2010 s. 48–52, Cascante, Christian – Bingel, Adrian, *Insiderhandel – in Zukunft leichter nachweisbar? – Die Auslegung des Insiderrechts durch den EuGH und Folgen für die M&A-praxis*, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2010 s. 161–165.

förbudet ska tillämpas om inte ett explicit undantag i katalogen blir tillämpligt. Detta kan i sin tur leda till en onödig försiktighet i sådana transaktionsstrukturer som fyller en viktig funktion på aktiemarknaden utan att för den skull på något sätt hota eller skada marknaden. När så sker, är det uppenbart att lagstiftningsstrukturen och dess praktiska tillämpning leder till ett resultat där förbudet för insiderhandel blir överinklusivt. Överinklusiviteten har flera hämmande verkningar. För det första leder den till mindre konkurrenskraftig finansmarknad, jämfört med övriga konkurrerande finansmarknader. För det andra leder den till en förminskad likviditet i form av uteblivna transaktioner på marknaden. För det tredje kan den på ett allmänt plan vara ägnad att skapa en osäkerhet angående gällande rätt, vilket i sin tur leder till en omotiverad försiktighet, som åter understöder lagstiftningens överinklusiva karaktär.

Enligt svensk rätt är i nu rådande struktur åtminstone oklart huruvida:

1. två personer som bägge har identisk informationsbild, vilken information dock är insiderinformation, har rätt att ingå en transaktion sinsemellan.
2. den part, som har ett kontraktuellt åtagande som leder till att partens riskprofil mot det underliggande tillgångsslaget är invers, trots insiderinformation (som därmed även den blir invers) får förvärva eller avyttra det underliggande tillgångsslaget i marknaden för att på detta sätt hedga sin position under det kontraktuella åtagandet.
3. den part, som blankat finansiella instrument utan ett täckande värdepapperslån (*naked short*), får stänga sin öppna position i enlighet med sitt åliggande (på givna settlement- villkor) om parten får relevant insiderinformation mellan tiden för öppnande av positionen men för tiden för stängandet av positionen.
4. den part som har kontraktuella åtaganden, som outsourceade handelsprogram eller outsourcead odiskretionär förmögenhetsförvaltning, har rätt att hålla fast vid sitt kontraktuella åtagande, trots att parten efter utfästelsen av åtagandet mottagit insiderinformation som kunde ha varit relevant för givandet av åtagandet.
5. den part, som inte har insiderinformation, har rätten att samtycka till en transaktion med en part som har insiderinformation, utan att vid samtycket känna till informationen (s.k. *big boy letters*).

Det är dessutom sannolikt många flera kritiska situationer som kan uppkomma, ifall en mera djuplodande analys genomfördes. Just detta är symptomatiskt för undantagskatalogen: Det är osannolikt att det är möjligt att uppställa en tillräckligt täckande undantagskatalog för att kunna tillgodose både marknadens effektivitetsintresse och det rättsliga förutsägbarhetsintresset. Därför är det högst ifrågasatt om den nuvarande strukturen med en bindande undantagskatalog bör upprätthållas framgent.

Åtminstone tre alternativ till lösning på det strukturella problemet kan anges:

- Det är skäl att överväga att omvärdera innehavsmodellen och istället övergå till en utnyttjandemodell. I stöd av EUD:s dom i *Spector Photo*-fallet torde en utnyttjandemodell med en presumtion som uppstår till följd av innehav av insiderinformation vara lika inklusiv som den nuvarande innehavsmodellen med undantagskatalogen. Mervärdet i den strukturella reformen uppkommer dock genom att den nya modellen förminskar den osäkerhet som råder gällande tolkningen av nuvarande lagstiftning.
- Alternativt kunde en generalklausul införas i undantagskatalogen, för att understryka att undantagen ingalunda är exklusiva, utan endast exemplifierar de bakomliggande juridiska motiv för att trots allt godkänna vissa transaktioner där den som utför transaktionen innehar insiderinformationen utan att dock utnyttja den på ett sätt som stöter sig med lagstiftningens skyddssyfte.¹⁸⁴
- Slutligen kunde, utan att det nödvändigtvis påverkar förslag 1 och 2 ovan, en struktur för förhandsavgöranden gällande vissa konkreta frågeställningar upprättas för att möjliggöra att marknadsaktörer kan inhämta förhandsbesked innan dispositioner som tänkbart kan kränka insiderhandelsförbudet genomförs. Alternativt kunde också mera detaljerad reglering för att förtydliga undantagen och undantagsdoktrinen meddelas av vederbörlig instans.

2.4 Särskilt om den s.k. *Tivoxluckan*

2.4.1 Bakgrund

Trots att denna utvärdering avgränsas till ovan angivna frågeställningar, har under intervjudelen av denna utvärdering flera gånger frågan om den s.k. *Tivoxluckan* tagits upp som ett potentiellt tillkortakommande i nu gällande lagstiftning. Frågeställningen berör rekvisitet för förbjuden gärning i insiderhandelsförbudet och därför ska kort frågeställningen beröras i denna del av utvärderingen.

Frågeställningen aktualiserades till följd av en dom från Sveriges Högsta domstol i det s.k. *Tivox-fallet*.¹⁸⁵

I fallet dömdes en person, som innehaft insiderinformation angående föreliggande ekonomiska trångmål i ett aktiemarknadsbolag, för att i strid med rådgivningsförbudet ha anmodat en annan person att sälja aktier emitterade av bolaget som skulle komma att gå i konkurs. Anmodan hade genomförts genom ett uttalande med innebörden att aktier borde säljas. Den juridiskt intressanta följdfrågan, som även gett upphov till diskussioner om tillräckligheten i insiderhandelsförbudet, gällde huruvida den andra personen, som blivit anmodad att sälja sina aktier, ävenledes skulle anses ha fått insiderinformation. Skulle så vara fallet hade transaktionen genom vilken den andra personen sålt aktier, ansetts vara en transaktion, genom vilken den

¹⁸⁴ Det bör särskilt påpekas att straffrätten rent generellt erkänner en tillämpning av undantag trots att rekvisitet för förbjuden gärning *prima facie* uppfyllts. Så är fallet approximativt uttryckt om inte gärningen hotar skada det intresse som förbudet uppställts för att skydda.

¹⁸⁵ Se NJA 2008 s. 292. Se om fallet även *Knuts* 2011 s. 239–240.

andra personen självständigt brutit mot insiderhandelsförbudet. Skulle så inte vara fallet hade transaktionen inte varit förbjuden i stöd av insiderhandelsförbudet.

Högsta domstolen resolverade i fallet att det under föreliggande omständigheter inte var styrkt att den andra personen mottagit insiderinformation, varför det inte kunde anses att den andra personen genom sin avyttringstransaktion brutit mot insiderhandelsförbudet.¹⁸⁶ Detta förhindrar inte att den nytta den andra personen tillskansat sig genom transaktionen (som inte stred mot insiderhandelsförbudet) kunde förverkas som brottsnytta åstadkommen genom den första personens brott mot röjandeförbudet.

2.4.2 Problemet

Den s.k. Tivoxluckan ger upphov till frågeställningen om det vore skäl att utveckla lagstiftningen genom att expandera insiderhandelsförbudets nedslagsfält så att det även täckte situationen ovan. För tydlighetens skull bör konstateras att den normativa frågan uttryckligen gäller huruvida den person som handlar på basis av information som per definition *inte anses vara insiderinformation* borde kunna lagföras för handel i stöd av information som givits av en person som agerat i strid med *rådgivningsförbudet*. Däremot gäller den normativa frågeställningen inte situationer där källan till insiderinformation brutit mot *röjandeförbudet* eftersom det i så fall *prima facie* betraktas ha lett till att mottagaren av informationen uttryckligen fått den insiderinformation som röjts.

Det finns i teorin två tänkbara tillvägagångssätt att expandera nuvarande insiderhandelsförbud för att åtgärda den omtalade situationen. Antingen kan definitionen av insiderinformation expanderas att täcka även ovan beskriven icke-insiderinformation, alternativt kan definitionen av insiderhandelsförbudet expanderas att täcka både transaktioner utförda under innehav av insiderinformation och transaktioner utförda under innehav av sådan information som givits på basis av insiderinformation.

I ljuset av den rådande systematiska strukturen i insiderhandelsförbudet är det direkt skäl att utesluta det förra tillvägagångssättet. Eftersom definitionen av insiderinformation är insiderrättssystematiskt allmängiltig, skulle en eventuell expansion av definitionen av insiderinformation även expandera nedslagsfälten för röjandeförbudet och rådgivningsförbudet. Detta skulle göra definitionen av insiderinformation i kombination med dessa förbud överinklusivt på ett icke-ändamålsenligt sätt. Därför ska i det följande analyseras om en expansion av insiderhandelsförbudet till att täcka även transaktioner som utförs av en person som innehar sådan information som mottagits av en person som agerat i strid med rådgivningsförbudet kan anses motiverad.

¹⁸⁶ Det kan tilläggas att högsta domstolen inte kategoriskt uteslutit att inte en anmodan, betraktad i ljuset av de faktiska omständigheter som omger anmodan, kan tolkas vara insiderinformation.

2.4.3 Expansion av insiderhandelsförbudet

En expansion av insiderhandelsförbudet för att täcka den s.k. *Tivoxluckan* kunde rent tekniskt genomföras så att ett tillägg i handelsförbudet inkluderades för att täcka situationer där den person som utför transaktionen innehar information, som inte är insiderinformation, men som getts på basis av insiderinformation.¹⁸⁷ Då kunde insiderhandelsförbudet komma att täcka även den som handlar på basis av ett tips från en insider.

Det är emellertid inte problemfritt att expandera insiderhandelsförbudet på ovan beskrivet sätt. Expansionen skulle blotta ett rättsskyddsproblem, eftersom insiderhandelsförbudets expansiva tillägg i praktiken skulle komma att utgöra ett kriterium som inte den person som regleras av kriteriet nödvändigtvis kan bedöma. Själva informationen, som tentativt kunde uppfylla tilläggs-kriteriet, måste per definition vara något annat än insiderinformation.

Ett enkelt tips, givet per SMS, med den enkla innebörden "köp aktie X" är ett gott exempel: det piper till i telefonen hos mottagaren, men avsändarnumret är okänt.

Uppenbart är att mottagaren av tipset inte kan bedöma om det givits på basis av insiderinformation eller om andra orsaker ligger bakom tipset. Därav följer att mottagaren inte nödvändigtvis vet eller har en möjlighet att kvalitativt analysera om tipset alls har någon relevans för aktiemarknaden. Klart är även att tipset inte nödvändigtvis ger mottagaren en informationsfördel som är relevant i marknaden.¹⁸⁸ I ett sådant läge vore det oskäligt att ålägga mottagaren av informationen en utredningsplikt gällande existensen av eventuell insiderinformation hos informationens källa. Dessutom vore en sådan utredningsplikt bekymmersam, eftersom det inte fanns några garantier för att den utredning mottagaren av tipset utförde skulle ge några som helst resultat *om omständigheterna under vilket tipset gavs*.

Uttryckligen omständigheterna under vilket tipset gavs blottar *de facto* den intellektuella nyckeln till lösningen på det problem *Tivoxluckan* aktualiserar. Den lösning på problemet som här förespråkas är nämligen att i doktrinen utveckla en mera nyanserad tolkning av *insiderinformation*, så att tolkningen är lyhörd för de omständigheter som omgivit den faktiska tipssituationen. Nuvarande definition av insiderinformation möjliggör nämligen redan i sig att det påtalas och bevisas att den informationsbild mottagaren fick till följd av tipset var sådan att definitionen av insiderinformation är uppfylld. Det är därmed redan nu möjligt att *kontexten* för bedömningen av om mottagaren mottagit insiderinformation är sådan att *samma tips* som i vissa kontexter inte är insiderinformation, i andra kontexter är detta.

¹⁸⁷ Här kan inte ingående analyseras huruvida ett krav på kausalitet mellan insiderinformationen och rådgivningen existerar i samma form som i insiderhandelsförbudet. Preliminärt bör kausalitetskravet vara högre inom rådgivningsförbudet än inom handelsförbudet, bland annat eftersom de gärningar som kan komma att falla under rådgivningsrekvisitet är mycket mera varierande och omfattande än de gärningar som kan komma att falla under handelsrekvisitet.

¹⁸⁸ Det kan konstateras att det mycket frekvent förekommer olika aktietips som mera eller mindre baserar sig på sådan analytisk information som finns tillgänglig i offentligheten, t.ex. i den ekonomiska tidningspressen.

Ponera att ovan angivna SMS, med den enkla innebörden "köp aktie X" mottas från ett nummer som är mottagaren välbekant. Hans kurskamrat från Handels har sänt meddelandet under omständigheter, där mottagaren vet att rådgivaren är styrelseledamot i en investeringsbank. Antag vidare att rådgivaren inom sin organisation belagts med ett förbud att avlämna investeringsrådgivning, vilket även mottagaren, som dessutom studerat juridik, och skrivit reglementet, mycket väl känner till. Antag därtill att rådgivare och mottagare har ett "väletablerat tipssamarbete" där även omvänd rådgivning sker och att mottagaren numera är delägare i advokatbyrå, som ofta instrueras av klienter som planerar takeovers på aktiemarknaden. Beakta dessutom att personerna haft kontakt dagen före och att rådgivaren då meddelat mottagaren "att i morgon är nåt stort på gång på mötet, så det blir nog ingen tennis".

Av det kontextualiserade exemplet följer att det är uppenbart att nuvarande normativa definition av insiderinformation förmår täcka även vissa situationer av tipsgivning, där det med tillräcklig säkerhet är styrkt att tipset baserade sig på insiderinformation. När så är fallet, innebär uttryckligen de kontextuella omständigheter som omger tipset att den informationsbild som uppstår ger mottagaren ett sådant otillbörligt informationsförspårang som definitionen av insiderinformation fastställer. Därför ska en sådan mottagare inte tillåtas utnyttja informationsförspårang vid handel med finansiella instrument, men orsaken till detta är inte, strikt taget, att mottagaren fått ett tips, utan att mottagaren sammantaget fått en sådan informationsbild som utgör insiderinformation.

3. REKVISITET FÖR PERSONLIGT ANSVAR

Rekvisitet för personligt ansvar vid insiderhandel, eller frågan om uppsåt och vållande, har i praktiken sällan utgjort den springande punkten i ansvarsprocesser gällande insiderhandel. Istället kan de praktiska problemen anses ha berört tolkningen av rekvisitet för förbjuden gärning. Oftast har de avgörande rättsliga frågorna tangerat definitionen av vilken information som ska anses utgöra insiderinformation, till vilket i praktiken hör frågor om hur existensen av insiderinformation ska bevisas.

Trots detta är frågorna gällande det personliga ansvaret inte utan intresse för en utvärdering av insiderhandelsförbudet. En traditionell ansvarsrättslig syn gör nämligen gällande att ett för högt krav på det personliga ansvaret kan komma att leda till oöverkomliga svårigheter för åklagarsidan att visa brott, varför det inte sällan förs en rättspolitisk diskussion om på vilken nivå rekvisitet för personligt ansvar ska läggas. Diskussionen får dessutom anses vara nära förknippad med olika tillstraffrätten alternativa sanktionsformer, där man ibland elaborerat med att konstruera ansvarsformer med längre krav på personligt ansvar, för att på detta sätt underlätta verkställandet av ansvar för sådan verksamhet som objektivt sett brutit mot ett förbud och därmed förorsakat eller hotat förorsaka omgivningen en sådan negativ konsekvens som från första början motiverade uppställandet av förbudet. Dessutom förefaller det naturligt att dra gränsen mellan olika sanktionsformer vid just gränsen mellan uppsåt och vållande.

Samtliga länder som ingått i den komparation som utförts i denna utvärdering omfattar en uppsåtlig ansvarsform för insiderhandel. Därtill omfattas allmänt även någon form av oaktsamhetsansvar för insiderhandel. Slutligen finns det skrivningar i

rättpraxis som åtminstone kan tolkas förfäktat att strikta ansvarsformer skulle kunna existera för insiderhandel.¹⁸⁹ Därför ska i det följande kort analyseras hur de olika formerna för personligt ansvar spelar in i den förbudshelhet insiderhandelsförbudet utgör. Ansatsen är att identifiera vilken praktisk betydelse dessa rekvisit har för insiderlagstiftningens funktionsduglighet. Därefter ska kort diskuteras om lagstiftningen kunde effektivieras genom att förverkliga en ansvarsform som byggde på strikt ansvar för brott mot insiderhandelsförbudet.

3.1 Problemställningen

Analysen av rekvisitet för personligt ansvar vid insiderhandel erbjuder flera förhållandevis svåra problemställningar. Det är dock enklast att börja med de frågor som är mindre utmanande. Som vid alla bedömningar av rekvisitet för personligt ansvar är objektet för rekvisitet centralt även inom insiderhandel. Här tas som utgångspunkt att personer som utför handel i finansiella instrument alltid även vet vad de håller på med på ett sådant sätt att själva utförandet av den transaktion, som eventuellt sker i strid med insiderhandelsförbudet ändå är en transaktion till vilken personen som utför transaktionen kan anses ha uppsåt.

Vidare exkluderas här frågeställningar om ett eventuellt överskjutande uppsåt eller andra former av kvalificerat uppsåt, eftersom dessa frågor är starkt beroende av uppsåtsdoktrinen i respektive land. Som en kuriositet kan dock nämnas att det inte förefaller helt ovanligt att det förutsätts att insiderhandel sker i *vinningssyfte*. Samtidigt är dock klart att detta krav på vinning sällan vållar oöverkomliga problem för lagtolkaren då det relateras till personens gärning som består av avyttrande eller förvärvande av finansiella instrument. Utan att plöja alltför djupt ner i handlingsskäl för mänsklig verksamhet kan åtminstone preliminärt anföras att det torde vara någorlunda rimligt att anta att den som köper eller säljer t.ex. aktier presumtivt har i syfte att nå vinning med transaktionerna. Därför är det ifrågasatt om ett krav på vinning i samband med insiderhandelsförbudet överhuvudtaget kan förmå inskränka ansvaret.¹⁹⁰

Vad som däremot är vanskeligare att fastställa är vad som egentligen avses med den kvarvarande relevanta frågan, nämligen hur man ska bedöma uppsåt och vållande i förhållande till just själva insiderinformationen. Mera specifikt är den svåraste frågan enligt mitt förmenande vad som egentligen avses med insiderhandel av oaktsamhet. Detta är en följd av rekvisitet för förbjuden gärning, vilket i sin tur är en konsekvens av hur det mänskliga beteende som tar fasta på att analysera information för att göra affärer i finansiella instrument får anses utfalla i den kontext där förbudet mot insiderhandel ska fungera.

Problemet är om den nyckelfråga som traditionellt förknippats med bedömningar om uppsåt och vållande – nämligen vad gärningsmannen vet om de omständigheter som föreligger vid gärningsögonblicket – är av avgörande betydelse redan för frågan om huruvida rekvisitet för förbjuden gärning ska anses uppfyllt. Insiderinformation är nämligen, precis som namnet aviserar, information, som dessutom kvalificeras genom

¹⁸⁹ Se EUD mål C-45/08 (Spector Photo-fallet) p. 35, 38-39, 43-44, 54, 56 och 62.

¹⁹⁰ Bedömningen kan förstås vara annorlunda beträffande rådgivningsförbudet, där det är uppenbart att andra, mera altruistiska handlingsskäl ganska enkelt kan konstrueras.

att fastställa att insiderinformationen ska ha en viss relation till handel i finansiella instrument. Därav följer att det endast är den insiderinformation som en person känner till som kan vara av relevans för handel i finansiella instrument, insiderhandel inbegripen. Just denna utgångspunkt verifieras tydligt i rekvisitet för förbjuden gärning, där som bekant förutsätts att gärningsmannen ska ha innehaft den insiderinformation han kan presumeras ha utnyttjat i insiderhandeln. Omvänt innebär detta att det personen inte vet, förstås inte heller kan påverka personens investeringsbeslut, än mindre på ett sätt som är problematiskt för aktiemarknadens funktion.

Eftersom insiderhandel följaktligen redan i rekvisitet för förbjuden gärning förutsätter att personen ifråga är medveten om den information som eventuellt kan vara insiderinformation, finns förstås inga skäl att ånyo inom ramen för rekvisitet för personligt ansvar pröva det som redan tidigare fastställts. Därav följer att det presumtivt kan vara svårt att förstå vad insiderhandel av oaktsamhet egentligen skulle kunna vara. Lösningen är att fokusera på objektet för den bedömning som rekvisitet för personligt ansvar är ett uttryck för. I insidersammanhang är det därför inte av intresse att undersöka vad personen med insiderinformation vet, eftersom själva utgångspunkten är att han känner till insiderinformationen. Däremot är det av intresse att undersöka hur personen förhåller sig till det faktum att han vet om informationen (som är insiderinformation). Objektet för bedömning inom rekvisitet för personligt ansvar är därmed en normativ omständighet, inte en faktisk omständighet gällande personens informationsbild eller en potentiell följd av personens handlande.

3.1.1 Uppsåt

Uppsåt vid insiderhandel föreligger när gärningsmannen har insiderinformation och dessutom insåg att så var fallet, dvs. då gärningsmannen insåg att informationen han hade uppfyllde alla delrekvisit i definitionen av insiderinformation. En person som har insiderinformation, utan att inse att informationen han hade uppfyllde alla delrekvisit i definitionen av insiderinformation har å andra sidan inte uppsåt.

3.1.2 Vållande

Uppsåt vid insiderhandel föreligger när gärningsmannen har insiderinformation men inte har insett att så var fallet, trots att gärningsmannen under de omständigheter som förelåg *borde ha insett* att så varit fallet. Däremot föreligger inte insiderinformation hos gärningsmannen om personen endast borde ha insett den information han kunde ha varseblivit om han varit aktsammare. Insiderhandel förutsätter nämligen alltid att personen känner till den information, vars juridiska klassifikation är insiderinformation.

CFO A får ett redflag email med rubriken ”viktigt”. Under en längre tid har börsbolaget förefallit gå sämre än väntat, dessutom brukar kvartalssiffrorna klarna vid just dessa tider. CFO A öppnar emellertid inte emaillet, utan lämnar arbetsplatsen och ringer till sin mäklare för att sälja sina aktier i bolaget. Senare visar det sig att emaillet innehöll insiderinformation (negativa kvartalssiffror).

Frågan om CFO:s ansvar i ovan nämnda exempel beror först och främst på om han har fått insiderinformation. *Prima facie* har så inte skett och därför går han fri, oavsett hans subjektiva inställning till insiderinformationen. En annan sak är att det inom ramen för tolkningen av om CFO har fått insiderinformation bör beaktas sådana kontextuella omständigheter som eventuellt kan tala för att han trots allt bör bedömas ha fått insiderinformation i exempelfallet. Denna fråga är dock en bevisfråga, som dessutom tangerats ovan i 2.4.

CFO A får ett redflag email med rubriken ”viktigt”. Under en längre tid har börsbolaget förefallit gå sämre än väntat, dessutom brukar kvartalssiffrorna klara vid just dessa tider. CFO öppnar mailet och läser innehållet. Han inser att det är viktig information som kommer att leda till en vinstvarning där kursen kommer att sjunka. Två dagar senare säljer han aktier, eftersom han tror att bolaget redan hunnit vinstvarna och att han inte längre har insiderinformation. Emellertid har han inte kontrollerat att vinstvarningen givits, och det visar sig sedermera att så ej heller skett för att den informationsansvarige som han instruerat att ge ut börsmeddelandet har försummat sin uppgift att sända ut börsmeddelandet.

Eftersom CFO i exempelfallet har insiderinformation är det relevant att undersöka hans inställning till huruvida de normativa omständigheterna i definitionen av insiderinformation kan anses uppfyllda. CFO fattar att informationen är relevant, vilket även innebär att den har en tillräcklig relation till de aktier han säljer. Däremot bör avgöras om CFO kan klandras för sin försummelse att utreda om börsmeddelandet verkligen hade offentliggjorts, efter att han givit den informationsansvarige i uppgift att offentliggöra meddelandet. Frågeställningen är en typisk oaktsamhetsfrågeställning, där avgörande är att mot bakgrunden av de faktiska omständigheterna avgöra om CFO agerat på ett tillräckligt aktsamt sätt. Denna bedömning är öppen för argument. Å ena sidan kan anföras att CFO förfarit aktsamt i att instruera att börsmeddelandet bör ges och därefter vänta i två dagar. Å andra sidan kan anföras att CFO förfarit oaktsamt, eftersom CFO inte kontrollerat att börsmeddelandet offentliggjorts, trots att det får anses ha varit ett viktigt meddelande i ljuset av hans vetskap om vinstvarningsbehovet. Vidare kan anföras att CFO har en särskild aktsamhetsplikt vid personliga aktietransaktioner i sitt eget bolags aktier. Slutligen kan anföras (utan att här säga att så vore fallet) att CFO får anses ha en aktsamhetsplikt att regelbundet följa med börskursens utveckling i sitt bolag, och att han, om han varit aktsam, borde ha insett att någon sådan kursreaktion, som informationen han kände till borde ha gett upphov till, inte ägt rum, varför det är rimligt att anta att ingen vinstvarning offentliggjorts.

3.1.3 Gränsen mellan uppsåt och vållande som gräns mellan straff- och administrativa sanktioner

Vid ett införande av ett dubbelt sanktionssystem för brott mot samma rekvisit för förbjuden gärning, ter det sig som ett rimligt alternativ att konstruera gränsen mellan de olika sanktionsformerna vid gränsen för uppsåt och vållande. Det råder i straffrättsliga sammanhang en fundamental distinktion i klandervärdheten av gärningar beroende på vilketdera rekvisitet för personligt ansvar som blir tillämpligt. Eftersom uppsåt bygger på insikt, är det rimligt att anföras att just denna insikt talar för att klandervärdheten i gärningen bör vara sådan att det bör tillgripas kärnstraffrättsliga sanktioner för att beivra gärningen. Om däremot endast oaktsamhet kan styrkas,

saknas bevis för den klandervärdhet som kan kopplas till insikt och då kunde administrativa sanktioner tänkas vara ett rimligt alternativ.

Denna tentativa distinktion mellan sanktionsformerna ger då vidare upphov till en sista fråga om det som ibland kallas för *medveten omedvetenhet*, dvs. den inställning där personen har en kraftig misstanke om något, men förhåller sig helt likgiltig eller rent av avvisande till att agera på ett sätt som kunde röja personens omedvetenhet. Enligt svensk uppsåtslära förefaller medveten omedvetenhet bedömas som om den inte i sig var tillräcklig för att konstituera uppsåt.¹⁹¹

V UNDERSÖKNINGENS RESULTAT

Empiri

- Det är generellt svårt att statistiskt bedöma funktionsdugligheten i ett juridiskt regelverk.
- Det svenska insiderhandelsförbudet fungerar i ljuset av statistiken åtminstone lika väl som övriga undersökta jurisdiktioner när man korrigerar för marknadernas storlek.
- De länder som har administrativt sanktionssystem för insiderhandel (Finland och England) använder det inte alls eller i grad.
- Det är generellt vanskligt att kvantifiera mörkertal som är förknippade med sådan brottslighet som inte lagförs.
- Det svenska insiderhandelsförbudet förefaller dock uppvisa samma empiriska struktur på ett tänkbart mått på mörkertal som det engelska insiderhandelsförbudet. Inte heller här ger det engelska administrativa systemet genomslag i form av ett lägre mörkertal.
- Det är väldigt svårt att kvantifiera den samhälleliga skada som brott mot insiderhandelsförbudet förorsakar.
- Uppenbart är dock att insiderbrott medför en samhällelig kostnad och att det därför är möjligt att allokera resurser till en effektivare övervakning och verkställighet av insiderbrott, på ett sätt som helhetsmässigt betraktat ökar den optimala resursfördelningen i samhället.
- Uppenbart är även att upprätthållandet av rättsskyddsgarantier medför samhällelig nytta som är svårkvantifierbar men oundgänglig, varför det inte går att tumma på rättsskyddsgarantier för att effektivera insiderlagstiftningen.

Rättsdogmatik

Sanktioner

- Sverige saknar idag administrativa sanktioner för brott mot insiderhandelsförbudet. Strukturen motsvarar strukturen i Tyskland, Danmark och Norge. Det finns ett uppenbart internationellt politiskt tryck mot ett införande av administrativa sanktioner i Sverige. Finland och England har ett

¹⁹¹ Se Asp – Ulväng – Jareborg 2011 s. 328.

dubbelt sanktionssystem som kombinerar både administrativa och straffrättsliga sanktioner.

- Om de administrativa sanktionerna konstrueras så att de är effektiva, proportionerliga och avskräckande, kommer dessa sanktioner att anses vara av kriminalstraff enligt EKMR och därför kommer EKMR att tillämpas på den process som delar ut sanktionerna.
- Administrativa sanktioner som faller under EKMR leder till att för straffrätten typiska rättsskyddsgarantier kommer att tillämpas även på de administrativa sanktionerna, därför kommer dessa knappast att öka effektiviteten i insiderhandelsförbudet.
 - a. Strukturella följer av detta blir ett krav på *tillträde till domstol*. Därför är det att rekommendera att de administrativa sanktionerna behandlas av en domstol redan i första instans. Dessutom bör besvärsrätten garanteras. Däremot finns inget hinder för en judiciell struktur där en specialdomstol handhar ärenden, förutsatt att den dömande organisationen materiellt uppfyller EKMR:s krav.
 - b. Strukturella följer av detta blir ett krav på att *dubbelbestraffningsförbudet* bör beaktas så att endast antingen administrativa eller straffrättsliga sanktioner kan utdömas för samma historiska händelser.
 - i. Enligt här omfattad synpunkt, dock till skillnad från den linje som företräds av SvHD, gäller dubbelbestraffningsförbudet oavsett om den administrativa sanktionen följer av den oaktsamma varianten av brott mot insiderhandelsförbudet, medan den straffrättsliga sanktionen följer av den uppsåtliga varianten av brott mot insiderhandelsförbudet.
 - ii. Dubbelbestraffningsförbudet får i praktiken konsekvenser för hur den brottsutredande myndighetsprocessen struktureras, eftersom ett val av processform måste fattas i något skede av den utredande processen.
 - iii. Frågan om ett dubbelt sanktionssystem ska resultera i olika eller samma ultimata besvärinstans(er) bör beaktas.
 - c. Processuella följer av detta blir ett krav på upprätthållandet av oskyldighetspresumtionen under den brottsutredande processen. Trots detta torde legala presumtioner, t.ex. en presumtion om att innehav av insiderinformation leder till att denna information även används i handel, kunna upprätthållas.
 - d. Processuella följer av detta blir ett krav på upprätthållande av skyddet mot självinkriminering i den brottsutredande processen. Detta kan få konsekvenser för användbarheten av insiderlistor i den brottsutredande processen.
 - e. Materiella följer av detta blir ett krav på att legalitetsprincipen följs. Detta binder friheten i den tolkning domstolen utför och påverkar dessutom bevisvärderingen, så att det råder ett tryck mot att upprätthålla rättsskyddsgarantier som motsvarar de straffrättsliga rättsskyddsgarantierna.

Rekvisitet för förbjuden gärning

- Sverige har ett transformationskrav som förutsätter att den person som inte får använda insiderinformationen i handel *har fått* insiderinformationen. Transformationskravet gäller inte för insiderinformation som består av vetskap om egen brottslig verksamhet.
 - a. Lagstiftningsmetoden lämnar en lucka för sådan självgenererad insiderinformation (som inte fått) och som inte heller är information om egen brottslig verksamhet. Det är omotiverat att denna lucka existerar. Förslaget till MAF förutsätter inte ett transformationsrekvisit.
- Sverige indikerar att man önskar förbjuda återtagandet av en avgiven order som inte ännu verkställts, för det fall att personen som redan avgett ordern får insiderinformation därefter, men innan ordern verkställts, och personen underlåter att återkalla ordern.
 - a. Tolkningsrekommendationen i lagstiftningen är otydlig i förhållande till lagtexten som saknar en uttrycklig underlåtenhetsform för underlåtenhet att återkalla avgiven order. Enligt legalitetsprincipen kan det ifrågasättas om tolkningsrekommendationen alls är gällande.
 - b. Därtill är tolkningsrekommendationen intellektuellt omotiverad, eftersom insiderhandel primärt borde ta fasta på situationer där en person till följd av insiderinformation är bättre informerad än övriga marknadsaktörer på ett sätt som anses otillbörligt. Den som får insiderinformation, eller vilken annan information som helst, efter att personen redan avgivit sin order, kan självfallet inte ha låtit sig påverkas i sitt beslut att lägga ordern av information som personen ännu inte kände till. Därför är regeln överinklusiv och saknar stöd i marknadsmissbruksregleringsfilosofin.
 - c. Tyvärr kan det inte uteslutas att tolkningsrekommendationen åberopas även i andra situationer där personen redan låst sin position innan insiderinformation mottogs, men där insiderinformation mottagits innan den låsta positionen verkställts. Eftersom flera av undantagen från insiderhandelsförbudet i den svenska lagstiftningen bygger på just acceptansen av att denna tågordning är acceptabel, vilket är helt korrekt, är tolkningsrekommendationen även inkonsekvent i förhållande till övriga regler och bör därför ändras.
 - d. Förslaget i marknadsmissbruksförordningen, enligt vilket den som avgivit en order som ännu inte verkställts, och därefter får insiderinformation, och därefter återkallar ordern, reglerar en intellektuellt sett annorlunda situation än den svenska tolkningsrekommendationen, eftersom förordningen tar fasta på att förbjuda en gärning (återkallandet) som utförs efter att personen har fått insiderinformation. Därför kan förordningens förslag bifallas, om än klandervärdheten presumtivt får anses något ringare än i insiderhandel av den orsaken att ett återtagande av en order inte leder till en transaktion på marknaden, medan en verkställd order gör det. Eftersom insiderhandel är en form av marknadsmissbruk, är det presumtivt mera klandervärdt att missbruka marknaden genom att utföra transaktioner på marknaden än att låta bli att utföra transaktioner på marknaden.

- Sverige har valt en lagstiftningsmodell som utnyttjar den s.k. innehavsmodellen, där en kausalitet anses råda mellan innehav av insiderinformation och transaktion i finansiella instrument under innehav av insiderinformation. Förslaget till MAF utgår från utnyttjandemodellen. Det man vet anses utnyttjas i det man bestämmer sig för att göra. För att inte göra den svenska modellen överinklusiv opererar man med en undantagskatalog, som eftersträvar att medge undantag för vissa transaktioner som utförs under innehav av insiderinformation.
 - a. Den svenska lagstiftningsmodellen är i och för sig fungerande men leder till vissa praktiska risker. Undantagskatalogen är inte ändamålsenligt systematiserad och det förblir förhållandevis oklart vilken eller vilka de rättsliga grunderna för undantagen i katalogen är. Detta gör undantagskatalogen förhållandevis kasuistisk.
 - b. Kasuistiken i undantagskatalogen kan leda till en misperception enligt vilken endast de undantag som uttryckligen finns uppräknade i katalogen vore giltiga. Denna synpunkt finner inte stöd i rättsdogmatiken, eftersom det är fullt möjligt (och förhållandevis vanligt) att man medger undantag från strafföreskrifter, även utan explicita lagstadgade undantag. Avgörande blir ofta värderingen av skadepotentialen i den konkreta gärningen, avvägd mot nyttan av att få utföra gärningen. Accepteras inte detta blir den svenska lagstiftningsmodellen överinklusiv, vilket leder till en rättslig osäkerhetsfaktor som i praktiken gör att legitima transaktioner förblir utförda. Detta försämrar den svenska aktiemarknadens konkurrenskraft.
 - c. Mera konkret är det skäl att se över undantagskatalogen t.ex. så att vissa uppenbara och internationellt accepterade undantag tillförs i katalogen och så att en generalklausul, som anför den eller de rättsliga grunder som legitimerar undantaget redovisas öppet.
 - d. Ännu mera konkret kunde dessutom ytterligare vägledning gällande undantagen meddelas av ansvarig myndighet. Möjligheten att ansöka om förhandsbesked för vissa transaktionstyper vore skäl att överväga. Det bör i synnerhet konstateras att merparten av de seriösa marknadsaktörerna gör sitt yttersta för att minimera risken för insidermisstankar och därför är behovet av rättssäkerhet ytterst stort i aktiemarknadsrättsliga transaktioner där insidermisstankar kunde förekomma.
- Den s.k. Tivox-luckan är ett allmänt rättsläge i de undersökta länderna. Problemställningen sammanhänger med definitionen av insiderinformation. Enligt här företrädd ståndpunkt är det skäl att bevara den intellektuella koppling till informationsförsprånget som definitionen av insiderinformation är ett normativt uttryck för. Därav följer att det faktum att information, som inte är insiderinformation, men röjts i strid med rådgivningsförbudet, ännu inte i sig är tillräckligt för att skapa ett sådant relevant informationsförsprång som definitionen av insiderinformation uttrycker. Lika klart är dock att definitionen av insiderinformation måste tolkas kontextuellt och lyhört för sådana omständigheter som råder i samband med informationen. Detta leder till att det ofta är möjligt att information, som i sig inte är insiderinformation, sammantaget med rådande omständigheter leder till att informationen uppfyller definitionen av insiderinformation. Därför behöver inte den s.k.

Tivox-luckan stängas genom lagstiftningsåtgärder, utan det är en bevisfråga som får avgöra vad som är insiderinformation och domstolen bör avgöra den enligt gängse bevisvärderingsstandarder.

Rekvisitet för personligt ansvar

- Frågan om personligt ansvar är ofta mindre relevant i insidersammanhang än i många andra ekonomiska brott. Det beror på att den stora frågan med anknytning till medvetenhet i insidersammanhang gäller frågan om vilken information personen känt till. Denna fråga avgörs inom ramen för rekvisitet för förbjuden gärning. Endast den som har känt till informationen kan ha en subjektiv inställning till informationens normativa natur. Däremot kan gränsen mellan uppsåt och vållande komma att utgöra en naturlig gräns för administrativa och straffrättsliga sanktioner, eftersom uppsåt av hävd förknippats med ett större samhälleligt klander, vilket talar för att straffrätten utnyttjas för att meddela detta klander, medan oaktsamhet kunde utgöra rekvisit för personligt ansvar i den administrativa sanktionsvarianten. Strikt ansvar är inte att rekommendera. Å andra sidan bibringar det väldigt lite mervärde i insidersammanhang, eftersom vanlig oaktsamhet torde vara väldigt enkel att styrka i praktiska fall där personen varit medveten om väsentlig information och förvärvat eller avyttrat finansiella instrument.