



Företagsekonomiska institutionen
EKONOMIHÖGSKOLAN
VID LUNDS UNIVERSITET

Lund HT 2000

Otillbörlig kurspåverkan

Kandidatuppsats i Finansiering

Författare:

Karolina Ingelsson
Susanna Torbrand
Peter Platan

Handledare:

Tore Eriksson
Hossein Asgharian

Vi vill framföra ett stort tack till alla de som på något sätt har medverkat till vår uppsats.

Härmed tackar vi

Asgharian Hossein, Medhandledare

Bergholtz Gunnar, Professor vid juridiska fakulteten i Lund

Boman Ragnar, Civilekonom

Collin Sven-Olof, Docent vid företagsekonomiska institutionen vid Lunds universitet

Ericsson Tore, Handledare

Green Jan, Enhetschef på Finansinspektionen, med i FESCO

Hermansson Kerstin, Enskilda Securities, med i FESCO

Norberg Claes, Professor vid Handelsrättsliga institutionen vid Lunds universitet

Rydberg Yngve, Statsåklagare Ekobrottsmyndigheten

Samuelsson Per, Adjungerad professor Handelshögskolan i Stockholm

Skarinder Bo, Statsåklagare Kammaren Ekobrottsmyndigheten

Träskman Per Ole, Professor vid juridiska fakulteten i Lund

Wilhelmsson Mats, Chef kursövervakning OM Stockholmsbörsen

Fondkommissionärer och mäklare i Malmö

Tack!

Lund den 10 januari 2001

Karolina Ingelsson

Susanna Torbrand

Peter Platan

Sammanfattning

Titel	Otillbörlig kurspåverkan
Författare	Karolina Ingelsson Susanna Torbrand Peter Platan
Handledare	Tore Eriksson
Problem	Otillbörlig kurspåverkan är en benämning på ett förfarande som syftar till att påverka kursen på fondpapper och övriga finansiella instrument. Handel med värdepapper ökar både nationellt och internationellt samtidigt som nya instrument etableras. För att upprätthålla förtroendet för den egna marknadsplatsen krävs en fungerande reglering samt ökad tillsyn. Sedan regleringen infördes i Sverige i 1997 har inget fall fällts i domstol. Möjligen kan det bero på att regleringen är svårtolkad. Det föreligger nämligen ofta en svårighet att skilja legitima förfaranden från tvivelaktiga. Tjänar regleringen sitt syfte?
Syfte	Vi har för avsikt att analysera och tolka lagregleringen om otillbörlig kurspåverkan samt försöka utreda vilka eventuella brister den har. Vi kommer därefter att undersöka hur marknadens aktörer, såväl anställda på mäklaravdelningar som på tradingavdelningar, har uppfattat lagregleringen. Detta kommer vi att behandla både ur juridiskt och ekonomiskt perspektiv.
Metod	Vi har använt oss av <i>enkätstudie</i> riktad till utvalda aktiemäklare i Malmöregionen och försökt utröna den kunskap som föreligger om regleringen för otillbörlig kurspåverkan. Enkätstudien bestod av ett för ändamålet utformat formulär med ett antal fall som de utvalda mäklarna skulle ta ställning till. Vi har även genomfört intervjuer med specialister på Finansinspektionen, Ekobrottsmyndigheten, Enskilda Securities, OM Stockholmsbörsen och professorer med kunskap inom området. Intervjudelen är en viktig del i vårt arbete eftersom det ännu inte finns så mycket teori nedskrivet rörande ämnet.
Resultat	<p>Baserat på den utredning vi gjort med anledning av denna uppsats, anser vi att regleringen inte till fullo uppfyller sitt syfte då vi funnit att det finns alltför många oklarheter och tolkningssvårigheter. Genom vår enkätundersökning kan vi dra slutsatsen att det föreligger en bra grundkunskap om lagregleringen men att förståelse för sken avtal, cross-market-manipulation, marknadsspel och medverkanansvar till viss del saknas.</p> <p>Den lösning vi förespråkar är en utökad självreglering vilket skulle klargöra ansvarsfördelningen på marknaden, öka förtroendet och ingripa på ett mer effektivt sätt mot otillbörliga ageranden.</p>
Nyckelord	Insiderstrafflag, otillbörlig kurspåverkan, market manipulation, kursmanipulation, marknadsmanipulation.

Executive Summary

Title	Otillbörlig kurspåverkan (Market Manipulation)
Authors	Karolina Ingelsson Susanna Torbrand Peter Platan
Supervisor	Tore Eriksson
Problem	Market manipulation is defined as any action in the securities market, which aims to artificially influence the price of securities by improper means. As trading increases on a global scale and new financial products are developed the need for regulation and control is growing in order to maintain public confidence in the markets. No judgments have been passed in Sweden since government regulation was introduced in 1997. A possible deficiency in the regulation may be that it is intricately written and difficult to interpret. Distinguishing between legitimate and disputable behavior by means of the current regulation is problematic. Does this legal framework serve its purpose and enhance the efficiency of securities markets?
Purpose	Our purpose in this thesis is to examine and present the legal framework and implications of market manipulation in the Swedish Financial market as well as point out possible deficiencies in the current regulation. We will also investigate how market participants, brokers as well as employees of trading houses, have understood the existing regulations. This will be examined both from an economical and legal perspective.
Method	We have applied a questionnaire study directed towards brokers in the Malmö region in order to investigate the level of awareness concerning the regulation around market manipulation. The questionnaire consisted of a number of cases formulated for this purpose. The brokers were to evaluate each case either as improper or proper conduct. We also interviewed experts at Finansinspektionen, Ekobrottsmyndigheten, Enskilda Securities, OM Stockholm Stock Exchange and professors with knowledge of the topic. These interviews form an important part of our study, as there does not exist much written material on the subject to this date.
Result	<p>Based on the investigation we conducted during this research we came to the conclusion that the existing regulation does not serve its purpose as there exists way too many obscurities and interpretation problems around the legislation. The result of our questionnaire implies that there prevails an adequate understanding of the regulation among brokers but there is a lack of comprehension concerning fictitious contracts, cross-market manipulations and liability matters.</p> <p>The solution we call for is an increased self-regulation of the financial markets, which would clarify liability matters, increase public confidence in the markets and make intervention in cases of market manipulation more efficient.</p>
Keywords	Market manipulation, Insiderstrafflag, otillbörlig kurspåverkan, kursmanipulation, marknadsmanipulation.

Innehållsförteckning

1 INLEDNING	1
1.1 BAKGRUND	1
1.2 PROBLEMDISKUSSION.....	2
1.3 SYFTE.....	3
1.4 GROVDISPOSITION.....	3
1.5 DEFINITIONER OCH FÖRKORTNINGAR.....	5
1.5.1 Definitioner.....	5
1.5.2 Förkortningar.....	5
2 METOD	6
2.1 VAL AV METOD	6
2.2 URVALSMETOD	7
2.3 DATAINSAMLING.....	7
2.3.1 Tillvägagångssätt vid datainsamling.....	7
2.3.2 Primärdata	8
2.3.3 Sekundärdata.....	8
2.4 AVGRÄNSNINGAR.....	8
2.5 KÄLLKRITIK.....	8
3 EFFEKTIVA MARKNADEN	10
3.1 EFFEKTIVA MARKNADSHYPOTEBEN.....	10
3.2 ARGUMENT FÖR OCH EMOT EN REGLERING	11
3.2.1 Argument för en reglering	11
3.2.2 Argument mot en reglering.....	12
4 HUR MARKNADEN FUNGERAR	14
4.1 MARKNADENS AKTÖRER OCH INSTITUTIONER.....	14
4.1.1 OM Stockholmsbörsen.....	14
4.1.2 Finansinspektionen.....	15
4.1.3 Ekobrottsmyndigheten	15
4.1.4 Clearingorganisationer	16
4.1.5 Värdepappersinstitut	16
4.2 HANDEL PÅ BÖRSEN	17
4.2.1 Börsmedlemmar.....	17
4.2.2 Börshandel.....	17
4.2.3 Handel via Internet.....	19
4.2.4 Handelsregler och marknadsövervakning.....	19
4.3 HANDEL UTANFÖR BÖRSEN	21
4.4 FINANSIELLA INSTRUMENT.....	23
4.4.1 Fondpapper	23
4.4.2 Derivatinstrument.....	23
5 LAGREGLERINGEN - OTILLBÖRLIG KURSPÅVERKAN	25
5.1 LAGREGLERINGENS TILLKOMST	25
5.1.1 Första ansatsen	25

5.1.2 Andra ansatsen	27
5.1.3 Tredje ansatsen.....	29
5.2 INTERNATIONELL UTBLICK.....	29
5.2.1 Forum of European Securities Commissions.....	30
5.3 OTILLBÖRLIG KURSPÅVERKAN SOM STRAFFRÄTTLIG REGLERING.....	31
5.4 ANALYS AV 7 KAP LHF - OTILLBÖRLIG KURSPÅVERKAN	31
5.4.1 Allmänt	31
5.4.2 Rekvisiten i lagregleringen.....	33
5.4.3 Analys av lagregleringen.....	34
5.4.4 Diskussion av lagregleringen	37
6 KURSPÅVERKAN	40
6.1 MARKNADSMANIPULATION	40
6.2 PRAKTISKA FALL	41
6.2.1 Skenavtal och hemliga avtal	41
6.2.2 Cross-market manipulation	44
6.2.3 Marknadsspel	47
6.2.4 Stop-loss och inlösen av aktier	50
6.2.5 Övriga marknadsmanipulationer.....	51
6.3 ALFASKOP AB.....	52
6.3.1 Händelseförloppet i Alfaskop AB.....	52
6.3.2 Diskussion kring slutdomen för Alfaskop AB	53
7 EMPIRI.....	55
7.1 ENKÄTSTUDIE	55
7.2 RESULTATDISKUSSION	55
7.3 SAMMANFATTNING AV ENKÄTUNDERSÖKNINGEN	59
8 ANALYS.....	60
8.1 SLUTANALYS.....	60
8.2 FÖRSLAG TILL NY BEDÖMNINGSGRUND- RISKANALYS	64
9 SLUTSATS.....	65
9.1 SLUTSATSER.....	65
9.2 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING.....	66
10 KÄLLFÖRTECKNING.....	67
BILAGA 1- LAGTEXT.....	70
BILAGA 2 - INTERVJUFRÅGOR	73
BILAGA 3 - ENKÄTFRÅGOR.....	74
BILAGA 4 - DOMAR AVSEENDE OTILLBÖRLIG KURSPÅVERKAN.....	77
BILAGA 5 – ENKÄTRESULTAT OCH ANMÄLDA FALL HOS FI.....	78

1 Inledning

I detta inledande kapitel vill vi ge läsaren en bakgrund till uppsatsens tillkomst. Vi redogör för problemställningen bakom otillbörlig kurspåverkan samt syftet med vår undersökning. Därefter följer en grovdisposition av arbetet och en redogörelse av några för uppsatsen väsentliga definitioner och förkortningar.

1.1 Bakgrund

Det har de senaste åren förekommit flertalet incidenter på marknaden av ageranden vilka kritiserats som oetiska och klandervärda. Nu senast är det Matteus Fondkommission med Sintercast som är under utredning. Kurser på finansiella instrument fluktuerar upp och ner och orderläggningen följer inga mallar. Frågan är om placerare på den finansiella marknaden är medvetna om att de kan begå brott genom att placera en annorlunda order eller då de handlar med sig själva mellan egna depåer. Lagen om handel med finansiella instrument är en relativt okänd skapelse, vilket den inte borde vara med tanke på att det är en straffrättslig reglering.

Handel med värdepapper ökar både nationellt och internationellt och nya möjligheter till handel skapas genom att nya instrument etableras. Utvecklingen medför att det ställs nya krav på marknadens spelregler. På senare år har det skett stora förändringar på värdepappersmarknaden och fler är på gång. Allt fler väljer att placera i finansiella instrument istället för det traditionella sparandet på bank. Verksamheten för flera företag förändras till följd av informationsteknologin, nya produkter, nya marknader och nya distributionskanaler¹.

På senare tid har en livlig debatt om regelefterlevnad på värdepappersmarknaderna förts. Det händer ibland att det uppstår konflikter mellan regelverk och marknader. Varför konflikterna utlöses kan bero på olika saker, som exempelvis tekniska förändringar eller politiska rörelser. Om den klyfta som uppstår mellan regelverk och marknader blir alltför stor, kommer allmänheten att kräva skärpta lagar och dessutom ställa högre krav på tillsynen. Vidare kan den strukturomvandling som sker på finansmarknaderna leda till att det på kort sikt lönar sig med regelbrott. Faran för detta kan bli särskilt stor om den interna kontrollen inte följer den finansiella utvecklingen och om tillsyn och sanktioner inte framstår som ett tillräckligt kraftfullt hot. En allt större grad av anonymitet på finansmarknaden ökar också benägenheten att ta risker.²

Diskussionen om reglering mot otillbörlig kurspåverkan hade förts i Sverige i omkring tio år, innan en lagreglering tillkom. Otillbörlig kurspåverkan är en benämning på ett förfarande som syftar till att påverka kursen på fondpapper och övriga finansiella

¹ Finansinspektionens hemsida www.fi.se, Dagens Nyheter 991203 "Finansifflet slår rekord", 2000-11-10.

² www.fi.se, Dagens Nyheter 991203 "Finansifflet slår rekord", 2000-11-10.

instrument. Närmare ses otillbörlig kurspåverkan som varje förfarande som medför att kursen på ett finansiellt instrument inte motsvarar den som skulle ha gällt om en naturlig marknadsutveckling hade fått råda.³ Anledningen till att en reglering började diskuteras, var ett par incidenter som uppmärksammades under slutet på 1980-talet där börsmedlemmar misstänktes ha påverkat aktiekurser. Bland dessa fall kan nämnas Aranäs och Fermenta. Fallen i kombination med den internationella utvecklingen, kan sägas vara det som initierade lagstiftningen.

1.2 Problemdiskussion

Det inkommer allt fler fall om misstänkt kursmanipulation till Finansinspektionen. Redan i år har fjorton fall inkommit till Finansinspektionen⁴ (se bilaga 4-5) och hälften av dessa gäller privatpersoner. Finansinspektionen skickar numera ut pressmeddelanden i preventivt syfte varje gång det finns misstanke om otillbörlig kurspåverkan. Detta kan medföra att allt fler uppmärksammar problemet och då rapporterar sina misstankar.⁵ Det ökade antalet uppmärksammade fall kan även bero på ökad omsättning på börsen samt anonym handel med värdepapper via Internet. Vid flera tillfällen har privatpersoner handlat med sig själva med hjälp av olika depåer.⁶ Sverige hade tidigt ett välutvecklat regelverk kring värdepappersmarknaden, internationellt sett, men saknade reglering avseende otillbörlig kurspåverkan⁷.

Genom en ändring i Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument har fr o m den 1 januari 1997 otillbörlig kurspåverkan kriminaliserats. Det var framförallt två fall, där olika förfaranden medförde att bolagens aktiekurser påverkades, som lade grunden till lagregleringens uppkomst; Fermenta och Aranäs. Varför man valde att kriminalisera otillbörlig kurspåverkan kan till en viss del ses som ett moraliserande agerande, då frågeställningen aktualiserades efter att oegentligheter förekommit på marknaden. En annan anledning till regleringen var att liknande bestämmelser fanns internationellt och att det krävdes en anpassning till dessa som en följd av den ökade internationella handeln.

Lagregleringen skall omfatta förfaranden vilka genom manipulation medför att kursen på ett finansiellt instrument inte motsvarar den kurs som skulle ha gällt om en naturlig marknadsutveckling hade bestämt kursen⁸. I dagens läge finns det ännu ingen utförlig utredning om otillbörlig kurspåverkan inom svensk börsrätt. I mars år 2000 stiftades en lag som möjliggör för svenska börsnoterade aktiebolag att återköpa egna aktier. Detta skulle kunna innebära en risk för otillbörlig kurspåverkan.

En aktiekurs kan påverkas genom ett flertal olika förfaranden, bl a genom att ha en stående köporder till en viss lägsta kurs och genom överenskommelse om återköp vid köp av en stor post aktier omedelbart före nyemission för att hålla kursen uppe. En tendens

³ SOU 1994:68 Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor, s. 67f.

⁴ Svenska Dagbladet 001005, ”FI utreder nytt fall av misstänkt kurspåverkan”.

⁵ Svenska Dagbladet 001005, ”FI utreder nytt fall av misstänkt kurspåverkan”.

⁶ www.fi.se, Juristföreningen i Stockholm och Advokatsamfundets Stockholmsavdelning möte 2000-10-11, 2001-01-04.

⁷ SOU 1994:68, s. 69.

⁸ SOU 1994:68, s. 67.

som vi uppmärksammat är problematiken kring Internethandel. I dessa fall sker orderläggningen automatiskt och mäklaren kontrollerar inte rimligheten i ordern.⁹ En annan tendens är handel mellan olika marknader. Exempel på detta är handel med warranter och aktier där det ena instrumentet manipulerats för att påverka det andra. Användning och kombination av olika finansiella instrument kan ur ett ekonomiskt perspektiv anses vara tillåtet, medan det ur ett juridiskt perspektiv kan anses tvivelaktigt. Vi anser att det föreligger en klyfta mellan dessa synsätt. Hur har marknadens aktörer uppfattat lagregleringen och vilka eventuella brister har den?

Sedan regleringen infördes 1997 har inget fall fällt i domstol. Möjligen kan det bero på att regleringen är svårtolkad. Det föreligger nämligen ofta en svårighet att skilja legitima förfaranden från tvivelaktiga¹⁰. Kanske kan man ifrågasätta om lagregleringen verkligen tjänar sitt syfte och om den medverkar till att marknaden för värdepapper fungerar mer effektivt.

Ett alternativ till lagreglering är självreglering vilket föreslogs av Värdepappersmarknadskommittén i samband med att diskussionen väcktes om en lagreglering på området. Genom förslaget menade man att en katalog kunde upprättas över förfaranden som med hänsyn till sitt syfte borde vara förbjudna. På så sätt skulle man kunna komma till rätta med en del klandervärda förfaranden.¹¹ Frågan om självreglering som alternativ eller komplement till regleringen om otillbörlig kurspåverkan är idag åter aktuell.

Allt fler placerar sina pengar på värdepappersmarknaden och de blir då mer beroende av marknaden. Hela tiden tillkommer också allt fler finansiella instrument, vilket medför att kravet på tillsynen av handel med värdepapper ökas för att upprätthålla förtroendet för den egna marknadsplatsen. För att bibehålla marknadsförtroendet krävs en fungerande reglering.

1.3 Syfte

Vi har för avsikt att analysera och tolka lagregleringen om otillbörlig kurspåverkan samt försöka utreda vilka eventuella brister den har. Vi kommer därefter att undersöka hur marknadens aktörer, såväl anställda på mäklaravdelningar som på tradingavdelningar, har uppfattat lagregleringen. Detta kommer vi att behandla både ur juridiskt och ekonomiskt perspektiv.

1.4 Grovdisposition

Kapitel 1 är en inledning och innehåller en bakgrund till ämnesområdet *otillbörlig kurspåverkan*, där en lagreglering relativt nyligen införts till följd av ett par fall av bolag som genom olika förfaranden påverkat den egna aktiekursen. Därefter följer en problemdiskussion om varför ämnet är intressant idag och vad vi är intresserade av att

⁹ Dagens Industris hemsida www.di.se, ”FI misstänker manipulation”, 2000-10-05.

¹⁰ SOU 1994:68, s. 138.

¹¹ SOU 1994:68, s. 68.

undersöka vidare. Detta leder oss till vårt syfte som är att tolka lagregleringen samt undersöka hur marknadens aktörer har uppfattat den. Vi tar också upp vissa förkortningar och definitioner.

Kapitel 2 är ett metodavsnitt där vi presenterar hur vi har gått till väga i vårt arbete att uppnå vårt syfte med uppsatsen. Vi har använt oss av *enkätstudie* riktad till utvalda aktiemäklare. Med hjälp av ett för ändamålet utformat formulär med ett antal fall som de utvalda skall ta ställning till, hoppas vi erhålla det material som krävs för att nå vårt syfte. För att få med den kunskap som idag finns om otillbörlig kurspåverkan, har vi också genomfört intervjuer med specialister på Finansinspektionen, Ekobrottsmyndigheten, Enskilda Securities, OM-gruppen och Lunds universitet. Slutligen tar vi upp källkritik och avgränsningar.

I kapitel 3 behandlar vi hypotesen för effektiva marknader. Vi börjar med att presentera den teori som ligger till grund för hypotesen. Därefter diskuterar vi huruvida marknaden är mest effektiv med eller utan en lagreglering för området otillbörlig kurspåverkan. Diskussionen utgår ifrån argument för och emot lagreglering.

I kapitel 4 behandlar vi marknadens funktion och dess aktörer. Vi tar också upp hur handel på och utanför börsen går till samt vilka handelsregler och vilken marknadsövervakning som tillämpas. I ett delkapitel förs en kort diskussion om Internets betydelse för handel med finansiella instrument. Kapitlet avslutas med en presentation av de finansiella instrument som främst träffas av lagregleringen om otillbörlig kurspåverkan.

Kapitel 5 inleder vi med ett historikavsnitt där vi tar upp de ansatser som legat till grund för lagregleringens tillkomst. Därefter följer en internationell utblick. Vi tar sedan upp rättsteorin bakom lagregleringen och genomför en analys av 7 kap LHF- Otillbörlig kurspåverkan. Sist i kapitlet förs en diskussion om lagregleringen utifrån den information vi erhållit från våra intervjuer.

Kapitel 6 handlar om kurspåverkan. Vi tar upp olika former av marknadsmanipulation, olika metoder för att påverka kurser samt syftet bakom manipulation. Därefter följer ett avsnitt där vi tar upp praktiska fall grundade dels på civilekonom Ragnar Bomans praktiska tillämpning av lagregleringen, dels på fall som uppmärksammats av Finansinspektionen. Vi tar även upp ett par fall som uppmärksammats av andra institut. Avsikten med avsnittet är att förtydliga de svårigheter som finns i tolkningen av regleringen. Kapitlet avslutas med en kort presentation av händelseförloppet kring förfarandet rörande Alfaskop AB samt en diskussion av den slutdom som förhandlingarna resulterade i.

I kapitel 7 presenterar vi vårt empiriavsnitt. Först redovisas de resultat vi erhållit från vår undersökning hos utvalda fondkommissionärer och banker. Därefter följer en resultatdiskussion om varför vi tror oss fått de utfall vi har på respektive fråga.

Kapitel 8 är ett analysavsnitt där vi analyserar resultatet av hela vår uppsats och därefter följer en av oss utarbetad tolkningsansats.

Kapitel 9 innehåller våra slutsatser och *förslag till framtida forskning*.

Kapitel 10- källförteckning.

1.5 Definitioner och förkortningar

1.5.1 Definitioner

Med *otillbörlig kurspåverkan* syftas bl a till

- varje förfarande som medför att kursen på ett finansiellt instrument inte motsvarar den som skulle ha gällt om en naturlig marknadsutveckling hade fått bestämma kursen. De naturliga marknadskrafterna sätts ur spel.
- sådana förfarande som inte har något legitimt syfte utan enbart är avsedda att vara vilseledande och kursmanipulativa.

Market manipulation eller *market abuse* är den engelskspråkiga definitionen för otillbörlig kurspåverkan.

En manipulation kan definieras som vinstgivande handel med ett otillbörligt syfte som fullgör följande villkor:¹²

- Syftet med handeln är att flytta marknadspriserna eller att hålla dem stilla
- Aktören tror inte att priserna skulle ändras på detta sätt utan hans agerande
- Vinsten består enbart av aktörens kapacitet att flytta priserna och inte av hans förfogande över värdefull information

1.5.2 Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (1975:1385)
BrB	Brottsbalken (1962:700)
FESCO	The Forum of European Securities Commissions
HovR	Hovrätten
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
LBC	Lag (1992:543) om börs och clearing
LHF	Lag (1991:980) om finansiella instrument
LVR	Lag (1991:981) om värdepappersrörelse
OMSB	OM Stockholmsbörsen
SOU	Statens offentliga utredningar
TR	Tingsrätten
VPC	Värdepapperscentralen

¹² Sjo J., Manipulation of Securities Markets, SNF-rapport 77/1994, s. 15.

2 Metod

I följande kapitel redogör vi för vårt val av metod och tillvägagångssätt. Vi beskriver hur vi samlat in data samt diskuterar källkritik.

En metod kan beskrivas som ett redskap, ett sätt att lösa problem och komma fram till ny kunskap. Allt som bidrar till att uppnå dessa mål är en metod. För att en metod skall kunna användas skall det bland annat finnas en överensstämmelse mellan metod och den verklighet som undersöks. De uppnådda resultaten skall generera ökad kunskap och förståelse för det undersökta problemet.¹³

2.1 Val av metod

Metoden kan vara antingen kvantitativ eller kvalitativ. En *kvantitativ* metod är formaliserad och strukturerad och kännetecknas av selektivitet och avstånd i förhållande till informationskällan. Den eftersträvar att generalisera en företeelse utifrån formaliserade analyser av utvalda data där statistiska mätmetoder spelar en central roll i analysen av information. En *kvalitativ* metod är i mindre grad formaliserad och är inriktad på att pröva om informationen har generell giltighet. Metoden har primärt ett förstående syfte. Det blir centralt att genom olika sätt samla in information för att få en djupare förståelse av problemet och kunna beskriva helheten i sammanhanget.¹⁴

För att nå vårt syfte har vi valt att använda oss av en *kvalitativ* metod vid genomförandet av vår undersökning. Metoden bygger på att skapa förståelse och att analysera genom intervjuer och enkätstudier. För vår del kommer den att användas till att undersöka hur marknaden har förstått innebörden av regleringen om otillbörlig kurspåverkan. Vi beskriver också bakgrunden till den befintliga regleringen, presenterar några praktiska fall av otillbörlig kurspåverkan samt analyserar ageranden med olika finansiella instrument. Avsikten är att på ett deskriptivt sätt förklara innebörden i regleringen om otillbörlig kurspåverkan och hur den i dagsläget influerar handeln på den finansiella marknaden. Eftersom det inte finns så mycket litteratur inom ämnet, kommer vi att ha analysdelar efter vissa avsnitt. Detta upplägg har vi valt för att klargöra och lyfta fram svårigheter i bl a tolkningen av lagregleringen. Egna åsikter och information från våra intervjuer kommer därför att integreras i delar av uppsatsen. För att få mer sammanhang i texten, använder vi oss ibland av direkt hänvisning till vem som gjort ett uttalande istället för att använda fotnotshänvisning.

¹³ Holme I., Solvang B., Forskningsmetodik, Studentlitteratur, 1996, s. 11.

¹⁴ Holme I. m fl, s. 13.

2.2 Urvalsmetod

Vi har använt oss av OM Stockholmsbörsens förteckning över samtliga medlemmar, avista och derivat, för att bestämma vårt urval. Av medlemmarna valde vi de fondkommissionärer och banker som har kontor i Malmö. Banker som inte är medlemmar på Stockholmsbörsen hamnar således utanför vår urvalsram. Anledningen till att JP Bank och Statshypotek inte faller inom ramen för vårt urval, är att JP Bank sköter sin mäklarverksamhet genom Matteus Fondkommission och att Statshypotek inte har någon mäklarverksamhet i Skåne.

2.3 Datainsamling

Vi har använt oss av *enkätstudie* riktad till utvalda aktiemäklare för att erhålla det material som krävs för att besvara vårt syfte. Enkätstudien består av ett för ändamålet utformat formulär med sju fall som de utvalda mäklarna skall ta ställning till. Till varje fall finns det två möjliga svarsalternativ (ja eller nej) där svarspersonerna bedömer om respektive fall strider mot regleringen för otillbörlig kurspåverkan eller inte.

Vi har även genomfört intervjuer med specialister inom området på Finansinspektionen, Ekobrottsmyndigheten, Enskilda Securities, OM Stockholmsbörsen och Lunds universitet.

2.3.1 Tillvägagångssätt vid datainsamling

För att öka vår kunskap inom ämnet otillbörlig kurspåverkan har vi använt oss av dels befintlig information, dels information som vi införskaffat genom intervjuer och enkätundersökning. Intervjudelen är en viktig del i vårt arbete att skaffa material, eftersom det ännu inte finns så mycket teori nedskrivet rörande ämnet. Enkäterna utgör en viktig källa till information, då dessa kommer att spegla den kunskap som aktörerna på marknaden har om lagregleringen om otillbörlig kurspåverkan.

När en intervju eller enkätundersökning skall användas för informationsinsamling, är det av stor vikt att individerna i fråga får en klar bild av vad det är vi vill uppnå. För att få personen i fråga motiverad att medverka, är det bra att försöka relatera syftet till individens egna mål. Även dennes bidrag till det slutliga resultatet är viktigt att betona. För att erhålla största möjliga intresse, är det bra att ge information om vad som kommer att ske i flera olika steg. Ett bra sätt är att först skicka ett brev med information och att därefter ringa till den berörda personen. Sista steget består i själva mötet.¹⁵ Detta tillvägagångssätt har vi använt oss av.

Vi började med att läsa in oss på ämnet och därefter kontaktade vi de personer vi ville ha möte med. Först förklarade vi syftet med uppsatsen och frågade om de var intresserade av att ställa upp på intervju respektive enkätundersökning. Vad gäller de personer som vi skulle intervjua, preliminärbokade vi datum för möte och bad att få återkomma för slutlig överenskommelse. Någon vecka senare när vi kontaktat alla de vi ville intervjua, kontaktade vi dem igen och fastställde ett datum. Som ett sista steg skickade vi upp våra

¹⁵ Patel R., Davidson B., Forskningsmetodikens grunder, 1994, s. 62f.

intervjufrågor en vecka innan mötena för att vi skulle få ut så mycket som möjligt av besöket.

De aktiemäklare vi ville genomföra vår enkätstudie på kontaktade vi i god tid före de datum vi avsett genomföra undersökningen. De vi inte får möjlighet att träffa, kommer vi att lämna enkäterna till och sedan hämta dem någon dag senare.

Något som kan ha stor inverkan på de svar som erhålls, är om personen i fråga får vara anonym eller inte.¹⁶ Vi har valt att låta de som medverkar i vår enkätstudie få vara anonyma. Det är för oss egalt vem som säger vad eftersom vårt syfte är få en allmän uppfattning om hur marknadens aktörer har uppfattat lagregleringen.

2.3.2 Primärdata

Primärdata är information som samlas in för ett specifikt ändamål. Vi har genomfört intervjuer med flertalet specialister inom området och därigenom erhållit information utöver den redan befintliga. Vidare har vi genomfört en enkätstudie på banker och hos fondkommissionärer. Genom undersökningen har vi erhållit ytterligare kännedom om den kunskap inom ämnet som aktörerna verkligen besitter.

2.3.3 Sekundärdata

Sekundärdata är material om ämnet som redan finns tillgängligt. Den sekundärdata vi använt oss av är teoriböcker både i juridik och i ekonomi, olika lagtexter, tidskrifter och ett flertal tidningsartiklar.

2.4 Avgränsningar

Vi har begränsat oss till att endast undersöka hur mäklare och traders¹⁷ har uppfattat lagregleringen för otillbörlig kurspåverkan. Samtliga skall bedriva verksamhet med finansiella instrument. Privatpersoner faller således utanför vår urvalsram. Vidare kommer vi endast att behandla förfaranden som rör aktier och derivat.

2.5 Källkritik

Eftersom syftet i vår undersökning är beskrivande och kartläggande, strävar vi inte efter statistisk enhetlighet. Valet av undersökningsenheterna har sin utgångspunkt i att hitta de mest intressanta aktörerna på marknaden vad avser kännedom om otillbörlig kurspåverkan.

Målgruppen för intervjuerna är vald med utgångspunkt från personer som har verkat i stadgandet av lagregleringen eller som i övrigt besitter väsentlig kunskap angående ämnet otillbörlig kurspåverkan. Vi hade för avsikt att även genomföra en intervju med någon person som arbetar med orderläggning via Internet. Vi kontaktade därför E*TRADE som är ett företag inom elektronisk värdepappershandel. Tyvärr fick vi inget svar därifrån och

¹⁶ Patel R. m fl, Forskningsmetodikens grunder, 1994, s. 62f.

¹⁷ Mäklare handlar gentemot kunder och traders handlar internt.

har därför inte erhållit den information om Internets betydelse för handel på den finansiella marknaden som vi hade tänkt oss. I övrigt anser vi att vi har fått ett positivt bemötande och att vi lyckats bra med att få fram en bred grupp av för uppsatsen relevanta marknadsaktörer.

Vi har begränsat oss till att välja svarspersonerna till vår enkätstudie med geografisk region som kriterium. De utvalda mäklarna har alla sitt kontor i Malmöområdet. Detta kan anses begränsande, men vi tror emellertid att stickprovet ger en bra bild av vad som allmänt gäller i Sverige.

Vi tycker att vår studie i högsta grad uppfyller *samtidskravet*¹⁸, d v s undersökningens grad av aktualitet, eftersom den mesta informationen är hämtad ur dagsaktuella källor. Regleringen som avser otillbörlig kurspåverkan är också relativt ny, vilket innebär att den största delen av litteraturen som har skrivits är ny. De mäklare som deltog i enkätstudien och de personerna vi intervjuade, är verksamma på den finansiella marknaden och besitter viktiga positioner avseende inverkan på utformningen av regleringen för otillbörlig kurspåverkan. Regleringen är under granskning och dess tillämpning diskuteras. Vår undersökning och våra intervjuer har genomförts under hösten 2000.

Undersökningens tillförlitlighet kan granskas utifrån urvalsgruppens ställning på marknaden och avseende själva fenomenet otillbörlig kurspåverkan. Eftersom vi har intervjuat personer och mäklare på olika institutioner, är risken liten att resultatet av den sammanställda informationen snedvrids. Det finns emellertid en risk att de utvalda personerna svarat missvisande eller har undvikit vissa frågeställningar på grund av ämnets känslighet beträffande aktuella, tvivelaktiga fall av otillbörlig kurspåverkan. Vidare kan det vara svårt att uppnå ren objektivitet i urvalsgruppens uttalanden och tolkningar. För att få bästa möjliga resultat vid vår enkätstudie, har vi först testat enkäten på personer med olika kunskapsnivåer om lagregleringen. De fick ge sina synpunkter både på de olika fallens innehåll och utformning.

Vi är medvetna om att lagregleringen för otillbörlig kurspåverkan från och med 1 januari 2001 kommer att placeras i en ny lag, Insiderstrafflag (2000:1086). Det sker dock ingen materiell förändring varför vi utgår från den befintliga lagregleringen höstterminen år 2000.

¹⁸ Eriksson L. & Wiedersheim-Paul F., Att utreda, forska och rapportera, 1997.

3 Effektiva marknaden

I detta kapitel presenterar vi den effektiva marknadshypotesen, vilken följs av en diskussion om argument för och emot en reglering.

3.1 Effektiva marknadshypotesen

Begreppet marknadseffektivitet används för att beskriva hur marknaden reflekterar information. En effektiv marknad kan definieras som en marknad där priserna på tillgångar alltid är värderade utifrån all tillgänglig information¹⁹. Eftersom all information om värdepapperet redan speglas i marknadspriset, bör det inte finnas några möjligheter att generera vinster som avviker från marknadsgenomsnittet. Om det kommer ut ny information om tillgången, reagerar priset omedelbart och investerare kan endast få en normal avkastning.²⁰

Betydelsen av en effektiv marknad är grundläggande för en väl fungerande finansiell marknad. Likviditetsbegreppet ligger i nära samband med effektiviteten genom att en sanningsenlig prissättning som speglar relevant information är ett rekvisit för en likvid marknad. I en likvid marknad möjliggör prissättningen att investerare kan gå in och ur en marknadsposition utan svårigheter och merkostnader. Investerarna kan lita på prissättningsmekanismen för att leverera relevant information för finansiella instrument, utan att själva behöva utföra kostsamma undersöknings- och värdebestämningsåtgärder²¹. Således har effektivitetsbegreppet betydelse genom att erbjuda investerare lägre inträdes- och kapitalkostnader på marknaden.

I teorin delas marknadseffektivitet in i tre olika nivåer; svag, halvstark och stark form. De olika nivåerna beror på graden av informationsinnehåll.²²

Kapitalmarknaderna sägs tillfredsställa en *svag* marknadseffektivitet när priserna reflekterar all historisk information. Det anses allmänt att marknaderna åtminstone är effektiva i sin svaga form eftersom det inte går att generera avvikande vinster enbart genom att analysera historiska data. Det finns emellertid aktörer som hävdar att det är möjligt att uppnå avvikande avkastning genom utnyttjandet av teknisk analys. Genom denna försöker man förutsäga framtida kursutvecklingar med hjälp av historiska data.²³

En marknads effektivitet är av *halvstark* form när priserna reflekterar all tillgänglig offentlig information - både historisk och för tillfället aktuell. Denna form av marknadseffektivitet anses råda på de flesta finansiella marknader i världen. I halvstark

¹⁹ Fama, *Efficient capital markets: II*, Journal of Finance, 1991 Vol 46, s. 1575.

²⁰ Ross S A., Westerfield R W., Jaffe J F., Corporate Finance, 1999, s.335.

²¹ Macey R J., *Insider Trading*, Economics, Politics and Policy, 1991.

²² Ross S A. m fl, s. 320.

²³ Ross S A. m fl, s. 321-327.

form absorberar marknaden omedelbart offentliggörande av ny information, vilket gör det omöjligt att skapa avvikande vinster genom utnyttjandet av enbart publik information. Detta medför att investerare i teorin, med hjälp av statistiska nyckeltal, historiska data eller annan investeringsanalys, endast kan nå en vinst som i genomsnitt motsvarar marknadens förväntade avkastning.²⁴

I stark form av marknadseffektivitet speglar marknadspriserna både all offentlig och privat (insider) information. Detta innebär att det vore omöjligt att göra avvikande vinster genom utnyttjandet av företagsintern information eftersom all möjlig information som är tillgänglig redan reflekteras i marknadspriset. Undersökningar tyder på en ineffektivitet av marknaden i sin starka form²⁵.

Vi utgår ifrån antagandet om att marknaderna är effektiva i sin halvstarka form och samtidigt ineffektiva i sin starka form. Detta innebär att en marknadsaktör måste tro att han förfogar över information som inte är offentligt känd, eller utför en hemlig åtgärd som inte allmänt publiceras, för att överhuvudtaget kunna påverka rådande marknadspriser på ett finansiellt instrument. Aktören måste också besitta förmågan (kapaciteten) och medlen att kunna styra marknadspriser.

3.2 Argument för och emot en reglering

Existensen av marknadsregleringar som försöker skapa gemensamma spelregler för alla marknadsaktörer, kan diskuteras utifrån olika synpunkter. Det grundläggande syftet är att tillförsäkra att priserna på marknaden grundas på obehindrade rörelser i genuint utbud och efterfrågan. I det följande presenteras motiveringar både för och mot en reglering av otillbörlig kurspåverkan.

3.2.1 Argument för en reglering

”Public confidence in the fairness of markets enhances their liquidity and efficiency. Market manipulation harms the integrity of, and thereby undermines public confidence in, securities and derivatives markets by distorting prices, harming the hedging functions of these markets, and creating an artificial appearance of market activity. Accordingly, authorities around the world need to have adequate systems in place to detect, investigate and prosecute market manipulation.”²⁶

Det är allmänt accepterat att finansiella marknader på grund av dess fundamentala betydelse för samhället, i viss utsträckning behöver regleras. Den finansiella marknaden genererar riskvilligt kapital och långfristiga krediter, vilket möjliggör en stabil konsumtion och ett sparande i samhället oberoende av individers specifika preferenser. Detta har betydelse för investeringar, räntor och sysselsättningen.²⁷

²⁴ Ross S A. m fl, s. 320ff.

²⁵ Jaffe J., *Special Information and Insider Trading*, Journal of Business, 1974.

²⁶ IOSCOs hemsida www.iosco.org, Investigating and Prosecuting Market Manipulation, 2000-10-15.

²⁷ www.fi.se, 2000-11-10.

Marknadseffektiviteten kan skadas av marknadsmanipulationer eftersom utbud och efterfrågan på en finansiell marknad påverkas. Effektiviteten utgår från att priserna på en marknad bildas utifrån ett genuint utbud och efterfrågan för ett instrument. Normalvis speglar kursskillnaden (spread) mellan köp- och säljsidan för ett värdepapper dess likviditet och riskkategori. Om marknaden är medveten om att det finns risk för kursmanipulation, flyttas denna risk till värdepapperspriserna i form av en större kursskillnad (spread) för att täcka de ökade riskerna i handel och möjliga kurspåverkningar.²⁸ En ”market maker” på marknaden vill ha kompensation för den risk han utsätter sig för. Resultatet blir att priserna på marknaden inte nödvändigtvis reflekterar de framtida förväntningar och den marknadsutveckling som skulle råda på en marknad utan möjlighet till kursmanipulation. Detta skadar den allmänna effektiviteten på marknaden och höjer priserna på finansiella instrument.²⁹

Manipulationerna utförs genom att de naturliga marknadskrafterna sätts ur spel på grund av artificiella ändringar i ett värdepappers utbud och/eller efterfrågan. På en kapitalmarknad där prissättningen är sanningsenlig allokeras kapital effektivt. Däremot på en marknad där prissättningen är vilseledande, allokeras samhällets kapital ineffektivt till olönsamma projekt på bekostnad av förmånligare placeringar, vilket försämrar marknadseffektiviteten. Även företagets beslut om framtida investeringar är beroende av att besluten baseras på en korrekt prissättning på marknaden.³⁰

Marknadsförtroendet är en annan faktor som används för att förklara regleringens existens. Det påpekas att handel skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras³¹. Om en av två parter utnyttjar förtrolig information för att kunna göra egna vinstaffärer, kan förtroendet för marknadens funktionssätt komma att minska. Värdepappersmarknaden blir också alltmer integrerad med omvärlden, vilket skapar ett behov av att upprätthålla ett internationellt förtroende för marknaden. Om förtroendet skadas kommer investerare att undvika marknaden, vilket bl a kommer medföra att kapitalkostnader blir högre för företag.³² En annan synpunkt, som ligger nära förtroendeargumentet, är att det möjliggörs en mer rättvis behandling på marknaden för varje investerare. Alla aktörer skall kunna agera på marknaden på lika villkor och att låta någon manipulera marknaderna för sitt eget syfte vore orättvist. Det är svårt att tänka att investerare skulle investera sitt kapital på en marknad där den ene har en förmån över den andre genom utnyttjande av otillbörliga och vilseledande handlingar.³³

3.2.2 Argument mot en reglering

I USA togs år 1966 ett flertal argument mot reglering av den finansiella marknaden upp. Bl a påstods att de enda parter som får nytta av regleringar är de kortsiktiga investerarna eftersom en ordinär marknadsaktör, som vanligen köper och säljer med ett långsiktigt perspektiv, inte har någon kännedom om vem han handlar med. Aktören handlar ofta med

²⁸ Sjo J., Manipulation of Securities Market, SNF-rapport 77/1994, s. 6.

²⁹ Sjo J., Manipulation of Securities Market, SNF-rapport 77/1994, s. 6.

³⁰ Macey J. R., *Insider trading*, Economics, Politics and Policy, 1991, s. 10.

³¹ SOU 1994:68, Nobelrapporten, Bilaga 2, s. 134.

³² www.fi.se, Insiderbevakning, s. 3.

³³ Afrell L. m fl., Lärobok i kapitalmarknadsrätt, 1998, s.273f.

avsikt att dela konsumtionen över sin livslängd med utgångspunkt i motiv som faller utanför vanliga marknadsfaktorer. Således spelar det ingen roll om han säljer eller köper ett värdepapper från någon som vill påverka marknaden – han skulle ha handlat i alla fall.³⁴

En reglering kan hämma marknadseffektiviteten om den innebär att tillämpning av olika finansiella instrument begränsas på ett oklart sätt. Begränsningarna kan reducera marknadens likviditet genom att minska möjligheten att använda finansiella instrument vid t ex ”hedging”.³⁵ Ett problem med att lagstifta på basis av obestyrkta antaganden om subjektiva uppfattningar hos allmänheten, såsom förtroendeargumentet, är dock att det enligt sakens natur aldrig går att garantera att åtgärderna får avsedd effekt. Förtroendet kan snabbt undermineras oavsett mängden regleringar och är ett lätt offer för massmedias stämningar och sensationslystnad.³⁶

Enligt en synpunkt skadar prispåverkan inte den säljande eller köpande motparten. Vid en kursökning antas den säljande motparten vara medveten om att någon annan köper på grund av ett informationsövertag eller möjligen för att manipulera värdepapperets pris. Eftersom denne är medveten om möjligheter till manipulation tar han frivilligt ett beslut att sälja och således kan kurspåverkningen inte ses som vilseledande.³⁷

Kostnader för att övervaka marknaden och upprätthålla de institutionella enheter som krävs för att följa marknaden, kan också ses som kritik mot regleringen. Kritiken blir ännu hårdare om dessa kostnader överstiger fördelarna med en reglering.

Svårigheter att tolka regleringen och övervaka marknaden är andra argument mot en marknadsreglering. Lagregleringen om otillbörlig kurspåverkan är allmänt hållen och är därför svårtolkad³⁸. Självreglering nämns som ett komplement till lagstiftning. De få fall som upptäckts hittills tyder på att det är svårt att övervaka ageranden på marknaden och fastställa fall där handeln verkligen har ett otillbörligt syfte. Dessa osäkerhetsfaktorer påverkar troligen marknadseffektiviteten genom att investerare har svårt att ta ställning till olika situationer eller direkt avstår från handel, vilket minskar omsättningen och därmed också marknadens likviditet.

³⁴ Manne H.G., *In defense of insider trading*, Harvard Business Review Nov/Dec 1966, s. 113.

³⁵ Sjo J., *Manipulation of Securities Markets*, SNF-rapport 77/1994, s. 112.

³⁶ Afrell L. m fl, s. 275.

³⁷ Macey R. Jonathan, *Insider Trading*, Economics, Politics and Policy, 1991.

³⁸ Boman R., *Praktisk tillämpning av en ny lagbestämmelse om otillbörlig kurspåverkan (1997)*, FAR 1999 del II, s. 874.

4 Hur marknaden fungerar

Kapitlet redogör för hur den finansiella marknaden fungerar. De marknadsaktörer som vi anser vara mest väsentliga för vår uppsats presenteras och följs av en beskrivning av den praktiska handeln på börsen, handelsregler samt marknadsövervakning. Därefter följer ett avsnitt om handel utanför börsen. Slutligen presenteras olika finansiella instrument.

Aktörer och institutioner inblandade i handel och clearing i finansiella instrument är; börsen, clearingorganisationer, den för Sverige specifika gransknings- och kontrollorganisationen Clearing Control CC HB, banker och andra värdepappersinstitut samt deras kunder.³⁹ Börsen har tillkommit till följd av investerarnas behov av att prisinformation och genomlysning förbättras, att likviditet erbjuds samt att sökkostnaderna minskar⁴⁰. Tillkomsten av clearingorganisationer kan förklaras av behovet att minska investerarnas motpartsrisk, organisera deras avvecklingsrutiner samt att reducera den totala systemrisken på marknaden.⁴¹ Banker och värdepappersinstitut fungerar som länkar mellan investerarna och börsen respektive clearingorganisationen.⁴²

4.1 Marknadens aktörer och institutioner

4.1.1 OM Stockholmsbörsen

OM Stockholmsbörsen (OMSB) är ett helägt dotterbolag till OM Gruppen AB och står under tillsyn av Finansinspektionen. OMSB har till huvuduppgift att erbjuda en marknadsplats för handel med finansiella instrument mellan medlemmar som anslutits till börsen. För att skapa en förtroendeingivande och effektiv marknad ställer börsen höga krav på de olika aktörerna. De noterade bolagen förbinder sig att förse marknaden med information om beslut och händelser som kan ha kurspåverkande effekt. På detta sätt har alla tillgång till samma information samtidigt, vilket minskar ryktesspridning och bidrar till en stabil handel - det sägs att marknaden är genomlyst.⁴³ En rättvis marknadsplats skapar också det nödvändiga förtroendet bland såväl svenska som utländska placerare.

Vid OMSB handlas bl a aktier, konverteringslån och warranter utgivna av svenska aktiebolag. Även vissa aktier i utländska aktiebolag är noterade och kan handlas vid börsen. Det är endast börsens medlemmar som har direkt tillträde till handeln.⁴⁴ Ett

³⁹ Berggren H., ”Nya finansiella instrument- normer och aktörer”, Juridisk tidskrift vid Stockholms Universitet 1996/97 del II, s. 565.

⁴⁰ SOU 1989:72 Värdepappersmarknaden i framtiden, del II, s. 294f.

⁴¹ SOU 1989:72, s. 296.

⁴² Afrell L. m fl, s.178.

⁴³ OM-gruppens hemsida www.omgroup.com, Faktabok 99, s. 10, 2000-11-15.

⁴⁴ Afrell L. m fl, s. 48f.

medlemskap innebär att medlemmarna, dvs banker och fondkommissionärer, får tillgång till handel med alla börsens avista- och derivatprodukter⁴⁵.

Tillsammans med Svenska Fondhandlareföreningen äger OMSB en gransknings- och kontrollorganisation, CC HB. Organisationens uppgift är att registrera samtliga slutkunder som anslutits till handeln respektive clearingen hos OMSB. Genom registreringen erhålls tillträde till marknadsplatsen och clearingen.⁴⁶

4.1.2 Finansinspektionen

Finansinspektionen (FI) är en myndighet som övervakar företagen på försäkrings-, kredit- och värdepappersmarknaderna. Deras övergripande mål är att bidra till finanssektorns stabilitet och effektivitet samt verka för ett gott konsumentskydd. FI granskar risker och kontrollsystem i de finansiella företagen samt övervakar att företagen följer lagar, förordningar och andra regler. De bevakar också att företagen ger fullständig och tydlig information till sina kunder.⁴⁷ Under FIs tillsyn finns bland annat banker, försäkringsbolag, fondbolag, värdepappersbolag, börser och clearingorganisationer. FIs insiderenhet utreder fall där misstanke om olaglig handel förekommit eller där otillbörlig kurspåverkan misstänks.⁴⁸

Arbetsuppgifterna har delats till att bestå av tre olika funktionsområden; finansiell analys, operativ tillsyn samt tillstånds- och rättsfrågor. *Finansiell analys* innebär att FI försöker följa, förstå och förklara utvecklingen på värdepappersmarknaden. Det innebär att tidigt observera förändringar i det allmänna stabilitetsläget samt att upprätta underlag för prioriteringar av tillsynsinsatser. *Operativ tillsyn* innebär att FI följer risker och kontrollsystem i de olika instituten samt övervakar att aktuella lagar och övriga regleringar följs. Enheten för *tillstånds- och rättsfrågor* ansvarar löpande för juridiska frågor, remisser och yttranden, utarbetande av föreskrifter samt utredning och bedömning av behov av ny lagstiftning.⁴⁹

4.1.3 Ekobrottsmyndigheten

Ekobrottsmyndigheten är en åklagarmyndighet som arbetar med och svarar för frågor om samordning samt andra åtgärder mot bekämpning av ekonomisk brottslighet. Ekobrottsmyndigheten skall utveckla metoder för att effektivt kunna bekämpa den ekonomiska brottsligheten. Myndigheten skall särskilt följa och analysera den ekonomiska brottslighetens utveckling, följa rättstillämpningen och utarbeta förslag till åtgärder. Vid Ekobrottsmyndigheten handläggs mål som avser Insiderlagen, Aktiebolagslagen, Skattebrottslagen och Lagen om handel med finansiella instrument. Myndigheten behandlar också mål vars handläggning annars ställer särskilda krav på kännedom om finansiella förhållanden, näringslivsförhållande och liknande.⁵⁰

⁴⁵ www.omgroup.com, Faktabok 99, s. 6, 2000-11-15.

⁴⁶ Berggren H., 1996/97 del II, s. 569.

⁴⁷ www.fi.se, 2000-11-20 och Förordning (1991:937) med instruktion för Finansinspektionen.

⁴⁸ www.fi.se, "Insiderbevakning", s. 9, 2000-11-20.

⁴⁹ www.fi.se, 2000-11-20.

⁵⁰ Förordning (1997:898) med instruktion för Ekobrottsmyndigheten.

4.1.4 Clearingorganisationer

Clearingverksamhetens uppgift i det finansiella systemet är framförallt att agera som riskreducerande faktor genom att varje aktör på marknaden får samma motpart, clearingorganisationen. Graden av riskreducering beror på hur clearingorganisationens finansiella och operativa system fungerar. Clearing och avveckling är de avslutande momenten vid affärer på finansmarknaden. Clearing innebär att förpliktelser att betala eller leverera finansiella instrument beräknas, medan avvecklingen avser själva överförandet av de finansiella instrumenten eller en betalning (likvid).⁵¹

4.1.5 Värdepappersinstitut

Värdepappersinstitut ansluts till OMs options- och terminsmarknad efter att ha undertecknat ett medlemsavtal. Medlemskap består av två självständiga delar vilka kan erhållas separat och tillsammans, dels ett börsmedlemskap och dels ett clearingmedlemskap. När ett värdepappersinstitut ansluts till OM godkänner institutet samtidigt OMs regelverk och förpliktar sig att se till att slutkunderna ställer säkerheter såsom reglerna stadgar och att själv i varierande omfattning svara för kundens förpliktelser gentemot OM.⁵²

Det krävs tillstånd av Finansinspektionen för att få bedriva värdepappersrörelse och begreppet definieras som ”verksamhet som består i att yrkesmässigt tillhandahålla tjänster som anges i 3 §”.⁵³ Tillstånd kan ges för olika typer av verksamhet som t ex handel med finansiella instrument för annans räkning, kommissionshandel eller handel för egen räkning. De som kan få tillstånd att bedriva värdepappersrörelse är bankinstitut, svenska aktiebolag och utländska företag som inte är bankinstitut. Det finns flertalet undantag till denna tillståndsplikt vilka vi dock lämnar utanför denna framställning. Grundläggande för om tillstånd skall ges är att den planerade verksamheten bedrivs enligt kraven på en sund värdepappersrörelse. Detta innebär att verksamheten skall bedrivas på ett sunt sätt så att bl a allmänhetens förtroende för marknaden upprätthålls och enskilda kapitalinsatser inte på något sätt äventyras.⁵⁴

Vilken undersökningsplikt som skall ligga på mäklarna är svårt att klart stipulera. Dock måste det slås fast att en viss uppmärksamhet krävs av instituten främst vid omständliga och komplicerande förfaranden, okända kunder etc. Ett annat problem är när mäklarna själva agerar otillbörligt mot marknaden. Exempel på sådana förfaranden är att mäklaren gör reklam för ett instrument hos vissa kunder men inte hos andra. Detta kan medföra att kursen stiger och de som hade instrumentet från början, kunder eller institutet själva, tjänar på det (pegging och scalping, se kapitel 6.2.5.1).⁵⁵ För de som arbetar på värdepappersinstitut finns även långtgående regler gällande handel med information som ännu inte offentliggjorts. Dessa regler har tagits fram av Fondhandlareföreningen. Till grund för reglerna ligger Insiderlagen och Lagen om handel med finansiella instrument.

⁵¹ Propositionen 1995/96:50 Clearingverksamhet mm, s. 41-50.

⁵² Berggren H., 1996/97 del II, s. 569.

⁵³ LVR 1:2 1 st.

⁵⁴ Propositionen 1990/91:142, Handel och tjänster på värdepappersmarknaden, s. 151-156 och LVR 1–2 kap.

⁵⁵ Boman R., FAR 1999 del II, s. 880f.

De anställda får förutom icke offentliggjord information inte agera på information de har till följd av sin position som anställd i ett värdepappersinstitut.⁵⁶

Svenska Fondhandlareföreningen beslutade i oktober 1999 att ta fram ett licensieringsprogram för anställda inom värdepappersinstitut och övrig svensk fondhandel. Licensieringen kommer att inledas år 2001. Syftet med programmet är att förbättra grundkompetensen hos anställda inom den svenska värdepappersmarknaden. De ökade grundkunskaperna skall medverka till att förtroendet för värdepappersmarknaden stärks, bl a genom att kunderna bereds ett förstärkt skydd. Ett annat syfte med licensieringsprogrammet är att åstadkomma en anpassning till de krav som ställs i andra länder. På sikt skall även en ömsesidig rätt för personer med licens i Sverige uppnås, vilken innebär att dessa personer kan agera i värdepappersmarknaderna i de länder till vilka en anpassning skett.⁵⁷

4.2 Handel på börsen

4.2.1 Börsmedlemmar

För att få tillgång till handel på börsen finns vissa lagregler uppställda vid sidan av de avtal som kontraktsrättsligt gäller mellan parterna vid inregistrering. Det råder i princip fritt tillträde till börsen och detta innebär att den som uppfyller de regler som uppställts inte får nekas tillträde. Det föreligger inte krav på att medlemmarna skall ha tillstånd att bedriva värdepappersrörelse, d v s vara värdepappersinstitut. De krav som ställs för att få tillträde till börsen är krav på betryggande kapitalstyrka, ändamålsenlig organisation, nödvändiga riskhanteringssystem, säkra tekniska system och att de i övrigt är lämpliga att delta i handeln.⁵⁸ Medlemskapet på börsen skall upphöra om kraven för medlemskap inte längre är uppfyllda. Detta är en skyldighet börsen har och aktualiseras om företaget exempelvis har agerat olämpligt eller har ådragit sig anmärkningar. I övrigt överlämnas ansvaret till börsen att se till att dess medlemmar följer de regler som finns och sanktionerar överträdelser.⁵⁹

Anledningen till att det ställs upp krav på de som agerar på börsen, är att handeln skall fungera och att de affärer som görs på börsen skall fullbordas. Grundläggande på värdepappersmarknaden är att systemet fungerar, är trovärdigt och upprätthåller marknadens förtroende.⁶⁰

4.2.2 Börshandel

Till OM Stockholmsbörsen är banker och andra värdepappersinstitut med tillstånd att bedriva värdepappersrörelse anslutna. Dessa handlar och clearar på OMSB både för egen

⁵⁶ Regler om värdepappers- och valuta affärer mm gjorda av anställda i värdepappersinstitut för egen eller närståendes räkning, FAR 1999 del II, s. 853.

⁵⁷ Fondhandlarnas hemsida www.fondhandlarna.se, Licensieringsprojektet, 2000-12-12.

⁵⁸ Afrell m fl., s. 120ff, Propositionen 1991/92:113, Ny Börslagstiftning, s. 78ff och LBC 1-3 kap.

⁵⁹ Propositionen 1991/92:113, s. 179ff.

⁶⁰ Propositionen 1991/92:113, s. 55-64, 78ff.

och för kunders räkning.⁶¹ OMSB erbjuder handel och clearing i avista- och derivatprodukter. Det är bara börsmedlemmar som har tillgång till de båda handelssystemen. Mäklarna får tillgång till handel genom uppkoppling från deras konton till systemet.⁶²

Avistahandeln i aktier sker i bolag noterade på A- eller O-listan. Sedan 1998 bedrivs också handel av mindre bolags aktier på den s k Nya marknaden.⁶³ Det handelssystem som på börsen används för aktier kallas SAXESS (Stockholm Automated Exchange). SAXESS är det centrala handelssystemet, d v s själva börsen. För att få behörighet att handla i SAXESS måste mäklarna först genomgå en utbildning i systemet och i börsjuridik. Samtliga mäklare som handlar i systemet måste också vara auktoriserade. För auktorisation skall företaget bl a uppfylla krav på genomlysning och säkerhet.⁶⁴ Handel med derivat sker dels på derivatbörsen, dels direkt mellan parterna. Det finns både standardiserade och icke-standardiserade instrument. De standardiserade instrumenten handlas ofta på börsen medan icke-standardiserade handlas direkt mellan parterna.⁶⁵ Derivathandeln sker i optioner och terminer som noteras på de underliggande aktier som är av störst intresse för investerarna. Det handelssystem som används här kallas CLICK.⁶⁶

Processen från orderläggning till utväxling av värdepapper mot likvid sker vanligen i tre faser; orderläggning och affärsbekräftelse (matchning), clearing och till sist avveckling (settlement). När en investerare köper eller säljer aktier eller derivat, läggs en order hos börsmedlemmen, som i sin tur via en mäklare lägger in ordern i handelssystemen. Alternativt kan medlemmen välja att låta sin kund själv lägga ordern med hjälp av automatisk orderförmedling, via Internet. Direkt när ett avslut om köp eller försäljning har träffats, går en bekräftelse om detta till mäklaren. Eftersom marknadsläget kan ändras från det att ordern läggs tills det att ordern når handelssystemen, kan placeraren gardera sig på olika sätt. Denna gardering sker genom att placeraren till ordern lägger något av följande villkor; prislimering, tidslimering, ”fill or kill” respektive ”fill and kill” samt bäst möjligt. OMSB bedriver clearingverksamhet beträffande derivatprodukter i Stockholm, vilket även omfattar OM Rantebörsen och OM London Exchange. Clearing sker på slutkundsnivå och slutkunden företräds alltid av en börsmedlem och blir därför alltid anonym för OMSB. När ett avslut accepteras för clearing går OMSB in som motpart, d v s som köpare mot säljare och vice versa. Detta görs för att garantera de skyldigheter som kontraktet medför bl a vad gäller likvid och leverans. Den tredje fasen innefattar leverans och betalning av avista på aktiemarknaden. Avvecklingen för aktiehandel sker på den tredje bankdagen efter affärsavslutet och sköts av VPC. Ur slutkundens perspektiv sker betalning och leverans hos banken eller värdepappersbolaget. Avvecklingsprocessen för derivat hanteras av OMSB, VPC och av medlemmarna. Majoriteten av avvecklingen för derivat sker på tredje bankdagen efter affärsavslut, lösen eller stängning.⁶⁷

⁶¹ Berggren H., 1996/97 del II, s. 555.

⁶² www.omgroup.com, Faktabok 99, 2000-11-20.

⁶³ www.omgroup.com, Faktabok 99, 2000-11-20.

⁶⁴ Berggren H., 1996/97 del II, s. 567.

⁶⁵ Afrell L. m fl., s. 96f.

⁶⁶ www.omgroup.com, Faktabok 99, s. 19, 2000-11-20.

⁶⁷ www.omgroup.com, Faktabok 99, s. 21f, 2000-11-20.

4.2.3 Handel via Internet

En hög aktivitet i marknaden med ett ökande antal aktörer och stor volym i handel medför vanligtvis ett ökat antal misstänkta fall av otillbörlig kurspåverkan. Flera av de fall som inkommer till Finansinspektionen rör förfaranden där privatpersoner handlat med sig själv via Internet, med hjälp av olika depåer. Under de senaste åren har denna trend varit synbar vilket har lett till ett relativt stor antal fall. Under år 2000 har totalt 7 ärenden överlämnats till åklagaren. Under 1999 var motsvarande siffra 10 fall.⁶⁸ Den ökade användningen av Internet minskar dock möjligheten till kontroll och övervakning eftersom det ofta saknas en mellanhand som tillser rimligheten i en marknadsorder. Ordern registreras i datorn oavsett om den är rimlig eller inte. Detta kan innebära ökad risk för kursmanipulativa förfaranden.⁶⁹

Inom FESCO har en instans kallad FESCOPOL arrangerats för att övervaka marknaden. Vidare har Finansinspektionen beslutat att offentliggöra alla möjliga misstänkta fall av kursmanipulationer via Internet för att fastställa privatplacerarnas kunskap om vad som är rätt och fel.⁷⁰ En vidare utveckling av internethandeln kan ses inom den fristående handelsplats, kallad Offex, som håller på att utvecklas i Sverige (se kapitel 4.3).

4.2.4 Handelsregler och marknadsövervakning

4.2.4.1 Börsens handelsregler och marknadsövervakning

Börsen skall ha regler för hur handel skall gå till och övervaka handeln så att den sker på ett vederbörligt sätt och i överensstämmelse med gällande lagar och god sed på marknaden. Vidare skall börsen bedriva kurs- och marknadsövervakning i syfte att upptäcka och förhindra uppkomsten av insideraffärer och otillbörlig kurspåverkan. Övervakningen sker i samarbete med Finansinspektionen och detta samarbete fördjupades nyligen genom att Finansinspektionen nu kan erhålla terminalåtkomst från sin verksamhet för att underlätta bevakningen av kapitalmarknaden.⁷¹ När börsen misstänker otillåtna förfaranden, anmäler de dessa till Finansinspektionen.⁷²

OMSBs marknadsövervakande organ består av drygt fem personer och kan delas upp i två enheter: kursövervakning och informationsövervakning. Övervakningen sker genom ett eget system, vilket består av ett datasystem som indikerar onormala fluktuationer i omsättning eller aktiekurser. För att upptäcka förfaranden som eventuellt är otillbörliga, tittar marknadsövervakningen bl a på stora kursförändringar, konstiga avslut, upprepningar, plötsliga händelser samt på tips från mäklare. Vidare granskas massmedias och andras informationssystemens uppgifter och de jämförs sedan med faktiska kursutvecklingar. Om ageranden upptäcks som inte är förenliga med lagregleringen kontaktas Finansinspektionen. På avdelningen för marknadsövervakning används ett flertal olika dataskärmar, vilka fyller olika funktioner. En skärm visar avvikelser gentemot

⁶⁸ www.fi.se, Juristföreningen i Stockholm och Advokatsamfundets Stockholmsavdelnings möte 2000-10-11, 2001-01-04.

⁶⁹ Dagens Industri, ”FI misstänker manipulation”, 2000-10-05.

⁷⁰ www.fi.se, Rapport 29 nov 2000 Finansmarknad, riskkapital och välstånd, 2000-12-12.

⁷¹ LBC 4:2.

⁷² www.fi.se, Insiderbevakning, s. 9, 2000-11-10.

statistiska data och branschindex. På denna görs även olika jämförelser mellan olika trender och index. Vidare finns en skärm där en handelsstation kallad SAXESS-Trader används. Programmet gör det möjligt att följa all handel som sker på börsen. På en annan skärm används ett program som kallas Reuter First. Syftet med detta program är att kunna följa de aktier som handlas, se vem som är säljare, hur kursen går samt diverse allmän information. Programmet möjliggör också vidare analys av olika aktiviteter. För derivathandeln används ett system som kallas CLICK och detta används på en skärm för sig. Handel på derivatmarknaden är anonym, men genom CLICK kan övervakarna se vilka kontrahenterna är. Det finns också ett par skärmar för sökning på Internet, intern webblösning samt ett program som fungerar som ett grafiskt instrument och möjliggör olika jämförelser. Den interna webblösningen ger övervakarna möjlighet att i efterhand gå in och se alla order som genomförts.⁷³

Handelsstopp är ett tillvägagångssätt som kan tillämpas vid misstänkta fall av förbrytelse mot den befintliga regleringen av värdepappershandel. Handel med ett finansiellt instrument skall avbrytas om allmänheten inte har tillgång till information om instrumentet på lika villkor. Handelsstopp kan också tillämpas på optioner och terminer där handel med det underliggande instrumentet blir stoppat. Handeln får återupptas först när ett tillförlitligt marknadsvärde för det finansiella instrumentet återfinns.⁷⁴ OMSB vill ha så få handelsstopp som möjligt för att inte förorsaka onödiga störningar i handeln. Börsen stoppar handeln för att kunna informera när det finns information som de tror är ojämnt spridd på marknaden. De kan också stoppa handeln vid fall där de upptäcker att priserna är manipulerade. En annan tanke med handelsstopp är att de som inte aktivt följer marknaden också skall skyddas. Handelsstoppet ger möjlighet för de som lagt in order att reagera när ny information kommer ut.⁷⁵

Börsen har enligt LBC rätt till information av sina börsmedlemmar, vilka i sin tur är skyldiga att till börsen och dess övervakningsenhet ge den information och de upplysningar som börsen behöver för att fullgöra sina uppgifter. Regeln kompletteras av en skyldighet för börsen att övervaka sina medlemmar och kontrollera att de följer kraven för att vara behöriga att verka på börsen.⁷⁶ För att förbättra kontrollen borde fler rutinmässiga granskningar göras hos börsmedlemmar och hos övriga institut. Orderna borde kontrolleras noggrannare från att de läggs tills att de avvecklas och rapporteringen måste skötas. Marknadsaktörerna handlar via börsmedlemmar och således är det också viktigt att medlemmarna granskar handeln, bl a genom att kontrollera rimligheten i prissättningen och att de har goda kunskaper inom regleringar som rör området.⁷⁷

Börsen har också en fristående disciplinnämnd vilken skall handlägga ärenden om överträdelser av lagregler eller börsens regler för medlemmar och emittenter på börsen. De sanktioner som finns för handeln är varning, böter eller avnotering.⁷⁸

⁷³ Intervju med Mats Wilhelmsson, 2000-12-11.

⁷⁴ LBC kap 10.

⁷⁵ Intervju med Mats Wilhelmsson, 2000-12-11.

⁷⁶ LBC kap 3-4.

⁷⁷ Intervju med Mats Wilhelmsson, 2000-12-11.

⁷⁸ Propositionen 1997/98:71, s. 49f och Föreskrifter (FFFS 1998:16) om disciplinnämnd för börser.

4.2.4.2 Finansinspektionens handelsregler och marknadsövervakning

Finansinspektionen övervakar marknaden och samlar in information om avvikande beteende. Informationen kommer från olika källor. FI har också en egen marknadsövervakning, Insiderenheten, vilken följer marknaden genom observationer via datorer som är uppkopplade mot börserna. Uppgifterna lagras i ett marknadsövervakningssystem. FI bedriver även ett nära samarbete med marknadsövervakningsfunktionen på OM Stockholmsbörsen och övriga börser. Vid misstänkta fall av olaglig handel erhålls information från dessa för egna undersökningar.⁷⁹ Vidare erhålls också tips från allmänheten, företagsledningarna och övriga marknadsaktörer samt från utländska tillsynsmyndigheter vilka FI har särskilda samarbetsavtal med. FI beslutar att öppna eller starta en utredning, viken baseras på inkomna fakta. I de fall omständigheterna tyder på brott, överlämnas ärendet till åklagaren.⁸⁰

FI är en extern övervakare och utövar tillsyn över de medlemmar som är värdepappersinstitut och genom en lagändring utökades FIs tillsynsbehörighet och omfattar i dagens läge även andra börsmedlemmar. De har rätt att kräva information från aktörer på börserna om förhållanden som rör börserna och med vite förelägga dem att lämna informationen. Undantag föreligger om en aktör står under tillsyn i hemlandet.⁸¹ FI har också näringsrättsliga sanktioner som huvudsakligen gäller företagen under tillsyn. I dessa fall kan FI återkalla ett tillstånd eller meddela varning.⁸² Vidare får Finansinspektionen lämna föreskrifter om marknadsövervakning och exempel på en sådan reglering är FFFS 1998:17.⁸³

4.3 Handel utanför börserna

I USA har fristående handelsplatser etablerats utanför den etablerade börsorganisationen. Det är en utveckling som skett för att undvika dyrt courtage. Systemet bygger på att ett antal placerare kopplar samman sina datorer och handlar inom sitt nätverk och handeln sker företrädesvis i relativt omsatta aktier och instrument. Det föreligger i Sverige inget rättsligt hinder mot denna form av privata handelsplatser genom att förändringar i innehav rapporteras till VPC för inregistrering i deras system. En anledning till att denna typ av handel är så stor i USA, kan vara att deras handelssystem är gammalmodigt⁸⁴.

Huruvida en börs av liknande konstruktion som i USA skulle falla under lagregleringen för otillbörlig kurspåverkan, beror på dess konstruktion. Om den faller utanför lagregleringens tillämpningsområde kan man dock fråga sig om det finns ett incitament att svika förtroendet på den marknad personen anslutit sig. Man kan spekulera i hur

⁷⁹ www.fi.se, "Insiderbevakning", s. 9, 2000-11-20.

⁸⁰ www.fi.se, Juristföreningen i Stockholm och Advokatsamfundets Stockholmsavdelnings möte 2000-10-11, 2001-01-04.

⁸¹ Propositionen 1997/98:71, s. 88, 110.

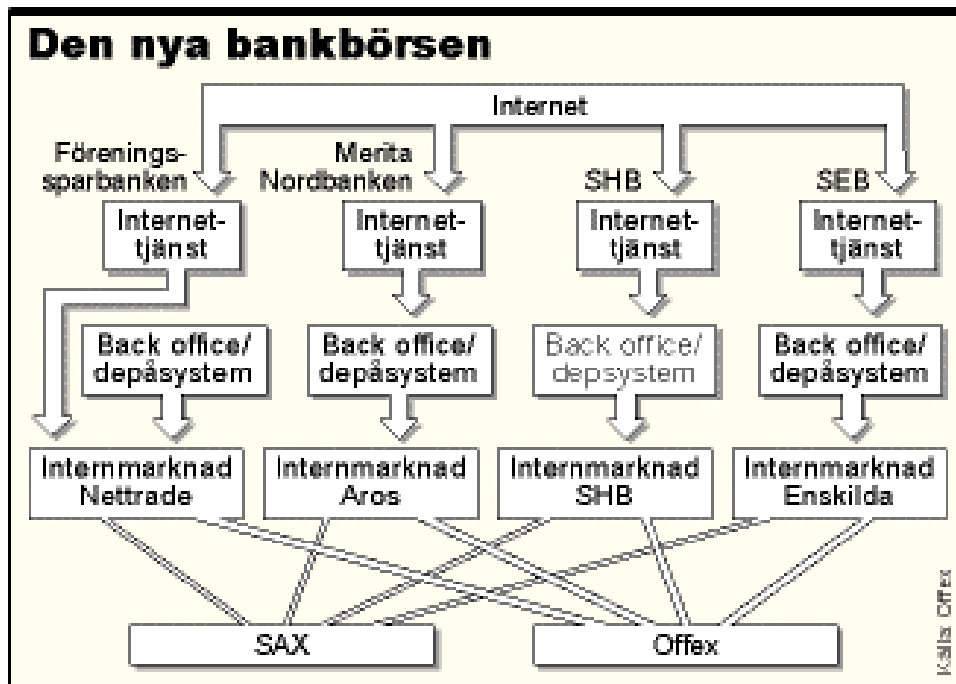
⁸² www.fi.se, Juristföreningen i Stockholm och Advokatsamfundets Stockholmsavdelnings möte 2000-10-11, 2001-01-04.

⁸³ Föreskrifter (FFFS 1998:17) om marknadsövervakning vid börser, auktoriserade marknadsplatser och värdepappersinstitut.

⁸⁴ Intervju med Mats Wilhelmsson, 2000-12-11.

marknadens aktörer skulle se på om en i nätverket manipulerar kurser och gör vinster på andras bekostnad. Troligen skulle agerandet leda till svikande förtroende för marknaden och även utestängning från marknadsplatsen.

Det verkar som om denna typ av fristående handelsplats även är på väg att utvecklas i Sverige. I november 2000 kom nämligen den stora nyheten om att de fyra affärsbankerna, Merita-Nordbanken/Nordea, Föreningssparbanken, SEB och Handelsbanken, skall starta ett gemensamt elektroniskt nätverk för aktiehandel. Systemet skall kallas Offex (Off the Exchange) och är tänkt att introduceras under år 2001. Offex kan ses som bankernas egna internetbaserade nätverk för handel med aktier och warrant. Bankernas depåkunder kommer att kunna handla med varandra i Offex på samma sätt som de handlar med varandra i Stockholmsbörsens SAXESS-system. Handeln kommer att ske med hjälp av de internetjänster som respektive bank erbjuder. Den huvudsakliga skillnaden blir att bankerna får ytterligare ett system att använda för att tillgodose behov av att matcha kundernas order, exempelvis när OMSB inte har öppet eller när deras handel ligger nere. Bilden nedan visar hur det nya handelssystemet är tänkt att se ut.⁸⁵ Slutligen kan nämnas att driften kommer att läggas ut på VPC⁸⁶.



Genom handel utanför börsen ges möjlighet till en helt ny konkurrenssituation i Sverige. På sikt skulle den kunna komma att likna den situation som råder i USA. Där har olika elektroniska nätverk för aktiehandel på nätet växt sig mycket stora och står idag för nästan en fjärdedel av all handel på Nasdaq.⁸⁷ OM Gruppens vice VD Niklas Midby menar dock att de fyra affärsbankerna är medlemmar i Stockholmsbörsen och att den handel som Offex kommer att ha på lördagar och söndagar kommer att innebära ökade volymer, som i

⁸⁵ www.di.se, "Bankerna gör slut på börsmonopolet", 2000-11-30.

⁸⁶ www.di.se, "Ny börs skrämmer inte OM", 2000-11-30.

⁸⁷ www.di.se, "Bankerna gör slut på börsmonopolet", 2000-11-30.

sin tur ger ökade transaktionskostnader för deras del.⁸⁸ Troligen borde inte en utveckling av detta slag innebära några problem eftersom den ställer samma krav på marknadsövervakning som handel på börsen gör. Dessutom är de som bedriver handeln förpliktade att rapportera till värdepappersinstitut. Således kommer lagregleringen att tillämpas även här.⁸⁹

4.4 Finansiella instrument

Det finns flera finansiella instrument som kan utnyttjas för att påverka priser antingen var för sig eller i kombination med varandra. Enligt lagregleringen för otillbörlig kurspåverkan skall reglerna tillämpas på alla finansiella instrument, vilket omfattar fondpapper och andra rättigheter och förpliktelser avsedda för handel på värdepappersmarknaden. Det uppställs flera krav i LBC avseende registrering av finansiella instrument. Dessa regler finns för att förhindra kursmanipulativa försök.⁹⁰

4.4.1 Fondpapper

Fondpapper är aktier, obligationer, delägarrätter eller fordringsrätter vilka är utgivna för allmän omsättning, andel i värdepappersfond samt aktieägares rätt gentemot den som för hans räkning förvarar aktiebrev i ett utländskt bolag.⁹¹ En aktie utgör ett bevis för ägarandel i aktiebolag. Aktierna berättigar dess ägare rösträtt och utdelning. Aktieägarna har en fordran mot restvärdet av företagets intäkter efter andra fordringsägare har fått sin andel. Börsregistrerade aktier återfinns främst på A-listan, vilken är uppdelad i två delar; mest omsatta och övriga aktier. Vid sidan av denna lista har en lista för mindre aktiebolag introducerats, se k Nya Marknaden. På O-listan finns de noterade aktierna. O-listan är Fondbörsens marknad för bolag som har för avsikt att söka notering på A-listan.⁹²

4.4.2 Derivatinstrument

Derivatinstrument betecknas av att instrumentets värde bestäms av värdet på en eller flera underliggande tillgångar eller index för sådana tillgångar och kan i princip delas in i terminer, optioner eller en kombination av dessa. Vanliga underliggande tillgångar är valuta, räntor, råvaror och aktier.⁹³

En option är ett avtal mellan två parter. Avtalet är asymmetriskt eftersom det är innehavaren av optionen som bestämmer om avtalet skall fullföljas eller inte. Avtalet ger optionsinnehavaren rätten, men inte skyldigheten, att köpa eller sälja den tillgång eller det värdepapper som optionen avser till ett bestämt pris på eller före en specifik dag. Vid standardiserade aktieoptioner har optionsinnehavaren i princip tre handlingsalternativ; lösen, kvittning och förfall. Optionsutfärdaren har skyldigheten att stå som motpart gentemot optionsinnehavarens förfarande.⁹⁴ För innehavaren är den maximala vinsten

⁸⁸ www.di.se, ”Ny börs skrämmer inte OM”, 2000-11-30.

⁸⁹ Intervju med Mats Wilhelmsson och Jan Green, 2000-12-11.

⁹⁰ Boman R., FAR 1999 del II, s. 877 och Afrell L. m fl, s. 95f, 127ff.

⁹¹ LHF 1:1.

⁹² Afrell L. m fl., s. 48, 89ff.

⁹³ Afrell L. m fl, s. 96.

⁹⁴ Afrell L. m fl, s. 97f.

obegränsad, medan den maximala förlusten är begränsad till den erlagda premien. För utfärdaren är den maximala vinsten den erhållna premien och den maximala förlusten obegränsad.⁹⁵ De optioner som omsätts på derivatmarknaden måste för att falla under den värdepappersmarknadsrättsliga lagstiftningen vara standardiserade. I Lagen om börs- och clearingverksamhet krävs, för att ett avtal skall anses vara en option, att villkoret i fråga inte behärskas av utställaren på ett sådant sätt att denne i realiteten kan avgöra om den avtalade transaktionen skall komma till stånd.⁹⁶

Teckningsoptioner (warrants) är värdepapper som ger innehavaren rättigheten, men inte skyldigheten, att köpa aktier i ett företag till ett bestämt pris i framtiden. Innehavaren av optionsrätten betalar den teckningskurs som gäller när denna väljer att delta i nyemission av aktier.⁹⁷ Teckningsoptioner ges vanligtvis ut i samband med obligationer och alltid i samband med något annat instrument.

En termin är ett avtal om köp av tillgångar som mot ett i avtalet bestämt pris skall levereras vid en framtida tidpunkt. Terminsavtalet innebär en skyldighet för både köpare och säljare att fullgöra sina åtaganden enligt avtal vid en överenskommen framtida tidpunkt. Till skillnad från optioner utgår normalt sett inte någon premie i samband med att terminskontrakt ingås.⁹⁸ Terminskontrakten kan delas upp i två typer: forwards och futures. Ett forwardkontrakt kan vara standardiserat eller individuellt utformat medan futureskontrakten alltid är standardiserade för att kunna handlas på en derivatbörs. En annan skillnad är att futureskontrakten kan avslutas före löptidens slut medan ett forwardkontrakt regleras på slutdagen. För futures sker även daglig avräkning (marking to market).⁹⁹

⁹⁵ Wramsby G. m fl, s. 350.

⁹⁶ Johansson S., Options- och terminsavtal, 1998, s. 28ff.

⁹⁷ Wramsby G. m fl, s. 330.

⁹⁸ Johansson S., s. 32.

⁹⁹ Afrell L. m fl, s. 98.

5 Lagregleringen - Otillbörlig kurspåverkan

I detta kapitel presenteras lagregleringen om otillbörlig kurspåverkan samt bakgrunden till dess tillkomst. Därefter följer en internationell utblick följt av ett avsnitt om rättsteori och en analys av regleringen.

5.1 Lagregleringens tillkomst

Redan i SOU 1989:72 diskuterades införandet av en reglering avseende otillbörlig kurspåverkan, men det kom att dröja närmre 10 år innan en straffreglering infördes i 7 kap LHF, år 1997. Den nya lagbestämmelsen täcker endast åtgärder som riktar sig mot själva marknaden och där syftet är att påverka kursen vid handel med finansiella instrument.¹⁰⁰ Utgångspunkten till diskussionen om en reglering av området, var de incidenter som inträffade på aktiemarknaden i slutet av 1980-talet. Nedan redogörs i korta drag för de utredningar som legat till grund för dagens lagreglering.

5.1.1 Första ansatsen

5.1.1.1 Fermenta-utredningen

Utvecklingen i Fermenta (idag Columna) betecknas ofta som den mest djupgående företagskandal som skakat det svenska näringslivet på 50 år. Grundare och tillika huvudägare var Refaat El-Sayed. Han var även VD och styrelsemedlem i Fermenta och fick tillsammans med styrelsen upp bolagets börsvärde till ca 10 miljarder kronor på bara några år. Sedan företagets börsintroduktion 1984 inträffade ett antal onaturliga aktiekursstegringar för Fermentaaktien. Från sommaren 1984 till början av 1986 steg kursen till 14 gånger högre nivå och kursutvecklingen styrdes i hög grad av El-Sayed. Kursen påverkades av falska bokslut och prognoser, av osann och selektiv information, men också av kursdrivning som tog sikte på själva handeln. Exempel på detta är stympling av utbudet genom åtaganden från köpare av Fermentaaktier att under en viss tid inte sälja, vidare återköps- och bulvanavtal etc.¹⁰¹ Aktiemarknaden reagerade positivt på El-Sayeds framåtanda och företagsförvärven kunde finansieras med egna resurser, dvs genom riktade nyemissioner. Under 1984-1986 hade El-Sayed mellan 25 till 60 % av aktiekapitalet och omkring 80 % av rösterna.¹⁰² Denna position i kombination med det stora aktieinnehavet, gav honom ett brett handlingsutrymme som han bl a använde till att hålla kursen uppe genom en ständigt köporder till viss lägsta kurs. El-Sayed misstänktes bl a för grovt svindleri och brott mot Aktiebolagslagen.¹⁰³

¹⁰⁰ Boman R., FAR 1999 del II, s. 878, SOU 1994:68, s. 68.

¹⁰¹ Fermenta – fakta och erfarenheter, en rapport till Stockholms Fondbörs, 1988, s. 8ff.

¹⁰² Fermenta, 1988, s. 43ff, 119.

¹⁰³ Fermenta, 1988, s. 159-165, 232.

All uppmärksamhet som riktades på Fermenta, medförde att brister i lagstiftningen framträdde. Dessa brister sågs i Aktiebolagslagen, i lagstiftningen gällande Börs- och värdepappersmarknader samt i de kontraktbundna normer som gällde i förhållandet mellan börsen och börsbolaget. Särskild uppmärksamhet riktades mot kursdrivningen i Fermenta, vilken ledde till högre kurser och brantare kursfall än som hade väntats om marknadskrafterna fått verka utan särskilda kursdrivande åtgärder.¹⁰⁴

Efter ett beslut av Stockholms fondbörs, tillkallades 1987 en utredning för att, mot bakgrund av händelseförloppet i Fermenta, analysera de principfrågor och övriga förhållanden som var av betydelse för fondbörsen och aktiemarknaden. Utredningen kom fram till att El-Sayed konsekvent drivit upp kursen och att kursen troligen inte hade nått nämnvärt över introduktionskursen utan hans agerande. El-Sayed hade använt sig av olika typer av åtgärder för att påverka kursen, bl a kursdrivande åtgärder. Fermentautredningen använde begreppet kursdrivning som beteckning på sådana åtgärder som ligger utanför en normal marknadsmässig handel och informationsgivning och som har det direkta eller indirekta syftet att påverka en aktiekurs.¹⁰⁵ Utredningen menade att det kunde vara anledning att överväga att efter engelsk och amerikansk förebild införa särskilda bestämmelser. Dessa skulle rikta sig mot kursdrivning genom hemliga avtal i samband med aktieaffärer som stryper utbudet, möjliggör icke marknadsmässiga bud eller genom osann information vilseleder marknaden. De menade också att det behövdes mer än straffbestämmelser för att hindra denna typ av förfaranden, bl a skulle övriga relevanta regler inom ABL samt värdepappers- och börslagstiftningen vara utformade så att de så långt som möjligt motverkade liknande förfaranden.¹⁰⁶

5.1.1.2 Aranäs AB

Aranäs AB var ursprungligen ett familjeägt byggnadsföretag. Verksamheten övergick successivt allt mer mot byggnation för egen förvaltning.¹⁰⁷ 1990 genomförde OTC-bolaget en nyemission. I ett tvistemål inför domstol framkom senare att bolagets huvudägare hade gett i uppdrag åt en annan person att stödköpa aktier i bolaget. Avsikten med stödköpet var att hålla kursen över emissionskursen. Därefter skulle huvudägaren förvärva dessa aktier.¹⁰⁸ Anledningen till huvudägarens agerande var att aktiekursen för Aranäs den sista tiden hade fallit och trenden såg ut att hålla i sig. Stödköpet innebar att kursen steg något för att sedan hållas konstant på en nivå där nyemissionen skulle genomföras. När huvudägaren senare skulle förvärva tillbaka aktierna, visade det sig att han inte hade möjlighet att ge betalt till den person han anlitat att stödköpa. Det hela slutade med att de båda stämde varandra i ett civilmål och allt uppdagades.¹⁰⁹

¹⁰⁴ Fermenta, 1988, s. 111, 165.

¹⁰⁵ Nobel Industrier, Gamlestaden, Erik Penser och bankerna, Nr. 10 i Stockholms Fondbörs skriftserie, 1992, s. 282.

¹⁰⁶ Fermenta, 1988, s. 166, 232.

¹⁰⁷ Aranäs årsrapport 1989.

¹⁰⁸ Boman R., FAR 1999 del II, s. 876.

¹⁰⁹ Intervju med Mats Wilhelmsson, 2000-12-11.

5.1.1.3 SOU 1989:72 och Propositionen 1990/91:42

Statens offentliga utredning (1989:72) kom fram till att kursdrivande åtgärder var åtgärder som låg utanför en normal handel och vars syfte var att påverka en aktiekurs. Det saknades i Sverige speciallagstiftning som förhindrade agerande av detta slag. De medel som fanns tillbuds i Sverige vid denna tidpunkt var de generella straffrättsliga regleringarna i Brottsbalken gällande svindleri och bokföringsbrott.¹¹⁰ Vi genomför inte någon närmare analys om varför dessa straffrättsliga regleringar inte täcker in kursmanipulativa åtgärder, utan inskränker oss till att säga att så är fallet.

Den nya lagen som föreslogs skulle placeras i BrB nära svindleriparagrafen och omfattar all handel med fondpapper eller finansiella instrument. Vidare skall alla personkategorier omfattas utan inskränkning, från mäklare till personer som endast handlar för privat bruk. Regeln skall även enligt straffrättsliga principer tillämpas på medverkanansvar.¹¹¹ I efterföljande proposition 1990/91:42 Insiderhandel rekommenderades att förbudet skulle utredas närmare främst med anledning av det svåravgränsade området.¹¹²

5.1.2 Andra ansatsen

5.1.2.1 Nobelrapporten

Företaget Gamlestaden noterades på Stockholms Fondbörs O-lista i september 1989. Vid detta tillfälle var Nobel Industrier ägare av nästan hälften av Gamlestadens aktiekapital.¹¹³ Frågan om otillbörlig kurspåverkan hade väckts då Erik Penser genomfört inköpsstrategier i kursvårdande syfte. Bl a hade Penser köpt aktier i Gamlestaden strax efter nyintroduktionen, med motiveringen att nyintroduktionskursen satts för högt varför han skyddat de som köpt aktier genom att hålla kursen uppe. Det konstaterades att aktiehandeln i de berörda aktierna under lång tid dominerats av Penser och till honom samverkande intressenter.¹¹⁴

Stockholms fondbörs utredning; ”Nobel Industrier, Gamlestaden, Erik Penser och bankerna”, ansåg att det var svårt att rikta kritik mot detta agerande utifrån gällande lagstiftning. Frågan blev därför intressant även för framtida reglering, då det måste tas ställning till om agerandet kan anses vara tillåtet eller inte. En kursnivå som i verkligheten har skapats av en huvudägares åtgärder på marknaden, kan ge framförallt den breda aktiesparande allmänheten missvisande signaler om aktiens rätta värde. Vidare kan en konstgjord kursstabilitet ge ett överdrivet intryck av låg risk. Särskilt viktig är kursbildningen inför en kommande nyemission, då genomförandet av en nyteckning kan vara helt beroende av aktiekursen.¹¹⁵

¹¹⁰ SOU 1989:72, s. 198ff.

¹¹¹ SOU 1989:72, s. 200f.

¹¹² Propositionen 1990/91:42, Insiderhandel, s. 74f.

¹¹³ Nobel Industrier, 1992, s. 35ff.

¹¹⁴ Nobel Industrier, 1992, s. 253, 290.

¹¹⁵ Nobel Industrier, 1992, s. 254.

Utredningen ansåg vidare att det var nödvändigt att området föll under reglering, men förespråkade självreglering på marknaden. Förslaget var till stor del att de större aktörerna på marknaden skulle gå samman och skapa en uppförandekod för marknaden, vilken skulle innehålla en katalog över förfaranden som ansågs otillåtna. En svårighet var att katalogisera de ageranden som skulle anses vara förbjudna. Denna svårighet var också avgörande till varför utredningen ställde sig avvisande till en generell kriminalisering. Utredningen förespråkade dock straffreglering av klara och flagranta fall som hemliga avtal och olika avtalsvillkor vilka har till syfte att undandra finansiella instrument från marknaden, d v s typiska ageranden för att manipulera kurser på marknaden. I övriga oklara och svårbedömda fall skulle en katalog verka som introduktion till en reglering. Marknaden och kontrollinstituten skulle få möjlighet att utvärdera resultatet och analysera vilka ageranden som senare kan skapa grund för en utvidgad lagstiftning. Vidare var ett annat argument mot generaliserad strafflagstiftning bevissvårigheter.¹¹⁶

5.1.2.2 SOU 1994:68, Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor

Det kom att dröja ända till 1994 tills en ny offentlig utredning presenterades i frågan. Behovet av en reglering intensifierades med tiden och i jämförelse med omvärlden och den lagstiftning som fanns kring marknaden, var detta den stora luckan.¹¹⁷

SOU utarbetade en lagreglering baserad på ett otillbörlighetsrekvisit för att komma till rätta med problemen i tidigare lagförslag. Regleringen skulle visserligen bli allmänt hållen, men den skulle angripa kärnan i det otillåtna agerandet, nämligen syftet att otillbörligt påverka kursen. Utredningen ansåg det dock vara angeläget att det skapades en enhetlighet på marknaden av vilka ageranden som åsyftades med den nya regeln. De eftersökte ett samarbete mellan de olika aktörerna på marknaden för att skapa enighet och ett försök att uttröna hållpunkter för god sed på marknaden.¹¹⁸

5.1.2.3 Regeringens proposition 1995/96:215

Remissinstanserna och regeringen ansåg att det ännu förelåg vissa tillämpningssvårigheter vad avsåg tillämpning och bevisning. Det nya otillbörlighetsrekvisitet förhindrar tillämpningssvårigheter men utgör även bevisbörda för åklagaren. De avtal eller ageranden som åsyftas är dock till sin natur otillbörliga varför rekvisitet fyller sin funktion utan att försvåra åklagararbetet.¹¹⁹

Vidare kritiserades det andra stycket vilket kräver effekt, att kursen eller priset faktiskt påverkats, för att brottet skall vara fullbordat, d v s effektdelikt. Detta krav ansågs inte ha ett sakligt skäl och kunde inte motiveras, detta krav togs därför bort och straffbarhet inträder med syftet och avsikten att påverka priset. Det infördes även en straffskala för grov otillbörlig kurspåverkan i enlighet med lagstiftningen avseende insiderbrott. Vad som skulle kunna motivera att brottet sågs som grovt skulle kunna vara graden av kurspåverkan, om förtroende missbrukas, noggrann planering och genomförande eller om

¹¹⁶ SOU 1994:68, s. 139-143.

¹¹⁷ SOU 1994:68, s. 69ff.

¹¹⁸ SOU 1994:68, s. 69-73.

¹¹⁹ Propositionen 1995/96:215, Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor, s. 70ff.

handeln förs mellan flertalet institut internationellt. Dessa olika förfaranden försvårar i regel utredningen. Slutligen är lagen att anse som subsidier till regleringen i BrB avseende svindleri eller bedrägeri och skall i enlighet med förslaget placeras i LHF. Placeringen skulle ge Finansinspektionen erforderlig övervakningsbefogenhet.¹²⁰

5.1.3 Tredje ansatsen

5.1.3.1 Departementspromemorian och regeringens proposition

I departementspromemorian (Ds 2000:4) föreslog Finansdepartementet vissa förändringar i Insiderlagen och i bestämmelserna om otillbörlig kurspåverkan i Lagen om handel med finansiella instrument (1991:980). Förslagen innebär att Insiderlagen skall delas upp i en straffrättslig lag, kallad Lag om brott på värdepappersmarknaden, samt en administrativ lag om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument. Bestämmelserna om otillbörlig kurspåverkan skall enligt förslaget föras till den straffrättsliga lagen. Vidare föreslås i promemorian att utredningsansvaret vid bl a brottslighet skall flyttas från Finansinspektionen till Ekobrottsmyndigheten. Mot det sistnämnda förslaget uppstod dock invändningar och mycket talar för att Finansinspektionen även i fortsättningen kommer att hålla i de inledande undersökningarna vid brottslig insiderverksamhet och otillbörlig kurspåverkan.¹²¹

Den 8 juni år 2000 beslutade regeringen i propositionen 1999/2000:109 om en ny Insiderlagstiftning och den nya lagstiftningen ersätter den nuvarande Insiderlagen och bestämmelserna om otillbörlig kurspåverkan i LHF.¹²² Det beslutades att brott av normalgraden kommer att skärpas genom att böter inte längre kan komma i fråga. Den nya lagstiftningen kommer att innebära att både ringa insiderbrott och ringa fall av otillbörlig kurspåverkan skall kunna straffas. Genom det nya förslaget införs också en regel enligt vilken Finansinspektionen skall göra anmälan till åklagare när det finns anledning att anta att ett brott enligt Insiderstrafflagen har begåtts. Insiderstrafflagen skall träda i kraft 1 januari 2001.¹²³

5.2 Internationell utblick

I Storbritannien finns bestämmelser om otillbörlig kurspåverkan i The Financial Services Act 1986. Häri stadgas bl a att det är förbjudet att med uppsåt företa en handling eller delta i ett förfarande som ger falskt eller vilseledande intryck på marknaden vad avser pris eller värde på ett värdepapper. Vid mindre allvarliga överträdelse är straffen böter eller fängelse i högst sex månader och för mer allvarliga är straffet fängelse i högst sju år. I USA har The Securities and Exchange Commission (SEC), utfärdat en reglering i Rule 10B-5. Denna reglering har till syfte att hindra bedrägliga och manipulativa åtgärder vid värdepappershandel.¹²⁴

¹²⁰ Propositionen 1995/96:215, s. 73f, 96ff.

¹²¹ www.fondhandlarna.se, "Fondhandlarnytt 12 april 2000", 2000-12-05.

¹²² Riksdagens hemsida www.riksdagen.se, "Justitieutskottets betänkande 2000/01 :JuU4", 2000-12-05.

¹²³ www.fondhandlarna.se, Fondhandlarnytt 5 juli 2000, 2000-12-05.

¹²⁴ Nobel Industrier, 1992, s. 284f.

Enligt en ny reglering i Storbritannien, under The Financial Services Act, som skall träda i kraft fr o m sommaren 2001, skall alla marknadsaktörer omfattas av samma reglering. Det har tagits fram en reglering som tydligt klargör vad som avses vara otillbörligt eller tillåtet. Böter skall utdömas till de aktörer som bryter mot regleringen. Regleringen omfattar tre olika kategorier av förfaranden; missbruk av information, publicering av vilseledande information samt otillbörlig kurspåverkan. En avgörande omständighet i bedömningen kallas ”regular user”-test där en ”regular user” är en förnuftig person som regelbundet handlar på marknaden. För att förfarandet skall klassificeras som otillbörligt skall det stämma överens med minst ett av de tre förfaranden som nämnts ovan och inte uppnå standarder som skäligen kan förväntas av en ”regular user”.¹²⁵ Således har rekvisitet för att syftet bakom agerandet skall vara otillbörligt avskaffats, vilket troligen gör regleringen lättare att tillämpa.

5.2.1 Forum of European Securities Commissions

FESCO grundades 1997 av 17 legitima värdepappersmarknadens utredningsorganisationer inom det Europeiska Ekonomiska Samarbetsområdet (EEA). FESCO arbetar för att utveckla gemensamma regleringsstandarder inom marknadsövervakningen och för att öka samarbetet mellan dess medlemmar. Medlemsstaterna arbetar mot att nå en gemensam europeisk uppfattning gällande regleringen av de finansiella marknaderna. Detta för att gynna investerare, intermediärer och andra institutioner med syftet att skydda placerare, åstadkomma en trovärdig marknad samt nå en marknadsgenomsynlighet.¹²⁶ För tillfället regleras finansiella marknader inom EU enligt det s k Investment Service Direktivet (ISD), vilket omfattar allmänna avtalsvillkor som reglerar verksamheten av investeringsbolag inom Europa. Det råder emellertid en viss oenighet om tillämpningen av direktivets artikel 11, vilken reglerar uppförandet på den finansiella marknaden. Till följd av utvecklingen på de finansiella marknaderna under de senaste åren har EU bestämt att genomföra en anpassning av regleringen för att bättre motsvara de förändrade kraven.¹²⁷

EUs kommission har grundat en arbetsgrupp för att ta itu med utformningen av en ny reglering (Action plan for Financial Services). Regleringen skall innehålla ett direktiv som avser marknadsmanipulationer. Det framgår från förslag att det antagligen inte skall tas mer hänsyn till syftet bakom ett agerande eller strävan efter manipulation, utan en mer praktisk utgångspunkt skall framföras.¹²⁸ Propositionen för direktivet är tänkt komma ut i början av år 2001 och direktiven skall träda i kraft under 2003. FESCO har fört ett nära samarbete med kommissionen och presenterade en rekommendation med synpunkter på marknadsmanipulationer och andra förfaranden till EU kommissionen i juli 2000. Samarbetet skall fortsätta och har prioriterats som arbetsgruppens viktigaste mål för den närmsta tiden.¹²⁹ Nya krav på säkerhet, information och konsumentskydd ställs också till en följd av utvecklingen av Internet. Som ett svar på denna utveckling har inom FESCO också ett särskilt forum, kallat FESCOPOL, för övervakning av marknaden arrangerats.¹³⁰

¹²⁵ FSAs hemsida www.fsa.uk, Keeping the U.K. Financial Markets Clean: FSA Proposals for Preventing Market Abuse, FSA/PN/098/2000 25 July 2000, 2000-12-14.

¹²⁶ FESCOs hemsida www.eurofefesco.org, Report 1999-2000, 2000-11-20.

¹²⁷ Commission of the European Community, COM (2000)722, Brussels 2000-11-14.

¹²⁸ FESCO-rapport 00-0961, Market Abuse Action plan for Financial Services COM (1999)232,2000-06-29.

¹²⁹ Commission of the European Community, COM (2000)692, Brussels 2000-11-08.

¹³⁰ www.fi.se, Rapport från FESCO 001129, Finansmarknad, riskkapital och välstånd, s. 11ff, 2000-12-12.

5.3 Otillbörlig kurspåverkan som straffrättslig reglering

Grundläggande för straffrätten är att samhället bedömer ett agerande som otillbörligt och vill förhindra dess uppkomst. En kriminalisering får aldrig avse en bestämd händelse utan skall avse ett typiskt agerande. Grundläggande för säkerheten är också att en lag är klar och tydlig och att generalklausuler inte är tillåtna i strafflagstiftningen. Alla individer måste veta vilka handlingar som är straffbelagda.¹³¹ Svårigheten med otillbörlig kurspåverkan är att identifiera den typiska handlingen som skall anses vara straffvärd. En handling som är svåravgränsad gör det även svårt att motivera varför ett agerande anses förkastligt, medan ett närliggande och oklart avgränsat är tillåtet.

Inom straffrätten finns en omfattande reglering och doktrin om vilka gärningar och personer som omfattas av en straffreglering.¹³² Personer vilkas agerande kan bli föremål för bedömning under otillbörlig kurspåverkan, är den personkrets som regleras i BrB 24:4. Denna utvidgade personkrets tillämpas på specialstraffrätten om fängelse finns i straffskalan. Gärningsman är den som utfört en otillåten gärning och de som medverkat (i strikt mening) är de som främjat den otillåtna gärningen med råd eller dåd. Exempel på straffbart medverkanansvar är att lämna sitt uppdrag till en mäklare för att han skall genomföra affären eller att agera genom bulvan. Mäklarens agerande kan ses som medhjälp eller medgärningsansvar, beroende på situationen, då han genomför den otillåtna gärningen på marknaden även om han agerar på uppdrag av kunden. Inom straffrätten finns en rättighet att försvara sig mot påbörjat eller överhängande brottsligt angrepp. Det är dock inte tillåtet att försvara sig i preventivt syfte. För att en gärning skall vara straffbelagd måste rekvisiten vara uppfyllda och täckta av uppsåt.¹³³

Otillbörlig kurspåverkan är inte nationellt begränsad utan faller under huvudregeln i BrB 2 kap vilket resulterar i att straffbarhet kan utkrävas även för brott utförda utom riket om brottet begåtts av en svensk medborgare eller av utlänning med hemvist i Sverige mm. För övrigt krävs bl a att gärningen inte är fri från straff i det land den begåtts.¹³⁴ Att man kan åtala en svensk medborgare i Sverige för en handling exempelvis begången på Nasdaq kan vara en viktig effekt av att otillbörlig kurspåverkan är en straffrättslig reglering.

5.4 Analys av 7 kap LHF - otillbörlig kurspåverkan

I januari 1997 trädde lagregleringen för otillbörlig kurspåverkan i kraft, men vad den betyder är för många ännu oklart. Regleringen innehåller flertalet oklara rekvisit, vilket gör det svårt för marknaden att agera i förenlighet med den. Nedan försöker vi analysera de olika rekvisiten. Regleringen finns som helhet bifogad i bilaga 1.

5.4.1 Allmänt

För att kunna analysera en lag måste först dess tillämpningsområde studeras. Otillbörlig kurspåverkan reglerar otillåtna *operationer på marknaden* och liknande åtgärder vilka

¹³¹ Wennberg S., Introduktion till Straffrätten, 1993, s. 9ff, 16ff.

¹³² Jareborg N., Straffrättens ansvarslära, s. 73.

¹³³ Jareborg N., Straffrättens ansvarslära, s. 100ff, 138ff, 201ff och Boman R., FAR 1999 del II, s. 878ff.

¹³⁴ BrB 2:1-4.

påverkar utbud/efterfrågan/kursbildning i finansiella instrument. Regleringen avseende otillbörlig kurspåverkan är således inte avsedd att tillämpas på bolags eller andra aktörers spridande av vilseledande uppgifter eller bolags avsaknad av erforderlig information till allmänheten. Vidare faller vilseledande information spridd genom massmedia eller andra börsrykten utanför reglerat område.¹³⁵

Otillbörlig kurspåverkan kan förekomma på alla marknader; bl a aktie- och derivatmarknaden. Genom att olika marknader arbetar utifrån olika förutsättningar påverkar detta hur otillbörlig kurspåverkan skall tolkas på respektive marknad. Aktiemarknaden präglas av att informationen är direkt och tillgänglig vad gäller affärer, order och avslut som sker genom handelssystemen. Derivatmarknaden har inte information om kontrahenter offentlig. Vissa fall av kontantavräkning på derivatmarknaden sker genom avräkning mot ett slutindex baserat på för derivatet relevanta faktorer. Manipulation kan i dessa fall ske genom att faktorerna som slutindexet baseras på justeras. Dessa faktorer kan vara aktiekurs, vägningstal och omsättning.¹³⁶

Vissa begrepp som förekommer i lagtexten bör definieras. *Handel på värdepappersmarknaden* definieras i Insiderlagen 2 § ”d v s handel på börs eller annan organiserad marknadsplats eller genom någon som yrkesmässigt bedriver verksamhet enligt Lagen om värdepappersrörelse”. Därigenom avgränsas lagen bl a gentemot direkt kontakt slutkunder emellan. Handel vid börs har ingen legal definition inom kapitalmarknadslagstiftningen, utan regelbunden handel mellan medlemmar i verksamheten avses. Organiserad marknadsplats har samma definition som börs förutom att medlemskriteriet saknas. Marknadsplatsen behöver inte vara auktoriserad för att få bedriva handel som verksamhet. Förbudet tillämpas således oberoende av om auktorisation erhållits eller inte, vilket innebär att alla former av organiserade marknadsplatser inkluderas. Praktiskt sett kan en börs uppkomma genom enkla medel och av varierande grad av bestående. Den tredje formen av marknadsplats är handel genom mellanhand, vilket betyder att verksamhet bedrivs yrkesmässigt såsom avses i 1:3 LVR. Här ligger vissa gränsdragningsproblem avseende vad som är att anse som genom mellanman. Om en mäklare tar emot ett uppdrag och genomför det gentemot eget lager, kan det troligtvis ses som handel på marknaden trots att ingen de facto handel skett. Handel som sker direkt mellan parter på marknaden och föregås av skriftliga handlingar, faller troligtvis utanför lagtillämpningen.¹³⁷

Finansiella instrument definieras i LHF 1:1 som ”fondpapper eller annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden”. Detta inkluderar t ex aktier, terminer, optioner och obligationer.¹³⁸ Bo Skarinder tror inte att det innebär ett problem att definitionen är så generell formulerad, utan att detta är snarare en fördel då den är mer anpassad till de förändringar som sker på värdepappersmarknaden.¹³⁹

¹³⁵ Boman R., FAR 1999 del II, s. 875.

¹³⁶ Boman R., FAR 1999 del II, s. 875, 881.

¹³⁷ Afrell L. m fl., s. 279ff.

¹³⁸ Boman R., FAR 1999 del II, s. 874.

¹³⁹ Intervju med Bo Skarinder, 2000-12-11.

5.4.2 Rekvisiten i lagregleringen

5.4.2.1 Gemensamma rekvisit

Gemensamt för första och andra stycket är att det är fråga om en avsikt, d v s direkt uppsåt, att *otillbörligt påverka priset* och det är priset på marknaden som avses. Regleringen avser inte en enskild transaktion. En faktisk prisförändring behöver inte inträffat utan redan manipulationen av kursen är straffbar, om övriga förutsättningar är uppfyllda, även om något avslut inte kommit till stånd. Agerandet skall vara vilseledande, vilket explicit uttrycks i 2 st men inte i 1 st. Som framgår av innehåll och tillämpningsområde, är ett skenavtal eller ett hemligt avtal i sig vilseledande.¹⁴⁰

5.4.2.2 Skenavtal och hemliga avtal (7:1 1 st)

Den som, vid handel på värdepappersmarknaden, i avsikt att otillbörligt påverka priset vid allmän omsättning av finansiella instrument

1. sluter avtal eller företar annan rättshandling för skens skull,
2. i hemlighet förenar överlåtelse av finansiella instrument med utfästelse att senare förvärva dessa till visst lägsta pris eller med villkor som begränsar rätten till fortsatt överlåtelse eller annars är avsedda att undandra instrumentet allmän omsättning

Skenavtal (1p) kan vara avtal som sluts över börsen utan att någon egentlig äganderättsövergång är avsedd t ex mellan samma kund, d v s mellan egna depåer eller köp mellan två parter. Transaktionerna är avsedda att återgå mer eller mindre omgående och syftet med agerandet är endast att påverka kursen.¹⁴¹

Hemliga avtal (2p) föreligger om ett överlåtelseavtal även inkluderar hemliga klausuler, vilka innebär att köparens rätt att förfoga över värdepapperet begränsas bl a genom återköpsförbehåll, återköpsutfästelse och överlåtelsebegränsningar. Skillnaden mellan första och andra punkten avseende återköpsförbehåll, d v s att köpet återgår, är inte helt väl definierad. Vid återköpsförbehåll utövar köparen i väsentligt avseende ägarfunktioner, vilket inte är fallet vid skentransaktioner. Klausulerna har till syfte att begränsa instrumentets utbud på marknaden. Vidare skall, som framgått ovan, avtalen vara hemliga och om agerandet offentliggörs så är agerandet inte straffbart enligt denna punkt.¹⁴²

5.4.2.3 I övrigt vilseledande ageranden på marknaden (7:1 2 st)

Detsamma gäller, om någon, i annat fall än som avses i första stycket, vid handel på värdepappersmarknaden i avsikt att otillbörligt påverka priset vid allmän omsättning av finansiella instrument ingår köp- eller säljavtal, lämnar anbud om slutande av sådant avtal, vidtar annan liknande åtgärd eller föranleder någon annan till sådan rättshandling och åtgärden är ägnad att vilseleda köpare och säljare av finansiella instrument (vår markering).

¹⁴⁰ Boman R., FAR 1999 del II s. 878ff och Propositionen 1995/96:215, s. 94f.

¹⁴¹ Boman R., FAR 1999 del II, s. 878f.

¹⁴² Boman R., FAR 1999 del II, s. 878f och Propositionen 1995/97:215, s. 94f.

Enligt andra stycket finns ett tydligt rekvisit att agerandet skall vara ägnat att vilseleda köpare och säljare av finansiella instrument, d v s marknaden. Den generella uppfattningen är att marknaden består av alla de som omfattas och påverkas av marknaden.¹⁴³ Åtgärder som avses är när till synes ordinära ageranden har för avsikt att påverka priset på ett otillbörligt sätt och är ägnade att vilseleda.¹⁴⁴ Om marknaden informeras föreligger inte längre något otillbörligt agerande. Detta ligger till grund för att OM Stockholmsbörsen utarbetat regler avseende stabiliseringsåtgärder vid emissioner och utförsäljningar. Här i stadgas att dessa åtgärder är tillåtna om de förknippas med erforderlig information, prisrestriktioner, tidsbegränsningar och förteckning över vidtagna åtgärder vilken skall vara tillgänglig för börsen.¹⁴⁵

5.4.3 Analys av lagregleringen

I följande avsnitt analyserar vi lagregleringen utifrån två ansatser. Vi analyserar först med vilken medvetenhet de medverkande agerar utifrån de straffrättsliga begreppen uppsåt och medverkanansvar. Därefter följer en analys av två för tolkningen relevanta begrepp, effekt och agerandets otillbörlighet.

5.4.3.1 Uppsåt

Enligt förarbetena skall åtgärden ha vidtagits med direkt uppsåt. Orsaken till att direkt uppsåt används är för att avgränsa det straffbelagda området så att det inte blir oöverskådligt. Det finns två alternativa tolkningar representerade på området. Den ena enligt vilken man anser att gärningsmannen har direkt uppsåt i förhållande till avsikten att påverka kursen. Den andra uppfattningen som finns representerad aktualiserades genom ett förfarande kring Alfaskop AB, där aktiekursen påverkades inför en sammanslagning av två företag, och innebär att något direkt uppsåt inte finns att påverka kursen (se vidare kap 6.3). Istället har man direkt uppsåt till det som är en bakomliggande orsak till att man manipulerar kursen. Skulle det av rättsväsendet anses att man inte kan tolka in dessa bakomliggande orsaker i uppsåtet, skulle hela lagregleringen falla då indirekt eller eventuellt uppsåt inte är straffbelagt och det skulle bli omöjligt för någon att bli fälld om hans uppsåt är det bakomliggande syftet med agerandet.¹⁴⁶ Bo Skarinder ställer sig frågande till den uppkomna problematiken eftersom man straffrättsligt skall ha uppsåt till rekvisiten i straffbestämmelsen, bl a att otillbörligt påverka kursen. Följden som omfattas av ett direkt uppsåt är den avsikt med vilken gärningen utförs och följden är eftersträvad, antingen som mål eller som ett genomgångsled till ett mål. Vi tolkar detta som att direkt uppsåt föreligger både då gärningsmannen manipulerar en aktiekurs för att tjäna pengar på aktien i sig eller manipulerar kursen som ett genomgångsled för att påverka ett värdepapper, d v s ett derivat som är utställt på aktien. Uppsåt är alltid svårt att bevisa. Det räcker dock för uppsåt och medvetenhet att gärningsmannen ”en gång har blivit säker på, kommit att tro eller misstänka något och att han inte glömt bort detta”.¹⁴⁷

¹⁴³ Enligt information från intervjuer.

¹⁴⁴ Boman R., FAR 1999 del II s. 878f och Propositionen 1995/96:215 s. 95f.

¹⁴⁵ SOU 1994:68, s. 155 och Boman R., FAR 1999 del II, s. 879.

¹⁴⁶ Praktikerseminarium i Lund om Insider och Otillbörlig kurspåverkan, 2000-12-05.

¹⁴⁷ Jareborg N., Straffrättens ansvarslära, s. 198ff.

5.4.3.2 Medverkan

Vad avser otillbörlig kurspåverkan är problemet att den medverkande skall ha ett individuellt direkt uppsåt till gärningen och frågan blir vilken som är den straffrättsliga gärningen, att manipulera kursen eller de bakomliggande orsaker som kan förekomma. Skall den medverkandes uppsåt omfatta bakomliggande orsaker blir det ytterst svårt att fälla någon då det är föga troligt att han känner till gärningsmannens bakomliggande syfte med gärningen och således inte har uppsåt till medverkansobjektet. Denna problematik har aktualiserats i ett fall rörande Perstorp AB där den misstänkte agerat med ett syfte och uppsåt och mäklaren med ett annat självständigt uppsåt och syfte. Detta gör att han inte kan dömas som medverkande till brottet.¹⁴⁸

5.4.3.3 Krav på effekt

Det finns inom straffrätten olika följder. Effektbrotten är de som kräver effekt, ett yttre resultat är således följden av handlingen. Det finns även de som har ett farerekvisit, d v s en fara för effekt. Då man använder sig av begreppet fara för effekt följer vissa förpliktelser som att följden skall vara existentiellt möjlig och plausibel/sannolik. Då det inte föreligger en konkret fara utan endast en fara bestående av risk eller plausibilitet, föreligger en annan sorts fara vilka en del kallar abstrakt. Tanken bakom denna fara är att man tar sikte på det typiskt farliga i ett handlingssätt. Slutligen finns beteendebrott då beteendet i sig är straffbelagt. Här krävs inte någon yttre iakttagbar effekt utan handlingen i sig är det straffvärdiga.¹⁴⁹ Om beteendedelikt fyller någon funktion debatteras i straffrättens doktrin.

I propositionen står det att effekt på marknaden, d v s prispåverkan, inte krävs och att det skall vara tillräckligt med avsikt att otillbörligt påverka priset.¹⁵⁰ Intressant med regleringen är också att gärningen, med avsikt att påverka priset, skall vara ägnad att vilseleda marknaden. Studerar man detta rekvisit ses en tydlig tanke att brottet är ett sorts farebrott, ett abstrakt farebrott. Det är i dessa fall inte aktuellt med en konkret fara utan det avser troligtvis ett risktagande. Det avgörande är inte om agerandet leder till att marknaden vilseleds utan att en typisk eller genomsnittlig risk för vilseledande föreligger. Om gärningsmannen inte tar en risk i förhållande till följden, utan kan kontrollera händelseförloppet, är gärningen inte straffvärdig.¹⁵¹

Det är viktigt att skilja mellan de två ”effekterna”. Den första är att det i propositionen anges att priset inte behöver påverkas, d v s i förslaget stod det först den som *påverkar* men detta ersattes med den som i *avsikt att påverka priset*. Detta resulterar i att effekten inte krävs att priset de facto påverkats utan ett agerande med direkt uppsåt att påverka priset räcker. Den andra effekten är att gärningen skall vara ägnad att vilseleda. Här skall som ovan nämnts gärningen utgöra en abstrakt fara, ett risktagande, till följden vilseledandet av köpare och säljare av finansiella instrument.

¹⁴⁸ Praktikerseminarium i Lund om Insider och Otillbörlig kurspåverkan 2000-12-05.

¹⁴⁹ Jareborg N., Straffrättens gärningslära, s. 53, 106 och Wennberg S., s. 23ff.

¹⁵⁰ Wennberg S., s. 23ff och Propositionen 1995/96:215 s. 73.

¹⁵¹ Jareborg N., Straffrättens gärningslära, s. 112f och Wennberg S., s. 25.

5.4.3.4 Otillbörlighetsrekvisitet

Vilket uppsåt som krävs vid rekvisit som förutsätter en värdering, råder det delade meningar om. I dessa fall skall gärningsmannen vara medveten om och ha uppsåt till de rekvisit vilka utgör grunden för bedömningen om agerandet skall ses som otillbörligt eller inte. Bedömningen får dock inte komma som en överraskning för gärningsmannen. Enligt straffrättslig doktrin används begreppet otillbörlig då det ”finns goda skäl att inte tillåta ifrågavarande gärning”.¹⁵² Ett otillbörligt agerande är när en aktör på marknaden avviker från god sed och de sundhetskrav som finns på marknaden. Otillbörligt agerande kan vara olika planer för att gynna någon eller skada någon eller att nå något liknande syfte.¹⁵³

Det finns flertalet svårbedömda fall. Ett typfall är ageranden i kursvårdande syfte. Exempel på detta är ett förfarande rörande Perstorp AB, där en A-aktieägare ville pressa ned kursen i syfte att få tillstånd en bättre värdering av aktien. Anledningen till en bättre värdering var att det förelåg en stor differens mellan A- och B-aktier som inte ekonomiskt kunde motiveras.¹⁵⁴ En fråga är hur ageranden i kursvårdande syfte skall bedömas. Ett annat fall som kan diskuteras är om en handlare lägger en mycket stor order på marknaden. Här är frågan om en aktör får lägga hur stora order som helst på marknaden och om den som har kapitalresurser får styra marknaden under kortare perioder. Att införa orderbegränsningar kan inte ses som en lösning då detta framstår som en mycket långtgående åtgärd. Avgörande för denna bedömning är om avsikten med agerandet är otillbörligt, d v s om gärningsmannen vid orderläggningen hade för avsikt att köpa tillbaka aktierna senare till en lägre kurs. Detta är mycket svårt att bevisa om det inte uttryckligen sagts eller noterats. Som ovan visas är det otillbörliga rekvisitet svårt att tolka och tillämpa. Kravet på otillbörlighet infördes för att begränsa regleringens tillämpningsområde, d v s för att förhindra att fullt legitima ageranden omfattas.

Det har diskuterats hur bedömningen skall ske avseende skenavtalets otillbörlighet. I propositionen 1995/96:215 diskuteras om otillbörlighet uttryckligen skall användas som ett självständigt rekvisit eller om skenavtalet i sig är otillbörligt. Anledningen till att skenavtal i sig skall ses som otillbörliga, är att handel utan avsikt till äganderättsövergång är av tvivelaktig karaktär. För att avgränsa regleringens tillämpningsområde och undvika att den får en alltför generell förbudsgrund, har man valt att explicit kräva att handlingen företas med en otillbörlig avsikt. Domstolen skall dock, om de övriga rekvisiten är täckta, i regel kunna utgå från att agerandet har ett otillbörligt syfte. Den tilltalade skall bemöta detta antagande med en rimlig förklaring vilken av rätten inte kan lämnas utan avseende. I detta läge övergår bevisbördan, att avsikten med agerandet är otillbörligt, på åklagaren.¹⁵⁵ Det föreligger således en form av omvänd bevisbörda vilket är relativt ovanligt i svensk straffrätt, d v s man presumerar att agerandet är otillbörligt.

Otillbörlighetsrekvisitet är det rekvisit som orsakar mest oklarheter vid lagtolkningen. Bo Skarinder diskuterar problematiken med att man kan utgå från att det bakomliggande

¹⁵² Jareborg N., Straffrättens ansvarslära, s. 246ff.

¹⁵³ Boman R., FAR 1999 del II, s. 878.

¹⁵⁴ Intervju med Per Samuelsson, 2000-12-19.

¹⁵⁵ Propositionen 1995/96:215, s. 72f.

syftet är otillbörligt. Om man tydligt ser det otillbörliga syftet med agerandet, t ex om handel sker i en illikvid aktie med resultatet att en viss effekt inträffar, kan man utgå från detta synliga syfte och klassificera agerandet som medvetet otillbörligt. I fall där ett klart syfte inte kan utrönas är problemet att fastställa agerandets otillbörlighet. Exempel på detta är om handeln sker i en likvid aktie, vilken inte påverkas av handeln och där man inte tydligt kan se det bakomliggande syftet med agerandet, även om man tror att syftet är otillbörligt. Om en klar manipulation kan påvisas, är frågan om detta i sig är otillbörligt och tillräckligt för att rekvisitet skall vara uppfyllt eller om det krävs mer än så, som ett otillbörligt syfte. Vidare ser Mats Wilhelmsson en möjlighet att underlätta bevisvårigheterna avseende otillbörlighetsrekvisitet genom att stryka kravet på otillbörlighet. Istället skall skenavtal anses som otillbörliga i sig och åklagaren skulle därmed inte tvingas bevisa ett otillbörligt syfte.

5.4.3.5 Sammanfattning

Nedan gör vi ett försök till att tolka rekvisiten för att klargöra och förtydliga enligt vilka rekvisit vi kommer att bedöma analyserade fall i kapitel 6.2. Vår bedömning är inte på något sätt den vedertagna uppfattningen utan endast den bedömning vi har gjort av rekvisiten.

Utgångspunkten för vår bedömning är att gärningsmannen agerat medvetet och med avsikt att på ett otillbörligt sätt påverka kursen, antingen direkt eller som ett genomgångsled för att uppnå en följd effekt. Det bör inte krävas en effekt i form av prispåverkan utan avsikten att påverka räcker. Vidare skall gärningen vara ägnad att vilseleda marknaden och här skall en abstrakt fara föreligga. Så länge information ges vilseleds inte marknaden och därmed exkluderas ansvar. Vi eftersöker ett klargörande för vad som avses med otillbörligt. Ett rekvisit som framkommit är att det är otillbörligt att agera på ett sätt där man själv gör något ägnat att vilseleda andra. Att utnyttja marknadens "följa-John"-tendenser eller att utnyttja fördelar mellan marknader är inte otillbörligt. Däremot att direkt och medvetet genom handling styra en kurs är inte tillåtet. Kritik som kan riktas mot detta är att då stora transaktioner genomförs påverkar de nästan alltid kursen, varför detta skulle anses vara otillbörligt enligt vår ansats. Då det saknas uppsåt och avsikt att påverka kursen så kan emellertid inte agerandet anses vara straffvärdigt.

5.4.4 Diskussion av lagregleringen

Här följer en diskussion rörande lagregleringen om otillbörlig kurspåverkan utifrån den information vi erhållit från våra intervjuer. De personer vi intervjuat är Jan Green på Finansinspektionen, Bo Skarinder på Ekobrottsmyndigheten, Kerstin Hermansson på Enskilda Securities, Mats Wilhelmsson på OM Stockholmsbörsen och Per Samuelsson vid Handelshögskolan i Stockholm. Intervjuerna är baserade på frågorna i bilaga 2.

De personer vi intervjuat är eniga om att det är bra att en lagreglering om otillbörlig kurspåverkan har införts. Bo Skarinder menar att lagregleringen för otillbörlig kurspåverkan tillkom för att behålla allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden. Samtliga är dock överens om att det borde tas mer hänsyn till ekonomiska aspekter vid utformning av lagregleringen. Mats Wilhelmsson menar att dessa aspekter är mycket viktiga för att undvika sämre handel och stämpeln som oseriös bors. Bo Skarinder menar

att denna lagreglering är väl behövlig då det tidigare fanns en lucka i lagen avseende vissa kursmanipulativa ageranden. En benämning på lagen som hade varit mer lämplig enligt Mats Wilhelmsson, är *lag om marknadsmanipulation*. Att rekvisiten i lagregleringen är svårtolkade och oklara och att en tydligare reglering efterfrågas, är de alla helt överens om. Eventuellt skulle fler detaljer införas i regleringen för att förtydliga vad som avses med otillbörlig kurspåverkan. Att lämna avgörandet till rättsväsendet är tveksamt, anser bl a Per Samuelsson. Det är i dagsläget svårt att avgöra om regleringen fyller sin funktion eftersom så få fall har varit uppe för bedömning. Dessutom blev förfarandet kring Alfaskop AB, som är det enda fall som nått TR, frikänt. Den allmänna åsikten är dock att regleringen fyller en viss funktion, men att den kan bli tydligare och lättare att tolka.

Att reglera manipulativa åtgärder genom straffreglering medför att straffrättsliga principer blir tillämpliga. En effekt av detta kan vara att det blir svårt att döma någon för detta brott då regleringen i sig är svår att tillämpa. Om det visar sig att rättsväsendet inte kan döma de personer som agerat klandervärt på marknaden, leder detta till att förtroendet för marknaden och börsen som handelsplats minskar. Alternativet till en lagreglering är självreglering vilket kan bygga på en kontraktuell basis eller en kombination av lag och självreglering i form av föreskrifter. Både Kerstin Hermansson och Bo Skarinder menar att marknaden eventuellt hade fungerat bättre med en kombination. Mats Wilhelmsson menar att det troligen inte räcker hela vägen att endast ha självreglering men han tror att en stor del av förfaranden kring och försök till otillbörlig kurspåverkan, redan regleras genom en form av självreglering. En nackdel med självreglering är att endast förfaranden som kan härledas till börsens medlemmar och deras mäklare är möjliga att behandla. Kunderna däremot skulle troligen gå fria då de är svårare att kontrollera. Vid självreglering skulle det heller inte vara möjligt att kräva att alla ageranden kontrolleras, varför kanske inte alla ageranden kommer att beivras i lika hög grad, men då fall upptäcks kan man reglera agerandet direkt t ex genom avstängning. Detta kan resultera i att förtroendet på marknaden består i en högre grad än med en straffrättslig reglering, anser Per Samuelsson. Liknande åsikter uttrycks av Mats Wilhelmsson då han pekar på att förutom att den är svårtolkad är den inte heller tillräckligt avskräckande. Som exempel på detta nämner han fallet rörande Alfaskop AB där förfarandet uppmärksammades redan 1997, men att åtal inte väcktes förrän 1999. Det tar för lång tid innan något händer. Risken med detta är att den allmänna tron på marknaden blir att ingen upptäcker otillbörliga förfaranden, eller åtminstone att ingenting sker. För att undvika att förtroendet för den finansiella marknaden minskas skulle det enligt Mats Wilhelmsson vara av stor vikt att i regleringen visa ett konkret exempel på hur man inte får agera på marknaden. Behovet av ett typbrott stöds även av Per Samuelsson.

Det första stycket, vilket behandlar skenavtal och bulvanavtal har ännu inte orsakat de största problemen. Det andra stycket däremot har gett upphov till en hel del huvudbry och det är där de främsta tolkningssvårigheterna föreligger. Kerstin Hermansson pekar bl a på svårigheten i tolkningen av vad som är att *otillbörligt* påverka priset. Problemet är att klargöra vad det egentligen innebär och hur det upptäcks. Mats Wilhelmsson menar att regleringen är skriven och tolkad på ett sådant sätt att det verkar som att det krävs en dramatisk kursförändring för att det skall bli möjligt att fälla någon. Förhoppningen är dock att man skall lyckas med detta ändå. Vidare menar han att den största svårigheten

inte ligger i att *upptäcka* kursmanipulation, utan just i *bevisningen* av att någon manipulerat marknaden. Även Bo Skarinder har reflekterat över denna fråga och svårigheterna att bevisa gärningsmannens intentioner om ingen effekt förekommit på marknaden.

Kerstin Hermansson poängterar vikten av att mäklarna verkligen vet vad regleringen innebär, eftersom de inte får medverka till otillåtna förfaranden. Även detta ställer krav på tydligare reglering. Fondhandlareföreningen har kommit med ett utbildningsprogram som skall leda till en licens. Licensen kan sägas fungera ungefär som ett körkort för att få handla med finansiella instrument. Vidare ökar den internationella handeln och det är då av intresse att samma regler gäller inom hela Europa så att det är samma villkor som gäller oberoende av vilket land man agerar i. Tyvärr är det så att alla utredningar i vissa länder är sekretessbelagda. Detta påpekar Jan Green och menar vidare att det försvårar situationen ytterligare, eftersom samarbetet då inte blir så bra som det kunde blivit.

En fråga vi ställde var om insynen vid handel med eget lager, vilket vi tänkte kanske kunde vara ett problem. Detta fick vi dock klart för oss att det inte var. Mats Wilhelmsson berättade att detta är ett av de minsta problemen och att insynen är mycket god. När någonting verkar konstigt, kontaktar Börsen de mäklare som genomfört affärerna och lämnar sedan över till disciplinnämnden. Därefter beslutar de om ärendet skall föras vidare till FI och Ekobrottsmyndigheten. Jan Green anser att det finns vissa brister i kontrollen, bl a vad gäller helhetssynen. Han menar att hela orderboken borde analyseras för att möjliggöra fler upptäckter av otillbörlig kurspåverkan. Exempelvis kan det finnas en investerare som ofta förlorar på aktier men som vinner desto mer på sina optioner. Funderingar finns också på att utöka regleringen till att även omfatta banker som vid dagsslut placerar mycket stora order på marknaden, men som inte gör det i syfte att påverka kursen.

Vad beträffar de straff som är knutna till regleringen, är vissa förändringar på gång. Det som nu diskuteras är att även ringa brott skall straffbeläggas. Det är en svår gränsdragning mellan ringa, normala och grova brott och dessa gränser kommer att utvecklas i rättspraxis i framtiden. Bo Skarinder poängterar dock att själva regleringen omfattar svåra gränsdragningar i sig mellan ett straffvärdigt agerande och ett tillåtet. Straffet får inte gå så långt att det riskerar att hindra normala förfaranden. Vidare menar han att det självklart inte är förbjudet att *hoppas* på något, men däremot att *aktivt* verka för att påverka kursen. Mats Wilhelmsson anser att ringa brott skall straffbeläggas och att även vårdslöshet bör straffbeläggas.

I Insiderlagen finns en bestämmelse om förverkande, vilket inte finns i regleringen om otillbörlig kurspåverkning. Bo Skarinder menar att denna bestämmelse hade varit lämplig även för detta område. Förverkandebestämmelser har olika syften, de kan vara rent hämmande eller skadeförebyggande. Avsikten kan också vara, vilket är aktuellt här, att en lagöverträdare genom en sådan regel skall kunna fräntas otillbörlig vinning, vilken tillfaller staten.¹⁵⁶

¹⁵⁶ Hoflund O., Straff och andra reaktioner på brott, 1993, s. 170.

6 Kurspåverkan

I detta kapitel presenteras olika praktiska förfaranden vilka tillämpas vid otillbörlig kurspåverkan. Vi redogör för metoder, orsaker till, incitament och kännetecken på otillbörlig kurspåverkan. Vi presenterar typfall vilka följs av en analys.

6.1 Marknadsmanipulation

Marknadsmanipulation kan delas in i tre olika kategorier¹⁵⁷;

- (i) Funktionsbaserad manipulation omfattar ageranden på marknaden, utom själva handeln, vilka påverkar eller syftar till att påverka det aktuella eller observerade värdet på ett värdepapper. Ett exempel är en investerare som köper aktier i ett företag och därefter meddelar ett uppköpsbud för företaget. Det uppstår eventuellt en kursökning på grund av meddelandet och investeraren kan sälja sina aktier med vinst och återkalla sitt köpbud.
- (ii) Informationsbaserad manipulation omfattar förfaranden baserade på att sprida information eller vilseledande uppgifter på marknaden.
- (iii) Handelsbaserad manipulation förekommer när priset enbart påverkas genom köp eller försäljning av värdepapper utan att några andra offentligt synliga åtgärder vidtas för att ändra marknadspriset.

Exempel på handelsbaserad manipulation är om en dominerande investerare köper ett stort antal aktier i ett företag och om andra investerare på marknaden inte har någon kännedom om investerarens syfte med köpet. De andra investerarna antar att denne har ett informationsövertag, vilket kan leda till köprusning av företagets aktier och därmed höjs kursen. Därefter säljer den dominerande investeraren sitt aktieinnehav med vinst.¹⁵⁸

Lagregleringen om otillbörlig kurspåverkan omfattar främst handelsbaserad- och funktionsbaserad manipulation. Informationsbaserad manipulation faller inom sedvanliga brott i BrB som svindleri. Kännetecken på att handeln på den finansiella marknaden kan vara påverkad av kursmanipulationer, är t ex en plötslig ökning i omsättning av en illikvid aktie utan särskild anledning och en ökning i omsättningen av ett värdepapper inför börsens stängning. Ett annat kännetecken för kursmanipulation kan vara att handeln i ett värdepapper ökar inför inlösen av utställt derivatinstrument.¹⁵⁹

¹⁵⁷ Allen F., Gale D., *Stock-Price Manipulation*, Review of Financial Studies, Vol 5 1992, s. 503-529.

¹⁵⁸ Chatterjea A.,Cherian J A., Market manipulation and Corporate Finance, Financial Management, 1993 vol 22, s.200.

¹⁵⁹ Sjö J., Manipulation of Securities Markets, SNF-rapport 77/1994.

Det finns flera metoder att påverka marknadspriser, vilket här skall beskrivas med utgångspunkt i IOSCOs (International Organization of Securities Commission) rapport. Manipulativa metoder innefattar bl a följande transaktioner:

- Utförande av transaktioner på marknaden vilka rapporteras offentligt för att ge falskt intryck av prisändringar eller omsättning på ett värdepapper (*painting the tape*).
- Otillbörliga transaktioner där det inte finns någon verklig förändring i äganderätten. (*wash sales*).
- Transaktioner där både säljare och köpare i samarbete bokför sina marknadsorder samtidigt med samma pris och mängd (*improper matching orders*).
- Köper för att öka priset och åstadkomma en trend på marknaden för att senare sälja till högre pris (*pumping and dumping*).
- Förvärv eller försäljning av värdepapper eller derivatinstrument inför marknadens stängning för att åstadkomma en felaktig slutkurs (*marking the close*).
- Upprätthållande av en dominant marknadsposition som ger möjlighet att manipulera priset på ett värdepapper genom att styra utbudet och efterfrågan för instrumentet (*cornering and squeezing the market*).
- Förvärv av en betydande del av ett bolags aktier för att ge ett bild av ett uppköpsförsök, vilket uppmuntrar företagsledningen att återköpa aktierna till ett högre pris. Företagsledningen kommer att acceptera ett högre återköpspris för att undvika ett fientligt förvärv (*greenmail*).
- Försäljning av stora block av aktier för att skrämman placerarna att sälja, vilket leder till en kraftig nedgång i priserna. Därefter kan manipulatorens återställa sin position till en lägre kostnad (*bear-raids*).¹⁶⁰

6.2 Praktiska fall

I detta avsnitt presenterar vi olika delkapitel på ett sätt som vi anser kan förtydliga svårigheterna med tillämpningen av regleringen om otillbörlig kurspåverkan. Varje delkapitel har klassificerats enligt en viss typ av förfarande att agera på marknaden för att påverka marknadspriserna. Under varje kategori presenterar vi dels fall som vi omarbetat utifrån teorin, dels fall som har uppmärksammats av olika institut. En del av fallen har vi använt vid vår enkätstudie. Vi genomför utifrån egna åsikter en kort analys efter varje fall för att försöka förtydliga innebörden av respektive förfarande. I slutet av varje delkapitel följer en slutanalys vilken lyfter fram de problem och tolkningssvårigheter vi anser vara mest väsentliga.

6.2.1 Skenavtal och hemliga avtal

Skenavtal innebär att en placerare handlar med sig själv, d v s det är en affär med samma kund på båda sidorna och det sker inte något ägarbyte av de finansiella instrumenten. Handeln sker antingen på en viss marknadsplats eller mellan olika marknadsplatser. Skenavtal kan också avse avtal som inte är ämnade att fullföljas eller som omedelbart är avsedda att återgå och som inte har något annat syfte än att påverka kursen. Hemliga avtal

¹⁶⁰ www.iosco.org , Rapport Investigating and Prosecuting Market Manipulation, 2000-11-10.

syftar till att reglera tillgång eller utbud på ett värdepapper och begränsar köparens rätt både till fortsatt överlåtelse och till omsättning.¹⁶¹

6.2.1.1 Fall av skenavtal

I. Skenavtal- enkätfråga nummer fyra

Marknadspriset för en illikvid aktie X är för tillfället 100 kr. Ett företag äger en post i aktien X. Företaget lägger in en säljorder av aktien X genom mäklaren A på 105 kr. Samtidigt lägger företaget också in en köporder av samma aktie genom mäklaren B på 105 kr. Mäklarna A och B genomför sina marknadsorder. Resultatet blir att företaget köper tillbaka sina egna aktier och etablerar samtidigt ett nytt marknadspris för aktien X på 105 kr.

- A) Anses agerandet vara förenligt med lagregleringen om otillbörlig kurspåverkan?
- B) Föreligger det en annan bedömning om aktien är likvid?¹⁶²

Det sker ingen äganderättsövergång och med detta i åtanke kan man fråga sig med vilket motiv handeln sker. Frågan är om man med större sannolikhet kan anta att en otillbörlig avsikt föreligger i handel med aktier med låg likviditet än med aktier med god likviditet. Då lagstiftaren medvetet valde att använda sig av otillbörlighet som ett fristående rekvisit och inte integrerat i skenavtalet bör otillbörligheten bedömas fristående. Sker handeln i en illikvid aktie borde agerandet ses som klandervärt i sig då alla order som läggs i systemet påverkar marknaden i mer eller mindre omfattning. Att handla med sig själv i dessa situationer förefaller därför mycket tveksamt. Här bör agerandet i sig vara otillbörligt.

Vi bedömer alltså att agerandet i delfråga A skall ses som otillbörligt då syftet med agerandet är att etablera ett nytt marknadspris. Bedömningen för delfråga B där en likvid aktie avses, borde bli densamma då syftet är otillbörligt med anledning bl a av att ingen äganderättsövergång är åsyftad och att ordern läggs till en kurs som kan medföra att kursen ändras. Om aktien är likvid är det svårare för aktörerna att etablera ett nytt marknadspris, men det väsentliga är om syftet är att påverka priset.

II. Handel med eget lager - Sintercastfallet

I samband med utredningen av Pinkerton-affären upptäcktes att samma mäklare på Matteus Fondkommission också gjort flertalet affärer med Sintercast-aktien. Mäklaren har enligt Ekobrottsmyndighetens åklagare Bo Skarinder lagt upp både köp- och säljorder från eget handelslager. Det handlar således om aktier som ägs av Matteus. Åklagaren har redovisat 21 olika avslut som alla i samma affär hade det egna lagret som både säljare och köpare. Avsluten gjordes till ett högre pris än vad aktien stod i och enligt Bo Skarinder var syftet att trissa upp kursen.¹⁶³

Affärer i börsens handelssystem måste göras av en person som är behörig att arbeta i detta system, kallat SAXESS. En mäklare som har privatkunder måste alltid stämma av en

¹⁶¹ Boman R., FAR 1999 del II, s. 878f.

¹⁶² Eget utformat fall.

¹⁶³ Finanstidningens hemsida www.fti.se, "Flera åtal tynger Pinkertonmäklaren", 2000-11-28.

order med en SAXESS-mäklare, som därefter genomför den. Vad gäller den misstänkte mäklaren på Matteus, så passerade dennes affärer alltid via ytterligare en part på Matteus.¹⁶⁴

III. Flaming Ferraris

Storas A-aktie handlades på en illikvid marknad beroende på en sammanslagning av Stora och Enso. En mäklare på Nordiska Fondkommission AB fick i uppdrag från Credit Suisse First Boston att lägga en köporder på 60 kr och aktien handlades vid denna tidpunkt i ungefär 90 kr. Kursen handlades ner då Credit Suisse för egen räkning lade in säljorder till samma kurs och resultatet blev att de handlade med sig själva genom bulvan. Credit Suisse ville påverka OMX-index genom transaktionen då Stora A skulle lyftas ur indexet nästkommande dag och slutkursen var den genomsnittliga kursen under den sista handelsdagen. Förfarandet var tydligt och det fanns inga tecken från aktörernas sida att dölja agerandet. Marknadsövervakningen upptäckte utan svårigheter att detta var ett konstigt avslut och affären uppdagades. Större delen av utredningen ligger idag i London.¹⁶⁵

Här förelåg ett klart otillbörligt syfte, marknaden påverkades och vilseleddes och agerandet var inte förenligt med regleringen. Intressant är att de berörda mäklarnas agerande ansågs vara i strid med god sed och inte otillbörlig kurspåverkan.¹⁶⁶ Förfarandet faller även under cross-market manipulation men vi har valt att redogöra för det under skenavtal.

IV. Gandalf AB

I september år 2000 tillsatte Finansinspektionen en utredning gällande handel med aktier i Gandalf AB. Utredningen kom fram till att en person handlat med sig själv via en internetmäklare. Förfarandet faller under skenaffär.¹⁶⁷

V. Skenaffärer i teckningsoptioner

I oktober år 2000 upptäcktes misstänkta skenaffärer i teckningsoptioner. En investerare påverkade genom handel med sig själv, med hjälp av två Internetmäklare, kursen på teckningsoptioner. Därmed gjorde han sig skyldig till otillbörlig kurspåverkan. De aktuella köpoptionerna var Boss Media (BOS1 250), Hennes & Mauritz (HMO 1275) och Nokia (NOK1 1249).¹⁶⁸

VI. Hemliga avtal- Polyplank AB

I slutet av november 1999 misstänktes ett fall av otillåten ”parkering” av aktier vid en emission ha förekommit vid Polyplank AB. ”Parkering” innebär exempelvis hemliga avtal om återköp av aktier till ett förutbestämt pris. Annan kompensation förekommer även från säljaren till köparen.¹⁶⁹

¹⁶⁴ www.fti.se, “Flera åtal tynger Pinkertonmäklaren”, 2000-11-28.

¹⁶⁵ Intervju med Mats Wilhelmsson, 2000-12-11.

¹⁶⁶ Intervju med Per Samuelsson, 2000-12-19.

¹⁶⁷ www.fi.se, 2000-11-05.

¹⁶⁸ www.fi.se, 2000-11-05.

¹⁶⁹ www.fi.se, 2000-11-04.

6.2.1.2 Analys av skenavtal och hemliga avtal

Marknadspriserna skall grunda sig på konkreta ändringar i utbud och efterfrågan på finansiella instrument, vilket inte är fallet om samma aktör står på båda sidorna av affären. Vid skenavtal skapas en falsk bild av aktivitet i ett finansiellt instrument avseende dess pris och omsättning, vilket vilseleder marknaden. Om avsikt saknas att påverka priset och endast är att påverka volymen, faller agerandet troligtvis utanför regleringen. Vi anser inte att man kan utgå ifrån att skenavtal är otillbörliga då detta skulle vara att dra tolkningen av lagstiftningen ganska långt. Vi menar istället att om man handlar mellan egna depåer inom "spreaden" och utan att påverka kurserna, d v s handeln sker i en likvid aktie, så skall ageranden av detta slag inte ses som otillbörliga även om det förefaller tveksamt att köpa och sälja aktier till sig själv. Vad gäller hemliga avtal så behöver de inte vara vilseledande för att kunna bedömas som otillåtna och avsikten skall vara att påverka priset genom avtalet. Avtalen kan vara svåra att upptäcka eftersom de kan vara muntliga och således även svåra att bevisa.

Skenavtal förekommer i olika former och Internet kan enligt Mats Wilhelmsson ses som "ett verktyg för kreativa marknadsmanipulatorer"¹⁷⁰. Mats Wilhelmsson pekade på fall vilka ännu inte varit föremål för bedömning, men vars förfaranden ofta förekommer på marknaden. Bl a gäller det handel mellan depåer i olika länder som Luxemburg, Cayman Island m fl. Handeln sker ibland genom bulvaner, men även av gemene man, vilka flyttar aktier mellan handelsbolaget, fåmansbolaget, frun och innehavda depåer för att bl a erhålla fördelaktiga skatteeffekter. Det sker ofta utan att någon kurspåverkan uppstår utan istället använder man illikvida aktier med breda "spreadar" och flyttar således inte priserna på ett otillbörligt sätt. Hur fall av detta slag skall behandlas är ännu oklart.

6.2.2 Cross-market manipulation

Vi presenterar här ett antal förfaranden vilka kan uppkomma vid olika kombinationer av finansiella verktyg. Cross-market manipulation innebär att handel sker mellan finansiella marknader för att uppnå fördelar. Detta kan ske genom att ett värdepappers pris på avistamarknaden påverkas genom handel på derivatmarknaden, eller tvärtom. Värdet på ett derivatinstrument är en funktion av priset på den underliggande tillgången.

6.2.2.1 Fall av cross-market manipulationer

I. Optionshedging- enkätfråga nummer ett

Ett värdepappersinstitut har ett lager av en viss aktie. För att skydda sin aktieposition förvärvar/utfärdar institutet optioner på samma aktie. Därvid påverkas optionspriset på derivatmarknaden.¹⁷¹

Förfarandet torde anses tillåtet. Åtgärden har inte till syfte att påverka priset på marknaden och således kan det inte beskrivas som otillbörligt. Förfarandet torde inte heller varit ägnat att vilseleda marknaden. Optionsprisets förändring är resultatet av en genuin förändring i utbud och efterfrågan på marknaden.

¹⁷⁰ Intervju med Mats Wilhelmsson, 2000-12-11.

¹⁷¹ Boman R., FAR 1999 del II s. 886.

II. Aktiepriser påverkas genom derivatmarknaden- enkätfråga nummer tre

Ett värdepappersinstitut äger en post av aktien A. En mäklare på värdepappersinstitutet bestämmer sig för att köpa ett stort antal köpoptioner (long call) ställda på aktien A genom ett fondkommissionsbolag. Mäklarens köporder genomförs men fondkommissionsbolaget utför samtidigt ett motsvarande köp av aktien A som ligger till grund för köpoptionen för ”hedging” av de utfärdade optionerna. Fondkommissionsbolagets ”hedgingköp” leder till en betydande kursstegring i aktien A. Värdepappersinstitutet gör en vinst på de redan tidigare ägda aktierna av samma slag.¹⁷²

Handel med optioner är i sig tillåtet och aktörens agerande kan alltså inte anses vara otillbörligt enbart på grund av att handel sker i ett derivatinstrument. Förfarandet blir straffbart om syftet bakom agerandet är att påverka värdet på aktierna som underliggör derivatinstrumentet. Aktören påverkar dock inte egenhändigt kursen varken på optionerna eller aktierna, utan han köper optioner i förhoppning att de som ställt ut dem skall ”hedga” dem. Han vet inte om de redan har säkrat sin position och då kanske det inte händer så mycket. Vi har svårt att se att detta agerande skall klassificeras som otillbörligt då avsikten visserligen är att påverka priset på aktien, men om detta verkligen sker ligger utanför aktörens område att påverka. Marknaden vilseleds inte av agerandet och agerandet är enligt oss inte otillbörligt. Om aktören vet att institutet som ställt ut optionerna kommer att ”hedga” dem är agerandet mer svårbedömt, men det är enligt vår uppfattning inte att se som brottsligt.

III. Vilseledande marknadsorder- enkätfråga nummer fem

Mäklare A vill sälja terminer som grundas på ett aktieindex och vilka skall lösas in nästa dag (dag 2). I slutet av dag 1 *säljer* mäklare A en post terminskontrakt och tar således en *short position*. Inför öppnandet av marknaden i början av dag 2 lägger mäklare A in en köporder på en stor post av aktier som bildar själva aktieindex. Andra marknadsaktörer lägger in motsvarande säljorder för att jämna ut obalansen i utbud och efterfrågan. Precis innan marknaden öppnar återkallar mäklare A emellertid sin köporder på aktierna. De andra marknadsaktörerna hinner inte reagera och deras säljorder verkställs vid öppnandet av marknaden. Således träffar en större säljorder marknaden, vilket medför att aktiepriserna samt aktieindexet sjunker. Mäklare A gör en vinst bestående av differensen mellan säljkurserna på terminer i slutet av dag 1 och terminernas lösenpris, vilket blir aktieindexets öppningsvärde på dag 2.¹⁷³

Mäklaren hade för avsikt att påverka marknadspriset för att etablera fördelaktiga handelsomständigheter och göra en vinst. Marknadspriset efter att mäklaren återkallat sin köporder på aktierna motsvarar inte det pris som hade gällt om en naturlig marknadsutveckling hade fått bestämma kursen. Det avgörande är om mäklaren hade för avsikt att genomföra affären när han lade ordern eller om han endast lade den för att vilseleda andra aktörer att lägga order.

¹⁷² Boman R., FAR 1999 del II s. 884.

¹⁷³ www.iosco.org, ”Investigating and Prosecuting Market Manipulation”, s. 88, 2000-10-15.

IV. Manipulering av terminskontrakt via handel på kopparvarumarknaden

Ett japanskt investmentbolag hade ett stort innehav av kopparterminer och teckningsoptioner (till koppar) på London Metal Exchange (LME). Bolaget stod inför inlösen av en betydande del av sina terminskontrakt. Bolaget tänkte likvidera innehavet av terminer och teckningsoptioner innan de blev inlösta. För att få ett högre pris på terminerna, tog investmentbolaget en dominerande marknadsposition i koppar. Detta medförde en höjning av marknadspriset för koppar. Bolaget utnyttjade sin position genom att sälja sina terminer och teckningsoptioner för ett högre pris än vad som varit möjligt utan deras ingripande på kopparmarknaden. Förfarandet orsakade en felaktig prissättning på både koppar och kopparterminer.¹⁷⁴

Investmentbolaget ansågs ha manipulerat priset på koppar. Priset på koppar på råvarumarknaden speglade en onaturlig marknadsutveckling och bolaget utnyttjade tillfället för att göra en vinst genom att likvidera sina positioner i terminskontrakt och teckningsoptioner. Commodity Futures Trading Commission (CFTC) beordrade bolaget att avstå från fortsatt handel och att betala 150 miljoner dollar i böter.¹⁷⁵

V. Industrivärden

I september år 2000 utsattes Industrivärden för manipulation avseende dess aktier och teckningsoptioner. Handeln skedde via Internet och automatisk orderförmedling. Agerandet gick ut på att Industrivärden A manipulerades för att påverka priset på teckningsoptioner (warrants) (IND0 0137, IND0 1150 och IND1 300). Personen ifråga har påverkat aktiekursen i investmentbolaget Industrivärden för att tjäna pengar på teckningsoptioner. Genom att påverka kursen på aktien, påverkades också priset på teckningsoptionen. Personen i fråga försökte få ner kursen på aktien när han köpte teckningsoptionen och tvärtom när han sålde.¹⁷⁶

Manipulation av teckningsoptioner kan ske genom att den automatiska kvoteringsmaskinen manipuleras. Kvoteringsmaskinen sätter priser på optionerna. Kursen omkvoterar beroende av den underliggande tillgångens rörelse på marknaden. Då detta sker per automatik kan det utnyttjas genom att en aktör lägger in order vid tillfällena då aktien har stora ”spreadar”. Detta görs för att lura kvoteringsmaskinen att omkvotera optionerna. Då omkvoteringen skett tas ordern i den underliggande tillgången genast bort.¹⁷⁷

6.2.2.2 Analys av cross-market manipulation

En stor andel anmälda fall kan relateras till cross-market manipulation och en anledning till detta kan finnas i derivatmarknadens karaktär. Derivatmarknaden och framförallt marknaden för terminer är garanterad av clearingorganisationer och således finns det ingen risk för bortfall på denna marknad. Marknaden möjliggör också en enkel avräkning av en position gentemot det underliggande instrumentet (på grund av daglig avräkning),

¹⁷⁴ www.iosco.org, Investigating and Prosecuting Market Manipulation, s. 82, 2000-10-15.

¹⁷⁵ www.iosco.org, Investigating and Prosecuting Market Manipulation, s. 82, 2000-10-15.

¹⁷⁶ Sydsvenska Dagbladet, ”Nytt fall av otillbörlig kurspåverkan”, 2000-09-27.

¹⁷⁷ Intervju med Mats Wilhelmsson, 2000-12-11.

vilket kan leda till manipulationer av priset. Vidare är handeln anonym, mycket likvid och lockar många nya investerare. Slutligen kan en orsak till trenden vara att derivatmarknaden utvecklas och nya instrument tillkommer, vilket gör området svårövervakat och kan resultera i ett ökat antal manipulationer.¹⁷⁸

Grundläggande för marknaden är att aktörerna får använda de instrument som finns etablerade. Spekulationer på finansiella marknader har vi svårt att se som otillbörliga. Exempelvis är utnyttjandet av avvikelser i pris mellan två delmarknader tillåtet. Är däremot syftet med agerandet enbart att lura de andra marknadsaktörerna, skall agerandet ses som otillbörligt. En position i ett derivatinstrument innebär också spekulation mot andra marknadsaktörer och marknadsutvecklingen. Aktören påverkar indirekt kursen men tar samtidigt en risk genom sin position i instrumentet. Kombinationsstrategier är vanliga på marknaden och vi tror inte att lagstiftaren hade full kännedom om detta område när lagregleringen skrevs.¹⁷⁹

Ragnar Boman klassificerar en kombinationsstrategi, där priset på aktörens aktie drivs upp genom aktörens köp av derivatinstrument utställt på samma aktie, som otillbörligt. Samtidigt anser han optionshedging vara tillåtet om ett VP-institut ”hedgar” sin egen position. I det senare fallet anses inte syftet bakom institutets förfarande vara att påverka priset och således anses agerandet vara tillåtet.¹⁸⁰ I verkligheten kan det vara svårt att upptäcka eller bedöma skillnader mellan de här två strategierna.

6.2.3 Marknadsspel

Med marknadsspel åsyftas ageranden vilka riktas mot marknaden och innebär olika former av vilseledande och spel.

6.2.3.1 Fall avseende marknadsspel

I. ”Windowdressing” - enkätfråga nummer två

En bank förvaltar en aktiefond. Banken vill förbättra värdet av sin aktiefond vid ett rapporteringstillfälle. Precis innan årsskiftet köper banken flera aktier, vilka bildar deras aktiefond, på marknaden. Priset på aktierna höjs, vilket således också pressar upp värdet av aktiefonden (”windowdressing”). Vid rapporteringstillfället kan banken visa upp en högre värderad aktiefond.¹⁸¹

Agerandet är avsett att påverka priset på ett otillbörligt sätt då avsikten är att förändra portföljens värde. Agerandet skall vara ägnat att vilseleda marknaden och svårigheten ligger i att fastställa vem som skall vilseledas. Det är i första hand inte aktiemarknaden som skall vilseledas, utan de som studerar modellportföljen eller bedömer investmentbolagets substansvärde. Vi anser att om ett oetiskt agerande av detta slag är

¹⁷⁸ Sjö J., Manipulation of Securities Markets, SNF-rapport 77/1994, s. 39.

¹⁷⁹ Intervju med Mats Wilhelmsson, 2000-12-11.

¹⁸⁰ Boman R., FAR 1999 del II, s. 883f, 886.

¹⁸¹ Boman R., FAR 1999 del II, s. 882.

allmänt känt bland investerare, skall detta inte påverka bedömningen av rekvisitet vilseledd.

II. Svenska klassiker

När Föreningssparbanken skulle emittera sin nya aktieindexfond *Svenska klassiker*, baserad på Stockholmsbörsens aktieindex OMX, inträffade något underligt. I november 1997 lade en handlare på Sweedbank, Föreningssparbankens Fondkommissionär, i slutminuterna stora köporder på aktier i några stora svenska bolag som Ericsson och Volvo. Resultatet blev en kraftig kursuppgång i OMX med anledning av att dessa aktier utgör en stor del av indexet.¹⁸²

Agerandet anmäldes till Finansinspektionen, vilka utredde situationen och granskade Sweedbanks interna instruktioner. Sweedbanks agerande hade påverkat marknaden och de kunder som hade tecknat sig för *Svenska klassiker* förlorade på detta. Utredningen kom fram till att mäklaren inte haft ett otillbörligt syfte, utan att händelsen var mycket olycklig. Det har diskuterats om ageranden av detta slag, att lägga mycket stora order, skall regleras så att de klassificeras som otillbörliga på marknaden. Anledningen till diskussionen är att de stör en stabil handel på marknaden.¹⁸³

III. Marknadsspel - enkätfråga nummer sju

En mäklare på ett värdepappersinstitut upptäcker att en akties köpkurs (bid) är 100 kr. På samma aktie finns en säljkurs (ask) för 1000 aktier på nivåerna 101 kr, 102 kr samt 103 kr. Alltså 1000 aktier på vardera säljkurs (101 kr, 102 kr och 103 kr). Mäklaren anser att han kan få övriga marknadsaktörer att tro att en ny kursbild har etablerats och lägger därför in en order att köpa 4000 aktier upp till 103 kr. Han får således köpa sammanlagt 3000 aktier (1000 på vardera säljkurs nivån) till en genomsnittskurs av 102 kr. Den nya kursbilden blir 103 kr köper (bid) och 104 kr säljer (ask). Strax efter byggs köp- och säljsidorna upp igen och det finns köpare till sammanlagt 5000 aktier på 103 kr. Handlaren drar då tillbaka sin köporder på 103 kr och säljer sina nyligen köpta 3000 aktier på 103 kr och gör därmed en vinst på en krona per aktie.¹⁸⁴

Agerandet är troligtvis förenligt med regleringen dels beroende på att agerandet inte kan ses som otillbörligt, dels beroende på att agerandet inte varit ägnat att vilseleda marknaden. Detta bör ses som ett exempel på marknadsspel som vi inte anser vara otillbörligt.

IV. Oinformerad följer informerad

En dominerande aktör A på marknaden köper en stor aktiepost i företaget X. Företaget X är ett genomsnittligt industriföretag med en stabil aktiekurs. Den dominerande aktören A förfogar *inte* över icke-offentlig information eller annan information utöver vad de andra aktörerna på marknaden har tillgång till. Andra aktörer på marknaden tror emellertid att aktören A är informerad och att denne förfogar över information som tyder på att företaget X:s aktier är undervärderade. Marknadsaktörerna följer således aktören A genom att köpa

¹⁸² Intervju med Jan Green och Kerstin Hermansson, 2000-12-11.

¹⁸³ Intervju med Jan Green, 2000-12-11.

¹⁸⁴ Boman R., FAR 1999 del II, s. 886.

företaget X:s aktier, vilket driver upp aktiekursen. Marknadsaktören A, som hela tiden är medveten om att andra på marknaden tror att han är informerad, säljer därefter sina aktier i företaget X med en vinst. Företaget Xs aktiekurs återvänder då till sin ursprungliga kurs.¹⁸⁵

Den informerade aktören agerar som manipulator genom att försöka övertyga de oinformerade aktörerna att han förfogar över information som de andra inte har tillgång till. Genom att handla på marknaden kan han försöka påverka priserna genom att spela på oinformerade aktörers osäkerhet angående manipulatorens verkliga syfte, även om han i verkligheten inte har någon fördel angående marknadsinformation.¹⁸⁶ Ser man strikt juridiskt på agerandet är avsikten med agerandet att påverka priset och agerandet är ägnat att vilseleda marknaden. Troligtvis är det dock svårt att klassificera agerandet som otillbörligt eftersom det kan ses som vanlig spekulation att spela på andras förväntningar och agerandet innebär en risk för misslyckande.

V. Stående köporder

Genom att ha olika stående order på finansiella instrument kan en marknadsaktör upprätthålla kurser till en bestämd nivå.¹⁸⁷ Dessa fall är svårbedömda då det i princip föreligger frihet att placera order på marknaden om syftet är att man faktiskt vill köpa eller sälja aktien. Därför anser vi att agerandet som huvudregel är förenligt med god sed på marknaden. Det kan dock föreligga andra mer oetiska orsaker till varför aktören vill placera en order på marknaden, t ex om det föreligger en diskussion om ett uppköpserbjudande och denna order håller kursen stilla. Att ha en stående köporder på marknaden är tillåtet om den inte är mycket omfattande, d v s någon form av "bombmatta" och agerandet bör ses som otillbörligt såvida marknaden inte informerats.

VI. Affärer inom "spreaden"

Ett institut får i uppdrag att sälja ett stort antal aktier i en mindre likvid aktie. Affären måste genomföras inom "spreaden". Institutet hittar en köpare utanför marknaden och enas om ett pris *under* den nuvarande marknadskursen. För att affären skall genomföras måste först institutet sänka kursen på marknaden för att sedan göra upp resterande del av affären utanför marknaden och inom "spreaden". Därefter höjs sakta aktiekursen tillbaka till den ursprungliga nivån.¹⁸⁸

Enligt fallet finns en tydlig marknadsmanipulation då mäklaren handlar ner en kurs för att slutföra affären inom "spreaden". Agerandet är ägnat att vilseleda marknaden då de inte vet att kurssänkningen sker medvetet från ett institut. Syftet med agerandet är inte i sig klandervärt. Ordern skall ske inom "spreaden" och det är allmänt känt på marknaden att då poster av denna storlek ska byta ägare, säljs de till ett annat pris än det som finns på marknaden för de mindre posterna. Det kan finnas varierande orsaker till varför avslutet måste ske på börsen, t ex skatteskal. Det otillbörliga ligger i att det sker en medveten

¹⁸⁵ Allen F., Gale D., *Stock-Price Manipulation*, Review of Financial Studies, Vol 5 1992 s. 508.

¹⁸⁶ Allen F., Gale D., s. 508.

¹⁸⁷ Boman R., FAR 1999 del II, s. 884.

¹⁸⁸ Boman R., FAR 1999 del II, s. 885.

felprissättning på marknaden, vilken vilseleds och det är oförenligt med god sed på marknaden.

Sammanfattningsvis kan det som synes vara svårt att genomföra affären på marknaden och i förenlighet med reglerna. En lösning som presenterades av Mats Wilhelmsson är att mäklaren samtidigt som han med *en* order dumpar kursen till en nivå affären kan genomföras, informerar marknaden varför kursen sjunkit tillfälligt. Resultatet av detta är visserligen att priset medvetet justeras tillfälligt, men agerandet är inte ägnat att vilseleda marknaden då de erhållit information, därmed borde agerandet inte ses som otillbörligt.

6.2.3.2 Analys av fall avseende marknadsspel

Ett "följa-John" beteende kan utnyttjas av den som leder trender, men att straffa honom för att andra följer efter kan inte anses motiverat. Vi ser en problematik då aktiemarknaden och dess aktörer inte alltid längre arbetar utifrån vad aktien är värd. T ex anser aktör A att en aktie är värd 120 kr enligt den information som finns offentlig och den analys av företaget han gjort. Om andra aktörer försöker lura marknaden att tro att en annan prisbild etablerat sig, varför skall aktör A tro på detta? Om inte information framgått om att aktien varit kraftigt övervärderad, t ex för att företaget inte får den order marknaden räknat med, är frågan vilken grund som föreligger för att en ändrad marknadsbild etablerats. Problemet vi ser är att aktier allt mer sällan köps i syfte att långsiktigt investera i olika bolag för man tror på deras idé, tror att företagets värdering kommer att gå upp eller att man förväntar sig en god avkastning på aktien. Aktiehandeln har till stor del blivit en spelmarknad och måste därför värderas därefter. Problemet med detta spel är att aktierna inte värderas utifrån en halvstark effektivitet och alla aktörer på marknaden påverkas när prissättningen inte fungerar på ett tillfredsställande sätt.

6.2.4 Stop-loss och inlösen av aktier

Dessa ageranden kännetecknas av att de syftar till att åstadkomma ett visst resultat genom att utnyttja en befintlig ställning på marknaden. Aktören försöker med sitt förfarande att initiera en marknadsutveckling som troligen inte skulle ha ägt rum utan hans agerande.

6.2.4.1 Fall avseende stop-loss och inlösen av aktier

I. Stop-loss - enkätfråga nummer sex

En privatplacerare har gjort blankningstransaktioner, d v s sålt först för att senare köpa till ett lägre pris. För att gardera sig mot en möjlig kursuppgång lägger privatplaceraren in en stop-loss-order som skall utföras om marknadspriset passerar en viss nivå. Agerandet kan delas i två delar där delarna skiljer sig avseende den initierande aktören som utlöser det prispåverkande förfarandet.

1) I det första fallet är mäklaren på ett värdepappersinstitut medveten om detta. Mäklaren uppmuntrar en kund att köpa en större post av den ifrågavarande aktien och lyckas därmed pressa upp marknadspriset till den nivå där stop-loss-ordern utlöses. Då denna order är mycket stor, höjs kursen ytterligare vilket även höjer värdet på den post som kunden köpte. Värdepappersinstitutet gör en vinst i form av provision och lyckad rådgivning.

2) I det andra fallet innehar mäklaren aktier i eget lager och då han köper ytterligare aktier utlöses stop-loss-ordern. Resultatet blir en kursuppgång och värdepappersinstitutet gör en vinst eftersom aktien i eget lager ökar i värde.¹⁸⁹

Att en aktör medvetet agerar för att trissa upp kurserna för att han vet att någons säkerhetsorder kommer att utlösas och han kan tjäna på detta, är inte förenligt med god sed på marknaden. Avsikten med agerandet är att *påverka priset* och agerandet måste ses som otillbörligt då det syftar till att medvetet höja värdet på kundens eller institutets egna innehav, på bekostnad av en annan aktör på marknaden. Förfarandet är också ägnat att vilseleda marknaden.

II. Inlösen av aktier

Då det föreligger ett program om inlösen av egna aktier och om inlösen är beroende av den genomsnittliga kursen under en viss tid, finns risk för kursmanipulation. Ett liknande scenario skulle kunna vara att inlösenprogrammet i sig är oberoende av den genomsnittliga kursen men att denna anger vilken kurs som inlösen kommer att ske till.¹⁹⁰

Syftet med agerandet är att påverka priset antingen avseende ett inlösenprogram genomförande eller till vilken kurs det skall ske. En aktör går in och justerar medvetet upp eller ned kursen för egen vinnings skull. Avsikten är att påverka priset och syftet måste ses som otillbörligt då marknadskrafterna sätts ur spel.

6.2.4.2 Analys av stop-loss och inlösen av aktier

De ageranden som ovan angivits är av allvarlig karaktär då de utnyttjar en gräns som finns på marknaden och de intar en relativt säker position om strategin lyckas. Den enda risk som finns är om de inte lyckas driva upp kursen som de vill, men om de lyckas kan de uppnå vinster som inte är förenliga med marknaden. Agerandet är alltså otillbörligt och strider mot god sed.

6.2.5 Övriga marknadsmanipulationer

Med övriga marknadsmanipulationer syftar vi på ageranden som enligt vår bedömning faller lite utanför ovan gjorda indelning, men vars frågeställningar ändå är intressanta.

6.2.5.1 Fall av övriga marknadsmanipulationer

I. Pegging och scalping

Fall där en anställd hos ett värdepappersinstitut talar sig varm för ett instrument hos en del kunder men inte hos alla, kallas pegging. Kunder förmås köpa, vilket driver upp kursen och leder till förtjänst för de kunder som hade instrumentet från början. Innehar den anställda aktierna kallas förfarandet scalping.¹⁹¹

¹⁸⁹ Omarbetat exempel från Boman R., FAR 1999 del II, s. 883.

¹⁹⁰ Boman R., FAR 1999 del II, s. 884.

¹⁹¹ Boman R., FAR 1999 del II, s. 880.

Pegging och scalping är mycket allvarliga överträdelser av regleringen och kan föranleda att agerandet klassificeras som grovt. Att värdepappersinstitutet missbrukar sin ställning på värdepappersmarknaden på detta sätt äventyrar förtroendet och är ytterst klandervärd. Det är lika straffvärdt enligt lagregleringen att föranleda någon till ett agerande vilket har för avsikt att otillbörligt påverka priset, som att själv agera. Vidare är det uppenbart att agerandet är ägnat att vilseleda marknaden. Som ovan betonats krävs inte vinning eller skada för straffbarhet.

II. ”Painting the tape”

Ett schweiziskt investeringsbolag erbjöd, genom en filial i Portugal, aktier till allmänheten. De aktier som bolaget erbjöd hade ingen aktiv omsättning på börsen. För att skapa en falsk bild av marknadsaktiviteten, placerades köp- och säljorder på egna aktier. Orderna handlades mellan personer som verkade inom samma företag. Detta orsakade en falsk bild av marknadsefterfrågan för aktierna till ett visst pris, vilket således skapade ett underlag för företaget när det erbjöd aktierna till allmänheten. Syftet var att åstadkomma förmånligare handlingsvillkor i aktierna.¹⁹²

Ageranden som här är aktuella är de som har till syfte att vilseleda marknaden om en akties omsättning till ett visst pris och antal. Aktien likviditet ökas i avsikt att påverka priset. Uppgifterna om aktiernas verkliga omsättning och priser förfalskades för att ge en felaktig bild av marknadsutvecklingen och åstadkomma förtjänst till bolaget. Någon verklig förändring i ägarförhållandet för aktierna äger inte heller rum. Förfarandet klassificeras som otillbörlig kurspåverkan.

6.2.5.2 Analys av övriga marknadsmanipulationer

Fall av scalping och pegging anses vara förhållandevis tydliga ageranden av otillbörlighet. Här skapar aktören en vinst genom att föranleda andra marknadsaktörerna att handla på ett sätt som hjälper honom. Förfarandet kring ”painting the tape” har till syfte att ge en falsk bild av marknadsutvecklingen och således ägnat att vilseleda marknaden genom att priserna påverkas. Förfarandet bör klassificeras som otillbörligt.

6.3 Alfaskop AB

Nedan redogör vi för det enda fall rörande otillbörlig kurspåverkan som varit föremål för domstolsprövning, Alfaskop AB. Vi har valt att avgränsa oss gentemot en djupgående juridisk analys och vi har därför inte studerat slutdomen.

6.3.1 Händelseförloppet i Alfaskop AB

Alfaskop AB är ett börsnoterat IT-tjänsteföretag. Företaget är noterat på O-listan.¹⁹³

Företaget Tegneren köptes 1997 upp av Alfaskop AB och betalning skulle ske med Alfaskop-aktier till ett värde av 70 kr/aktie. En överenskommelse träffades om att Tegnerens ägare skulle betala tillbaka 40 % av den kurs som översteg 70 kr den 24 mars

¹⁹² www.iosco.org , Investigating and Prosecuting Market Manipulation, s. 78, 2000-10-15.

¹⁹³ Alfaskops hemsida www.alfaskop.se, 2000-11-15.

kl 12.00. Denna tidpunkt blev således viktig för bolaget eftersom det då skulle fastslås om någon betalning blev aktuell eller inte. Börsdagen inleddes med en kurs på en bit över 80 kr för Alfaskop-aktien. Omkring tolvtiden lades dock ett antal säljorder med lägre kurser.¹⁹⁴

Förfarandet ledde till att ärendet blev anmält till Finansinspektionen, som i sin tur lämnade det vidare till Ekobrottsmyndigheten. Åtalsanmälan inkom den 29 oktober 1997. En förundersökning inleddes enligt ett beslut av Statsåklagare Yngve Rydberg. Anledningen till anmälan var att det misstänktes att den åtalade, som var en av de tidigare ägarna till företaget Tegneren, hade agerat för att hålla kursen på en så låg nivå som möjligt över tolvslaget. Den åtalade har erkänt att han lade säljorder för att påverka kursen. Dock menar han att han gjorde det för att skydda sig mot försök att påverka kursen uppåt och inte för att hålla kursen nere för att de skulle slippa betala enligt avtalet. Åklagare i fallet, Yngve Rydberg, menar att det är ett oacceptabelt resonemang och att ”man inte kan använda sig av nödvärn innan man har blivit angripen”. Vidare menar han att det var uppenbart att åtgärden var ägnad att påverka kursen på ett otillbörligt sätt.¹⁹⁵

Alfaskop AB är det första företaget i Sverige som lagen om finansiella instrument har tillämpats på. Därför finns det ingen praxis och det blir då upp till Tingsrätten att bedöma hur lagtexten skall tolkas¹⁹⁶. I detta mål ansåg Tingsrätten att skillnaden mellan de säljkurser som den åtalade satte inte skilde tillräckligt från den högsta säljkursen för dagen för att vara till skada för andra. Enligt Tingsrätten kan denna skillnad ses som en normal variation på marknaden.¹⁹⁷ Vidare ansåg inte rätten att den åtalade hade för avsikt att påverka marknaden utan bara kursen. Åklagare Yngve Rydberg hävdade dock att det inte har någon betydelse huruvida den åtalade ville påverka marknaden eller inte, eftersom agerandet likväl gav en indirekt effekt.¹⁹⁸ Den åtalades advokat säger att det i propositionen som föregick LHF tydligt står att den otillbörliga kurspåverkan måste få effekt för att lagen skall gälla. Här hävdar åter åklagaren motsatsen där han menar att det räcker med att det finns en risk för att agerandet skulle få effekt för att regleringen skall vara tillämplig.¹⁹⁹ Det föreligger alltså uppenbara skillnader i åsikter vad gäller regleringens tolkning.

Stämningsansökan inkom i juni 1999 och huvudförhandlingarna hölls i augusti 2000. Slutdomen från Stockholms Tingsrätt kom den 7 september och resultatet blev att den åtalade friades. Domen har överklagats till Svea Hovrätt av Statsåklagare Yngve Rydberg.

6.3.2 Diskussion kring slutdomen för Alfaskop AB

Ett flertal specialister inom området otillbörlig kurspåverkan anser att slutdomen för förfarandet kring Alfaskop AB är felaktig. Enligt många är nämligen detta ett uppenbart fall av otillbörlig kurspåverkan. Tingsrätten tittade bl a på kursförändringen för aktien den aktuella dagen och menade att skillnaden kunde ses som normal. Jan Green på

¹⁹⁴ www.di.se, ”Försvaret vann första målet”, 2000-09-08.

¹⁹⁵ www.di.se, ”Åklagare överklagar Alfaskopdom”, 2000-10-06.

¹⁹⁶ www.di.se, ”Ny börslag prövas”, 2000-08-25.

¹⁹⁷ www.di.se, ”Försvaret vann första målet”, 2000-09-08.

¹⁹⁸ www.di.se, ”Åklagare överklagar Alfaskopdom”, 2000-10-06.

¹⁹⁹ www.di.se, ”Ny börslag prövas”, 2000-08-25.

Finansinspektionen menar att det helt saknar betydelse om kursen rört sig en viss procent eftersom det kan vara kurspåverkan också när kursen hålls helt stilla. Därför anser han att Tingsrätten inte till fullo har förstått innebörden av otillbörlig kurspåverkan. Tingsrätten hade även ett argument om att personen i fråga inte hade haft för avsikt att påverka marknaden, utan endast kursen. Menar TR att genom att kursen endast förflyttar sig inom normala kurssvängningar förekommer inte ett risktagande från gärningsmannens sida att marknaden vilseleds? Mats Wilhelmsson är starkt kritisk till denna typ av resonemang och en utveckling som gör att det är svårt att fälla någon om inte en markant kursförändring kan påvisas. En onödig fokusering på prispåverkan har skett. Det glöms bort att alla order som läggs in i ett elektroniskt handelssystem påverkar kursen.²⁰⁰ Man torde nog kunna se agerandet som ett klart risktagande vilket typiskt sett vilseleder marknaden. Att se delarna separat försvårar tolkningen och tillämpningen av lagregleringen. Avsikten att påverka priset genererar i sig en tydlig risk och följd att marknaden vilseleds och även om gärningsmannen inte har det för avsikt så tar han en risk vilken räcker för straffbarhet.

Domen i Alfaskop är mycket intressant men kan endast behandlas översiktligt i detta arbete. Det man kan sluta sig till är att det oklara är effekten av agerandet, d v s om agerandet varit ägnat att vilseleda marknaden. Genom att agera med avsikt att påverka kursen kan man inte kontrollera händelseförloppet så att ett risktagande inte sker gentemot att marknaden vilseleds.

En anledning till det stora missnöjet med slutdomen kan vara att de olika parterna inte förstår varandra. Mats Wilhelmsson informerade om det nätverk som etablerats mellan OM Stockholmsbörsen, Ekobrottsmyndigheten, Finansinspektionen och Fondhandlareföreningen. Tanken bakom nätverket är att kunna förbättra sin framställan i rätten. Framförallt skall energi läggas på att de bli mer pedagogiska så att de får rätten att förstå vad de åsyftar. Bl a har de planer på att använda sig av Power-point för att kunna visa hur handel och övervakning går till.

²⁰⁰ Intervju med Mats Wilhelmsson, 2000-12-11.

7 Empiri

I detta kapitel presenterar vi utgångspunkterna för vår enkätstudie. Därefter följer en resultatdiskussion där vi behandlar det utfall vi erhållit på respektive fråga.

7.1 Enkätstudie

Nedan presenterar vi utgångspunkten för vår enkätstudie, vilken kompletteras med reflektioner och resultat. Detta upplägg har vi valt för att underlätta förståelsen av resultatdiskussionen.

Vi har genomfört en enkätstudie bland fondkommissionärer och banker med mäklarverksamhet i Malmö. Enkäten bestod av sju olika fall hämtade både från teorin och från verkligheten. Varje fall skulle bedömas som tillåtet eller inte. Det finns egentligen inga rätta svar på respektive fall, men vi har med hjälp av teorin och juridisk handledning diskuterat fram det alternativ som vi anser vara mest riktigt utifrån regleringen om otillbörlig kurspåverkan.

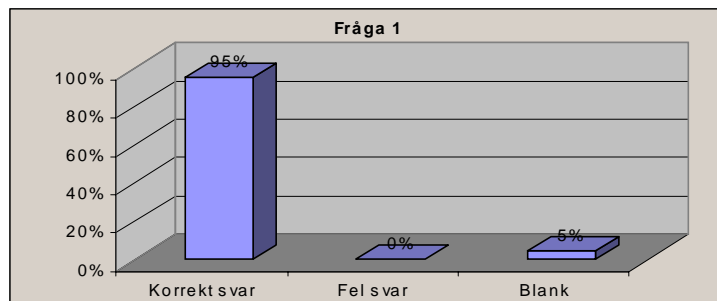
Vi har besökt åtta olika mäklare och traders och vi är mycket nöjda med den respons och det intresse vi fått. Vårt mål var att få svar från minst två på varje ställe och detta lyckades vi med på alla utom ett ställe, där vi endast fick ett svar. Totalt erhöll vi 22 svar. Några av enkäterna var ofullständigt i fyllda, vilket ger oss en viss felmarginal i vår undersökning. Vi anser dock inte att detta borde vara av någon större betydelse, då vi endast är intresserade av en allmän bild av kunskapen rörande otillbörlig kurspåverkan. Dessutom kommer vi att analysera varje fall och utfallet på dessa var för sig.

Eventuella felkällor skulle kunna vara att en viss grad av samarbete förekommit på de platser vi inte haft möjlighet att följa besvarandet av enkäten. Vi hoppas och tror dock att denna felkälla är liten och inte borde ge ett snedvridande resultat. En annan felkälla skulle kunna vara missförstånd av fallen. Eftersom vi testat enkäten innan vi besökte mäklarna, hoppas vi dock att även denna felmarginal skall vara liten. På en fråga har vi uppmärksammat en viss grad av missuppfattning varför vi valt att lägga mindre vikt vid denna. Eftersom vi valt att låta de som besvarar enkäten vara anonyma, tror vi oss erhålla ett mer sanningsenligt underlag. Vi redovisar resultatet från vår enkätstudie i bilaga 5.

7.2 Resultatdiskussion

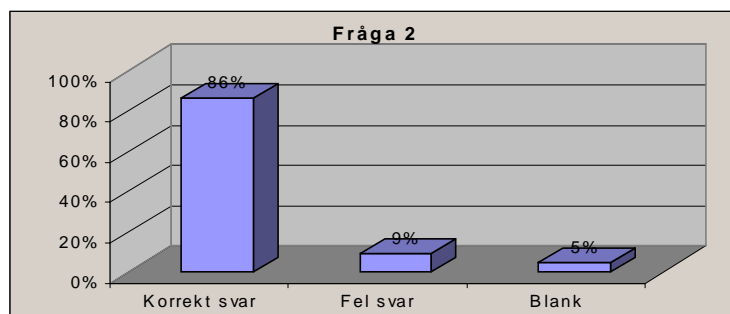
Här följer en diskussion av de resultat vi fått på respektive fall. Vi ger kommentarer till utfallen samt till varför vi tror oss ha fått de svar vi har. Enkäten med de sju fallen som ställdes till utvalda mäklaren finns bifogad som bilaga 3. De olika fallen som tas upp i frågorna är närmare analyserade i kapitel 6.2.

Resultat fråga ett



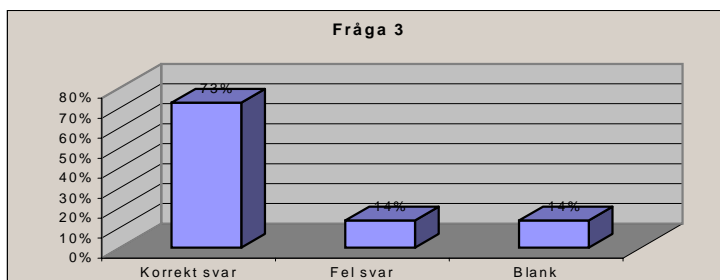
Resultatet på fråga 1 var relativt samstämmigt. Frågan var förhållandevis grundläggande och behandlar ”hedging” av egen utställd option. Förfarandet anses enligt oss inte vara otillbörligt och 95 % av mäklarna tyckte att förfarandet var godtagbart. En mäklare lämnade ett blankt svar.

Resultat fråga två



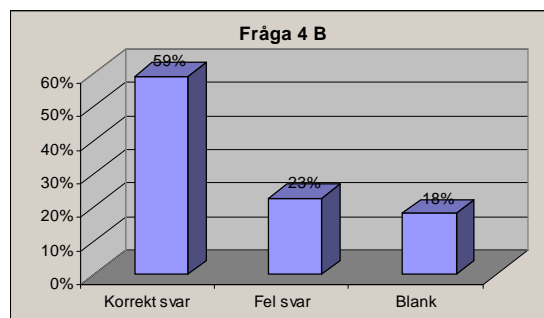
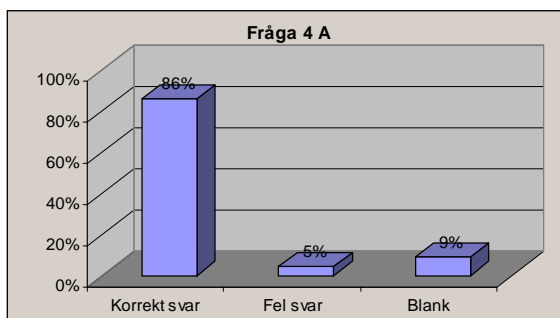
Fråga två avser ”Windowdressing”, vilket är ett förfarande där en aktör höjer aktiekurser för att öka värdet på egen portfölj inför ett rapporteringstillfälle. Förfarandet är otillbörligt då marknadspriset höjs till en artificiell nivå och därmed är ägnat att vilseleda marknaden. Av mäklarna ansåg 86 % att agerandet inte var förenligt med regleringen medan 9 % ansåg att agerandet var tillåtet. Frågan är varför 9 % var av en annan uppfattning. Kanske kan det bero på att de ser det som att det enda institutet gör är att köpa aktier och deras syfte är inte att vilseleda marknaden. De köper aktierna i syfte att behålla dem. Agerandet att köpa aktier i syfte att manipulera kursen och generera indirekta vinster är klandervärt. Vad avser ageranden baserade på stora köp som resulterar i marknadspåverkan, är bedömningen svårare och ett avgörande moment är vilket uppsåt som föreligger.

Resultat fråga tre



På fråga tre var ganska många av de svarande tveksamma och vi märkte en viss förvirring omkring frågeställningen. Förmodligen har inte alla av de som svarat, med anledning av oklar formulering, förstått betydelsen av frågan och således har vi valt att inte lägga för mycket vikt vid dess resultat. Det är dock intressant att observera fördelningen i svaren. 73 % har svarat att agerandet är förenligt med lagen och 14 % att det är otillåtet. De flesta vi intervjuat är av uppfattningen att det inte är otillåtet att hoppas på en viss följd och att VP-institutet inte själv agerar för att manipulera kurser. Vår bedömning är att agerandet inte är otillbörligt.

Resultat fråga fyra

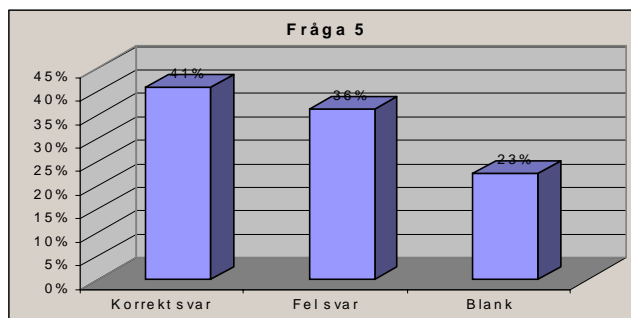


Resultatet på fråga 4 var något motstridigt. Fallet behandlar frågeställningen om skenavtal. Ett företag äger en aktie och de lägger en säljorder hos ett VP-institut för att sedan köpa tillbaka aktien hos ett annat VP-institut. Med skenavtal sker ingen äganderättsövergång och agerandet kan i de flesta fall anses otillbörligt. Frågan var indelad i två delfrågor, där delfrågorna bara skilde sig avseende likviditeten i den ifrågavarande aktien. Delfråga A avsåg en illikvid aktie och delfråga B en likvid aktie.

Avsikten med frågan var att de tillfrågade skulle inse att det rörde sig om skenavtal och att den orderläggning som skedde hade till syfte att påverka priset då ett nytt prisläge etablerades efter agerandet. Detta skulle vara oavsett om aktien var likvid eller illikvid. Emellertid finns det en tydlig avvikelse mellan delfrågorna. Vad gällde delfrågan om illikvida aktier, ansåg 86 % av mäklarna att agerandet var i strid med regleringen, medan endast 59 % av mäklarna ansåg agerandet otillåtet om handeln skedde i en likvid aktie. Några mäklare syftade på att handel inom ”spreaden” är normal och skulle inte påverka kursen om aktien är likvid. Detta är en riktig anmärkning men det kan anses tveksamt att

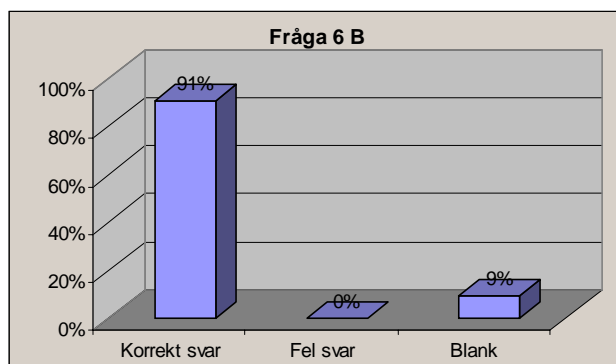
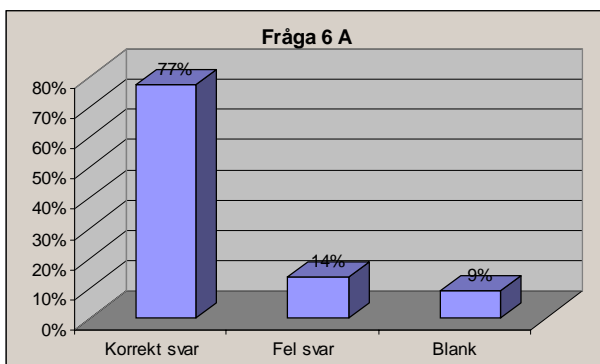
tolka att agerandet var utan syfte att påverka priset när orderna lades utanför marknadspriset. Det hade kanske förtydligats om vi hade satt ut vilken ”spreaden” var, men vi ansåg att frågeställningen var tillräckligt tydlig. Resultatet tyder på att det råder en oenighet bland marknadsaktörerna vad avser skenavtal och en omedvetenhet avseende hur likviditeten av ett finansiellt instrument påverkar godtagbarheten av ett förfarande.

Resultat fråga fem



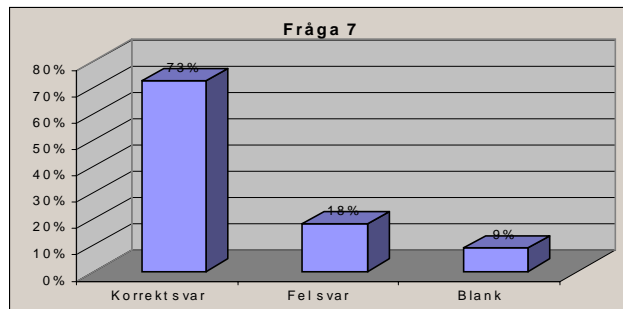
Fråga 5 är en typ av marknadsspel där mäklaren har för avsikt att påverka marknadspriserna för att skaffa förmånligare handelsomständigheter genom att lura motparten att ta en förutsägbar position i aktier. Agerandet har ett klart otillbörligt syfte. Vårt svarsresultat var emellertid väldigt splittrat, 41 % av mäklarna svarade att agerandet stred mot regleringen om otillbörlig kurspåverkan, 36 % ansåg att agerandet var tillåtet och 23 % lämnade in ett blankt svar. Detta tyder på att aktörerna antagligen inte har förstått frågan, möjligen på grund av att det i Sverige inte går att se order innan börsen öppnas. I flera andra länder är detta möjligt och det diskuteras om detta skall införas även i Sverige. Förståelsen för problematiken kan ha minskat eftersom denna skillnad föreligger, men den teoretiska kärnfrågan kvarstår ändå. Frågan är om det är förenligt med lagregleringen att lägga en order för att andra aktörer skall lägga sina order och sedan dra tillbaka den. Svårigheten ligger i att det är svårt att se avsikten bakom en order och att ångra sig är inte otillåtet. Görs agerandet däremot med avsikten att uppnå fördelar och att verka vilseledande, är det otillåtet. Vi anser ändå att mäklarna här borde komma fram till att agerandet har ett vilseledande syfte. En anledning till att de inte reagerat på detta kan vara att de inte till fullo har förstått rekvisiten angående otillbörlig kurspåverkan.

Resultat fråga sex



Agerandet i fråga 6 har till syfte att höja priset på aktier för att initiera en stop-loss-order som ligger på marknaden. Syftet är uppenbarligen otillbörligt då ett artificiellt pris skapas vilket resulterar i vinst för den som manipulerar kursen och vinsten sker på andras bekostnad. Frågan var indelad i två delfrågor, där delfrågorna skilde sig avseende den initierande aktören som utlöser det prispåverkande förfarandet. I delfråga A skapar en utomstående kund en vinst med hjälp av mäklaren och i delfråga B är det mäklaren själv som agerar och skapar en vinst. Båda fallen är lika förbjudna och det borde inte finnas någon skillnad i svarsresultatet. Agerandet i delfråga A ansåg 14 % av mäklarna vara godtagbart och 77 % att det var otillbörligt. På delfråga B svarade 91 % att förfarandet var att anse som otillbörligt. Skillnaden på svaren kan bero på bristande kunskaper om vilka aktörer som omfattas av lagregleringen. På delfråga B är det mäklaren själv som genomför transaktionen och drar förtjänsten av agerandet. Det är här lättare att se det otillbörliga i agerandet. Däremot tyder resultatet på delfråga A, vilket berör flera aktörer, på att det finns ovisshet om vem regleringen omfattar.

Resultat fråga sju



Fråga 7 avser ett tillåtet förfarande där marknadsaktören deltar i ett vanligt marknadsspel på en likvid marknad. Av mäklarna har 73 % svarat att de anser att agerandet är tillåtet medan 18 % svarade att agerandet var otillåtet. Utfallet pekar på god grundläggande kunskap om lagregleringen.

7.3 Sammanfattning av enkätundersökningen

Sammanlagt svarade 76 % av mäklarna, enligt vår bedömning, korrekt på frågorna. En liten andel på 13 % svarade fel och 11 % lämnade in ett blankt svar. Urvalsgruppen har förstått den grundläggande tanken bakom regleringen, vilket framförallt märks i frågorna ett, två och sju. Det verkar ändå som att det saknas kunskap om skenavtal och betydelsen av likviditeten på ett finansiellt instrument vid bedömningen, vilket framgår av resultatet i frågan fyra. Vidare visar fråga tre att det saknas en enighet om hur kombinationsstrategier med derivatinstrument och fondpapper skall behandlas. Skillnaden på delfrågorna i fråga fyra tyder på att det saknas insikt om vilka aktörer som omfattas av regleringen. Fördelningen av svaren kan allmänt ses som lyckad. Detta tyder på att mäklarna som arbetar på marknaden har relativt bra förståelse för regleringen om otillbörlig kurspåverkan och dess praktiska tillämpning.

8 Analys

I detta kapitel analyseras resultatet av hela vår uppsats och vi presenterar en av oss utarbetad tolkningsansats för otillbörlig kurspåverkan.

8.1 Slutanalys

Hur påverkar en reglering marknads effektivitet? En reglering innebär en oundviklig påverkan av handelsmöjligheterna på marknaden och effektiviteten är beroende av att resurser kan allokeras på ett bra sätt. I den mån regleringen för otillbörlig kurspåverkan åstadkommer osäkerhet, kanske denna osäkerhetsfaktor försämrar marknadseffektiviteten bl a genom att placerarna avstår från handel eller flyttar till andra marknader.

Någon form av reglering anser vi att det finns behov av eftersom de begränsningar som införs leder till mer lika villkor att handla med finansiella instrument. Vi tror framförallt att småspararna kan skyddas av en reglering eftersom de ofta inte aktivt följer marknaden i den utsträckning som krävs för att reagera på marknads alla svängningar. Samtidigt skyddas hela marknaden eftersom regleringen troligen ökar placerarnas förtroende för de finansiella marknadsplatserna. Förtroende är avgörande för marknads överlevnad och behovet av marknadskontroll blir allt större i takt med att allt fler placerare sköter sin handel med finansiella instrument via Internet. Här är det nämligen inte möjligt med samma grad av kontroll som om en order läggs via en mäklare direkt eftersom ordern accepteras i datorn oavsett dess rimlighet. Vi tror att det finns svårigheter i tillsynen av denna handel varför vi kontaktade E*TRADE, men vi fick tyvärr inte något svar från dem. Vidare kan en följd av Internets utveckling vara att fristående handelsplatser, dvs handelsplatser utanför börsorganisationen, etableras som en följd av att investerare vill undvika dyrt courtage. Eftersom alla ägarbyten rapporteras till VPC och att kraven på marknadsövervakning är desamma som på börsen, tror vi emellertid inte att det finns något hot mot lagregleringens tillämpning.

Regleringen av otillbörlig kurspåverkan saknar i dag ett typbrott. En effekt av att regleringen är oklar och att det inte finns tydliga linjer för vad som anses vara ett otillbörligt agerande, är att regleringen kan komma att utvecklas i rättspraxis. Detta är mycket olyckligt då det inte är förenligt med legalitetsgrundsatsen. Inom EU kommer det troligtvis att utvecklas en gemensam lag på området men detta kan dröja. Den uppfattning vi fått när vi arbetat med regleringen är att den haltar avseende dess marknadsnärvaro. De som utformat regleringen har inte riktigt analyserat den marknad på vilken den skall verka. Otillbörliga ageranden kan vara relativt tydliga men även omfatta ”vanliga” ageranden. Problemet ligger i gränsdragningen mellan sedvanlig handel och otillbörliga ageranden, vilket resulterar i bl a följande frågeställningar. Handel med stora kapitalinsatser har en tendens att påverka marknaden på g a sitt omfång, men är det förbjudet att handla med stora poster? Är det otillbörligt att lägga order för att senare ångra sig och dra tillbaka dem? Är det tillåtet att handla med sig själv i *likvida* aktier eller

att köpa optioner utställda på värdepapper som man redan innehar? Kan en stående köporder ses som otillbörligt agerande? Frågan är hur man ska ställa sig till dessa olika ageranden. Regleringen rymmer många frågor och svaren dröjer. TR frikände hösten år 2000 den åtalade i fallet rörande Alfaskop AB med en motivering vilken inte direkt förtydligade regleringen.

Kärnfrågorna avseende regleringen är till att börja med kravet på agerandets otillbörlighet. Vad är ett otillbörligt agerande? Detta klargörs inte varför det är svårt för marknadens aktörer att förstå tillämpningsområdet. Ett exempel på detta är handel i kursvårdande syfte. Aktiers pris är resultatet av aktörernas bedömningar om bl a framtida avkastning och det föreligger flertalet aktiekurser vilka sett ur ett värderingsperspektiv är kraftigt övervärderade, men där marknaden värderar företagen annorlunda. Avsikten är att påverka kursen, men det är svårt att bedöma om det skall anses vara otillbörligt eller inte. Vi anser att det otillbörliga i sig ligger i att egenhändigt påverka kursen vilket är vilseledande för marknaden. En annan fråga är vem som skall anses vilseledd. Omfattar lagregleringen ageranden vilka har till syfte att vilseleda aktörer utanför marknaden, som t e x att påverka värdet av en säkerhet? För att vilja vilseleda en kreditgivare måste man ha direkt uppsåt att manipulera kursen som kreditgivaren är beroende av för sin kreditbedömning, men marknaden är den som primärt vilseleds. Om detta skall anses falla under lagregleringen får utredas närmare i rättspraxis. Vidare är frågan vilken effekt som krävs. Är avsikten att påverka priset och är åtgärden ägnad att vilseleda marknaden? Skall det föreligga ett risktagande gentemot följderna att marknaden vilseleds eller räcker det att riskbedömningen baseras på att gärningen typiskt sett leder till den effekten? Vad som åsyftas i lagregleringen är inte klart. Vi anser att en annan lösning med en form av beteendedelikt kanske skulle kunna vara ett alternativ då man bortser från att agerandet skall vara ägnat att vilseleda marknaden. Om detta rekvisit tas bort, räcker det med att kriminalisera en gärning vilken företas i avsikt att påverka priset. En annan fråga är vilken medvetenhet och vilket uppsåt som skall föreligga och till vad. Vad som gäller i frågan om medverkanansvar är inte heller utrett. Vi analyserar inte dessa begrepp igen utan hänvisar till den analys som finns i kapitel 5.8.

En fråga vi ställt oss under arbetets gång avseende tolkningen av regleringen, är huruvida rekvisitet att agerandet skall vara otillbörligt behövs. I den nya lagen, vilken träder i kraft 1 januari 2001, omfattas regleringen avseende otillbörlig kurspåverkan av undantaget att bl a Riksbankens ageranden aldrig kan ses som otillbörliga. Frågan är om det i 1 st räcker med rekvisitet *avsikt att påverka* priset genom skenavtal etc och i 2 st *avsikt att påverka* priset ägnat att vilseleda marknaden. Vi anser att det otillbörliga ligger i själva skenavtalet och i ageranden som är ägnade att vilseleda marknaden. Argumentet för att rekvisitet behövs är att regleringen annars riskerar att bli för vid i sin tillämpning. Vi är dock inte av denna åsikt, utan anser att regleringen får ett adekvat tillämpningsområde då det krävs att rekvisiten är täckta med uppsåt.

Vidare har vi funderingar om att det kanske skulle vara möjligt att ta bort rekvisitet *ägnad att vilseleda* marknaden. Om detta är möjligt är svårt att avgöra. Vi anser att det straffvärddiga inte borde vara beroende av huruvida gärningsmannen tagit ett risktagande i förhållande till att marknaden typiskt sett skall ses som vilseledd, utan skall istället bero på agerandets avsikt. En intressant effekt av rekvisitet *ägnat att vilseleda* är att agerandet

är tillåtet om marknaden informeras, d v s information exkluderar ansvar. Följden av att ett agerande offentliggörs är att möjligheten till vinster, som inte är marknadsmässiga, förhindras. Vidare har vi funderat över vilka krav på information som föreligger för att ageranden inte skall vara ägnade att vilseleda och vilken publicitet som krävs för att informationen skall anses offentliggjord.

Genom en lagändring i ABL (mars 2000) blev det möjligt för företag att återköpa egna aktier. I propositionen 1999/2000:34 diskuterades om denna lagändring kunde resultera i en ökad risk för manipulation från företagets sida. Denna risk anses dock minimal då återköpen omfattas av ett betydande regelverk bestående av tidsfrister, omsättningsbegränsningar och informationsskyldigheter. Regeringen ansåg således inte att nackdelarna med en möjlig kursmanipulation av bolag skulle vara större än de fördelar som fanns med att införa regleringen. Eftersom marknadssituationen hela tiden förändras är det dock omöjligt att förutse framtida handelsplatser varför det är ytterst viktigt att det regelverk som gör handel med egna aktier möjligt, i möjligaste mån förhindrar uppkomsten av otillbörliga situationer.

Hur regleringen kan förtydligas och tillämpningssvårigheter undvikas, är ett problem som de vi har intervjuat pekar på. Vi anser att detta är svårt att uppnå med en generell straffrättslig reglering. Om rättsväsendet inte kan döma personer som agerat klandervärt på marknaden, finns en stor risk att förtroendet för den finansiella marknaden kommer att minska. Kanske skulle en lösning vara att införa mer detaljer i regleringen. Regeringen kan inte ge ut en förklaring av lagregleringen då den endast ses som en tolkningsgrund i domstol och domstolen inte är förpliktigad att följa regeringens bedömning. Det är i domstolväsendet som regleringen kommer att utvecklas och det kommer att ta tid.

I det fall området även i fortsättningen kommer att lagregleras, anser vi att det vid utformandet av regleringen krävs mer verklighetsanknytning. Det arbete som pågår inom Europeiska Unionen och FESCO tyder på att den framtida regleringen skall vara mer allmänt hållen. Från förslagen som presenterats framgår att det antagligen inte skall tas mer hänsyn till syftet bakom agerandet utan en mer praktiskt utgångspunkt framförs. Den nya regleringen i Storbritannien utgår från hur en förnuftig person kan antas agera på marknaden och kan anses vara en möjlig framtida lösning på problemet. En annan lösning kan vara olika kombinationer av lag och självreglering. Problemet, enligt Mats Wilhelmsson, med självreglering är dock att det endast blir möjligt att behandla de förfaranden som kan härledas till börsens medlemmar och deras mäklare. Kunder däremot går troligen fria då det inte går att disciplinera dem, eftersom medlemsföretagen varken vill eller kan göra det. Vi tror att denna inställning kanske förändras om instituten blir ansvariga kontraktuellt för sina kunders ageranden.

Det förslag vi förespråkar är att avkriminalisera ageranden kring otillbörlig kurspåverkan och istället införa någon form av självreglering. Vi tror en självreglering skulle öka aktörernas incitament att få marknaden att fungera. Detta som en följd av att de själva är med och påverkar och att de inte vill att förtroendet för dem skall mistas. Självregleringen skall baseras på kontraktuella avtal för att bättre komma till rätta med otillbörliga ageranden på den finansiella marknaden. Vi anser att börser skall omfattas av ett liknande

regelverk som gäller idag. Börsen måste även ha dömande och verkställande funktioner, vilket kan jämföras med dagens krav på en disciplinnämnd. Vi anser att börsmedlemmar dels bör regleras genom statens regelverk, bl a LBC, dels kontraktuellt. De som agerar i strid mot regler och avtal bör kunna riskera bl a avstängning och deras licens kan äventyras som ett resultat av dålig kontroll. Börsmedlemmarna ansvarar således i sin tur för sina kunder och skall övervaka den handel och orderläggning som sker genom dem. Vi anser, till skillnad från Mats Wilhelmsson, att slutkunderna (d v s de som inte regleras ovan) bör kunna disciplineras genom avtal då börsmedlemmarna är direkt ansvariga för sina kunders ageranden. Eftersom en fullständig kontroll av kunderna är omöjlig, bör ansvar för aktören i fråga inte utkrävas förrän otillbörliga ageranden upprepats och varningar utdelats. Slutkunder, bl a privatpersoner, skall om de upptäcks agera otillbörligt, registreras på börsens ”svarta lista” och efter t ex tre anmälningar går ärendet om avstängning vidare till Finansinspektionen. Vidare tror vi inte att det föreligger någon risk för att fler fristående handelsplatser kommer att etableras som en följd av att handeln kontrolleras genom kontraktuella avtal. De som inte accepterar avtalen får inte handla på börsen samt riskerar badwill då detta är ett tecken på att de inte vill följa de etiska regler som gäller på finansiella marknadsplatser. En viktig orsak till att området behöver en tydlig reglering är att det inte skall löna sig att begå brott.

Genom vår enkätundersökning har vi försökt kartlägga kunskapsnivån hos marknadens aktörer. Ur resultatet kan vi utläsa att kunskapen om regleringen och dess betydelse överlag är god och vi tror inte att de felaktiga svar vi erhållit beror på brister i utbildning eller intresse. Istället är det även här tolkningen av regleringen som ställer till problem genom dess otydliga rekvisit.

Ett av våra fall behandlade skenavtal och här har vi uppmärksammat en viss skillnad i avgörandet om huruvida agerandet var otillbörligt eller inte. Svårigheten verkar här framförallt vara skenavtalets relation till otillbörligheten i agerandet. I propositionen presumeras skenavtal som otillbörliga, medan det i lagregleringen står att den som vid handel på marknaden *i avsikt att otillbörligt påverka priset sluter avtal för skens skull*, skall dömas för otillbörlig kurspåverkan. Propositionen är dock endast en tolkningsgrund. Vi tror att det splittrade utfallet kan bero på att de mäklare som läst lagregleringen förstått rekvisitet som att det förbjudna är att sluta skenavtal i ett otillbörligt syfte och att det vid handel i likvida aktier sällan sker någon otillbörlig kurspåverkan. De mäklare som svarat att agerandets förenlighet med lagregleringen är beroende av syftet, kan inte ses som okunniga om regleringen, utan deras svar beror snarare på en diskrepans mellan lagstiftarna och marknadens aktörer.

Ett annat område där vi uppmärksammat skiftande åsikter om huruvida agerandet skall ses som otillbörligt eller inte, är handel mellan olika marknader. Området är svårtolkat med anledning av att gränsen mellan sedvanliga och otillbörliga ageranden ofta är hårfin. Att handla på olika marknader för att uppnå fördelar är tillåtet, men däremot att agera i avsikt att direkt påverka ett instrument för att tjäna på detta, t ex genom att på en annan marknad lura en maskin att omkvotera derivatinstrument, är inte tillåtet. Det finns emellertid inga klara linjer mellan vad som är tillåtet eller otillåtet och det tolkningsförslag som ges är delvis verklighetsfrämmande och kan diskuteras. Det föreligger även vissa oklarheter om i

vilken omfattning aktören kan dömas som medhjälpare eller gärningsman då denne förmått annan till agerande. Huruvida marknadsspel skall bedömas som otillbörliga är det sista området mäklarna inte svarade enhetligt på. Problemet var om det skulle anses otillbörligt att ändra sig efter orderläggning. Förfarandet är dock inte genomförbart i Sverige vilket kan förklara utfallet på frågan.

8.2 Förslag till ny bedömningsgrund- riskanalys

Vad som kommer att ske kring regleringen om otillbörlig kurspåverkan i framtiden är ännu osäkert. Om en reglering av samma slag som finns idag även blir det aktuella framöver, anser vi att det finns ett behov av att underlätta gränsdragningen mellan vad som är otillbörligt och tillåtet agerande. Vi har utarbetat en teori som skulle kunna verka som en bro mellan juridiskt och ekonomiskt perspektiv. Vår teori är inte på något sätt en heltäckande lösning men vi försöker ta fram ett rekvisit som skulle kunna få betydelse för vad som är otillbörligt agerande på marknaden. Rekvisitet baseras på placerarens risktagande.

Vissa ageranden på marknaden kan genomföras med mindre risk än andra. Exempel är skenavtal, där aktören på förhand vet att han kommer påverka priserna utan att ta en avsevärd risk. Resultatet av dessa förfaranden kan presumeras i förhand vilket gör att gärningsmannen inte tar en marknadsmässig risk med agerandet och marknadens prissättning snedvrids. Agerandet bör klassificeras som otillbörligt. Förfaranden som inte snedvrider marknadseffektiviteten och som medför äkta förändringar i utbud och efterfrågan på marknaden, skall däremot anses vara tillåtna. Dessa åtgärder är förknippade med risktagande eftersom aktören inte utan väsentlig osäkerhet kan fastställa resultatet av förfarandet i förhand.

Vi har utarbetat teorin eftersom vi anser att den tar upp en intressant bedömningsgrund om huruvida den risk gärningsmannen agerar med skall inverka på den slutliga bedömningen av om agerandet faller under otillbörlig kurspåverkan. Kritik mot vår presenterade riskanalys är att den i förhållande till dagens reglering troligen avkriminaliserar för många brott. Vi anser dock att de fall som genom denna bedömningsgrund faller utanför regleringen inte skall anses otillbörliga och därför inte bör vara straffbelagda. Frågan är om denna bedömningsgrund gör det lättare för aktörerna på den finansiella marknaden att förstå regleringen? Hur avgör aktören om han tar en väsentlig risk genom sitt agerande och hur skall domstolen bevisa detta?

9 Slutsats

I slutsatsen presenterar vi vad vi kommit fram till rörande vår forskning kring otillbörlig kurspåverkan. Kapitlet avslutas med förslag till vidare forskning.

9.1 Slutsatser

Sverige saknade länge en reglering avseende otillbörlig kurspåverkan, vilket fanns internationellt. Området behövde regleras även i Sverige varför regleringen, trots kritik, antogs 1997 och infördes under Lag om handel med finansiella instrument. I januari 2001 flyttades regleringen om otillbörlig kurspåverkan till den nya Insiderstrafflagen. Frågan om marknaden fungerar effektivare med eller utan lagreglering är komplicerad. De fördelar vi funnit med en reglering är bl a ökat marknadsförtroende samt lägre inträdes- och kapitalkostnader med anledning av att risken för manipulationer på finansiella marknader minskar. Nackdelar med en reglering är bl a ökade övervakningskostnader och en risk för att handeln begränsas till följd av investerarnas osäkerhet om rätt och fel. Det kan tänkas att marknaden blir mer effektiv och att det är bra med en reglering så länge kostnaderna för ovan nämnda nackdelar inte överstiger de besparingarna som kan uppnås. I verkligheten är det svårt att kvantitativt uppskatta den påverkan regleringen har på marknadseffektiviteten. Vår slutsats är att en marknad utan kursmanipulationer fungerar mer effektivt än en marknad med manipulationer och för att uppnå detta krävs troligen någon form av reglering.

Vi har i denna uppsats genomfört en analys av hur lagregleringen skall tolkas och tillämpas samt undersökt hur marknadens aktörer uppfattat lagregleringen. Vi har även utrett huruvida regleringen fyller sin funktion på marknaden. Genom att analysera regleringens tillämplighet på fiktiva fall, har vi funnit att det finns alltför många oklarheter och tolkningssvårigheter för att den skall fungera på ett tillfredsställande sätt som en straffrättslig reglering. Orsaken till detta är att de till synes vanliga begreppen inom straffrätten skapar problem då de skall tillämpas på otillbörlig kurspåverkan. Det redan inom straffrätten svåra begreppet *otillbörlig* blir näst intill omöjligt att förstå innebörden av då det tillämpas på värdepappersmarknaden. Andra exempel är problematiken avseende till vad gärningsmannen skall ha uppsåt samt vilken betydelse det straffrättsliga rekvisitet *ägnat att* skall ha i dessa fall. Vi har även funnit belägg för denna slutsats då det vad avser otillbörlig kurspåverkan saknas ett fungerande typbrott. En orsak till att man valde en straffrättslig reglering kan vara att den verkar allmänpreventivt, men effekten uteblir om sannolikheten för att upptäckas är obefintlig samt om det visar sig vara svårt att bli dömd i domstol. Området är mycket svårt att reglera genom lag och de som utarbetat regleringen har inte i tillräcklig grad tagit hänsyn till marknaden och de ekonomiska värden den skall reglera. Att reglera den finansiella marknaden genom straffrättsliga regleringar anser vi inte är att rekommendera då det inte går att klassificera ageranden på värdepappersmarknaden enligt givna mallar och resultatet riskerar att bli både godtyckligt och orättvist. Vi eftersöker dock någon form av reglering då den verkar till att förtroendet

för marknaden bibehålls. En liknande uppfattning har även framkommit vid våra intervjuer. Vi anser att det bör vara möjligt att lättare förhindra marknadsmanipulationer genom självreglering. En utökad självreglering skulle klargöra ansvarsfördelningen på marknaden, öka förtroendet och ingripa på ett mer effektivt sätt mot otillbörliga ageranden. Självregleringen skall till stor del baseras på kontraktuella avtal. Genom att aktörerna på marknaden får delta i utformningen av självregleringen tror vi att förståelsen för vad som anses vara ett otillbörligt agerande skulle öka.

Frågan om kursmanipulation genom återköp av egna aktier verkar inte vålla några större problem eftersom det föreligger ett omfattande övervakningssystem. Däremot aktualiseras ofta problematiken kring Internethandel på grund av att Internet ger möjlighet till anonym handel utan direkt kontroll vid orderläggning. Vi anser att en utökad självreglering skulle minska incitamenten att agera otillbörligt då en risk för exempelvis utestängning föreligger både för slutkund och övriga aktörer som t ex VP-institut.

De slutsatser vi kan dra från vår enkätstudie är att det föreligger bra grundkunskap om lagregleringen på marknaden då en stor del av svaren sammanföll med det vi ansåg vara en riktig bedömning av respektive agerande. Inom vissa områden, skenavtal, cross-market-manipulation, medverkanansvar och marknadsspel, erhöll vi emellertid inga enhetliga svar. Vi har dragit slutsatsen att detta troligtvis inte beror på bristande engagemang från marknads sida att förstå regleringen utan att regleringen i dessa fall är mycket oklar och ytterst svår att tillämpa.

9.2 Förslag till vidare forskning

Vad vi inte har hunnit med, men som hade varit intressant att undersöka, är privatplacerarnas kunskap om vad som är rätt och fel vad gäller handel med finansiella instrument. En idé hade t ex varit att genomföra en enkätstudie på ett antal personer från Aktiespararna. Anledningen till att en undersökning av denna typ hade varit intressant beror till stor del på den ökade användningen av Internet där flera privatplacerare sköter sin handel med finansiella instrument och där möjligheten till kontroll är något sämre än vid handel på börsen. En annan anledning till att försöka fastställa privatplacerarnas kunskap om vad som är rätt och fel, är deras ökade placering i olika värdepapper. Ett annat intressant område vi inte fått möjlighet att utveckla vidare i arbetet är Internets betydelse för handel på de finansiella marknaderna.

Med anledning av att uppsatsen skrivs på den ekonomiska institutionen har vi valt att begränsa oss ifrån en djupgående analys av slutdomen för Alfaskop AB. Varför vi anser en fortsatt analys av denna dom intressant, är att ingen hittills dömts för otillbörlig kurspåverkan och att fallet rörande Alfaskop AB närmast ansetts som ett uppenbart försök till att påverka kursen. Eftersom slutdomen förvånade ett flertal personer med kunskap inom området, hade det varit intressant att undersöka vad det egentligen var som avgjorde målet.

10 Källförteckning

Lagar mm

Aktiebolagslagen (1975:1385)

Brottsbalken (1962:700)

Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument

Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet

Lag om värdepappersrörelse (1992:981)

Insiderstrafflag (2000:1086)

Förordning (1991:937) med instruktion för Finansinspektionen

Förordning (1997:898) med instruktion för Ekobrottsmyndigheten

Föreskrifter (FFFS 1998:17) om marknadsövervakning vid börser, auktoriserade marknadsplatser och värdepappersinstitut

Regler om värdepappers- och valutaaffärer mm gjorda av anställda i värdepappersinstitut för egen eller närståendes räkning (1998), FAR 1999 del II

Boman R., Praktisk tillämpning av en ny lagbestämmelse om otillbörlig kurspåverkan (1997), FAR 1999 del II

Offentligt tryck

SOU 1989:72 Värdepappersmarknaden i framtiden del II

SOU 1994:68 Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor

Propositionen 1990/91:42, Insiderhandel

Propositionen 1990/91:142, Handel och tjänster på värdepappersmarknaden

Propositionen 1991/92:113, Ny Börslagstiftning mm

Propositionen 1995/96:50, Clearingverksamhet mm

Propositionen 1995/96:215, Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor

Propositionen 1997/98:71, Förstärkt tillsyn över börser

Propositionen 1999/2000:34, Förvärv av egna aktier

Propositionen 1999/2000:109, Ny insiderlagstiftning mm

Ds 2000:4, Ny insiderlagstiftning mm

Justitieutskottets betänkande 2000/01:JuU4, 2000-12-05 (www.riksdagen.se)

Fermenta – fakta och erfarenheter, En rapport till Stockholms Fondbörs, skriftserie nr. 1, Stockholm 1988 (SOU 1989:72)

Nobel Industrier, Gamlestaden, Erik Penser och bankerna, händelseförlopp, bedömningar och förslag, rapport från en av Stockholms Fondbörs tillkallad utredning, Nr. 10 i Stockholms Fondbörs skriftserie, Stockholm 1992 (SOU 1994:68)

EU tryck

Commission of the European Community, COM (2000) 722, Brussels 2000-11-14

Commission of the European Community, COM (2000) 692, Brussels 2000-11-08

Litteratur

- Afrell L., Klahr H., Samuelsson P., Lärobok i kapitalmarknadsrätt, 2.uppl, Norstedts juridik AB, Stockholm 1998
- Eriksson L., Wiedersheim-Paul F., Att utreda, forska och rapportera, 5.uppl, Liber ekonomi, Stockholm 1997
- Hoflund O., Straff och andra reaktioner på brott, 3.uppl, Juristförlaget Stockholm 1993
- Holme I., Solvang B., Forskningsmetodik, 2.uppl, Studentlitteratur, Lund 1997
- Jareborg N., Straffrättens ansvarslära, 1.uppl, Iustus förlag, Uppsala 1994
- Jareborg N., Straffrättens gärningslära, 1.uppl, Fritze, Stockholm 1995
- Johansson S., Options- och terminsavtal, 1.uppl, Norstedts juridik AB, Stockholm 1998
- Patel R., Davidson B., Forskningsmetodikens grunder, 2.uppl, Studentlitteratur, Lund 1994
- Ross S A., Westerfield R W., Jaffe J F., Corporate Finance, 5.ed,1999
- Sjo J., Manipulation of Securities Markets, SNF-rapport 77/1994
- Wennberg S., Introduktion till Straffrätten, 3.uppl., Juristförlaget, Stockholm 1993
- Wransby G., Österlund U., Företagets finansiella miljö, 1997

Tidskrifter

- Allen F., Gale D., *Stock-Price Manipulation*, Review of Financial Studies, vol. 5,1992
- Berggren H., *Nya finansiella instrument- normer och aktörer*, Juridisk tidskrift vid Stockholms Universitetet del II, 1996/97
- Chatterjea A., Cherian J. A., *Market manipulation and Corporate Finance*, Financial Management Vol 22, 1993
- Fama, *Efficient capital markets: II*, Journal of Finance Vol 46, 1991
- Fama, *Efficient Capital markets: A Review of theory and Empirical Work*, Journal of Finance, 1970
- Jaffe J., *Special Information and Insider Trading*, Journal of Business, 1974
- Macey R. Jonathan, *Insider Trading*, Economics, Politics and Policy, 1991
- Manne H G., *In defense of insider trading*, Harvard Business Review, Nov/Dec 1966
- Szewczyk S H., Tsetsekos G P. and Zantout Z Z., *Do Dividends Omissions Signal Future Earnings or Past Earnings?*, Journal of Investment, Spring 1997

Intervjuer

- Intervju med Jan Green, Enhetschef på Finansinspektionen, med i FESCO, 08-787 81 65, 2000-12-11
- Intervju med Kerstin Hermansson, Enskilda Securities, med i FESCO, 08-522 29 573, 2000-12-11
- Intervju med Per Samuelsson, Adjungerad professor Rättsvetenskapliga institutionen Handelshögskolan i Stockholm, Fax 08-31 17 68, 2000-12-19
- Intervju med Bo Skarinder, Statsåklagare Kammaren Ekobrottsmyndigheten, 08-762 00 30, 2000-12-11
- Intervju med Mats Wilhelmsson, chef kursövervakning OM Stockholmsbörsen, 08-405 70 30, 2000-12-11

Internet

Affärsdatas hemsida www.ad.se
Alfaskops hemsida www.alfaskop.se
Dagens industris hemsida www.di.se
FESCOs hemsida www.europefesco.org
Finansinspektionens hemsida www.fi.se
Finanstidningens hemsida www.fti.se
Fondhandlarnas hemsida www.fondhandlarna.se
FSAs hemsida www.fsa.uk
IOSCOs hemsida www.iosco.org
OM-gruppens hemsida www.omgroup.com
Riksdagens hemsida www.riksdagen.se
Svenska Dagbladets hemsida www.svd.se
Sydsvenska Dagbladets hemsida www.sydsvenskan.se

Artiklar och rapporter

Dagens industri, ”Åklagare överklagar Alfaskopdom”, Adam Engström, 2000-10-06 (www.di.se)
Dagens Industri, ”FI misstänker manipulation”, 2000-10-05 (www.di.se)
Dagens Industri, ”Bankerna gör slut på börsmonopolet”, Joakim Båge, 2000-11-30 (www.di.se)
Dagens Industri, ”Ny börs skrämmer inte OM”, 2000-11-30 (www.di.se)
Dagens Industri, ”Försvaret vann första målet”, Adam Engström, 2000-09-08 (www.di.se)
Dagens Industri, ”Ny börslag prövas”, Adam Engström, 2000-08-25 (www.di.se)
Dagens Nyheter 99-12-03 ”Finansifflet slår rekord”, 2000-11-10 (www.fi.se)
Faktabok 99, 2000-12-10 (www.omgroup.com)
Finanstidningen, ”Flera åtal tynger Pinkertonmäklaren”, 2000-11-23 (www.fti.se)
Fondhandlarnytt 12 april 2000, 2000-12-05 (www.fondhandlarna.se)
Fondhandlarnytt 5 juli 2000, 2000-12-05 (www.fondhandlarna.se)
Insiderbevakning, 2000-11-20 (www.fi.se)
Investigating and Prosecuting Market Manipulation, 2000-10-15 (www.iosco.org)
Keeping the U.K. Financial Markets Clean: FSA Proposals for Preventing Market Abuse, FSA/PN/098/2000 25 July 2000, 2000-12-14 (www.fsa.uk)
Licensieringsprojektet, 2000-12-05 (www.fondhandlarna.se)
Rapport från FESCO 00-11-29 Finansmarknad, riskkapital och välstånd, 2000-12-12 (www.fi.se)
Svenska Dagbladet, ”FI utreder nytt fall av misstänkt kurspåverkan”, 2000-10-05 (www.ad.se)
Sydsvenska Dagbladet, ”Nytt fall av otillbörlig kurspåverkan”, TT, 2000-09-27 (www.sydsvenskan.se)

Övrigt

Aranäs AB årsrapport 1989
Praktikerseminarium i Lund om Insider och Otillbörlig kurspåverkan 2000-12-05

Bilaga 1- Lagtext

Observera att det kan förekomma fel i författningstexterna. Bilagor till författningarna saknas. Kontrollera därför alltid texten mot den tryckta versionen.

Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument

SFS nr: 1991:980, Finansdepartementet V, Utfärdad: 1991-06-13
Ändring införd: t.o.m. SFS 2000:1094, Omtryck: SFS 1992:558
Upphävd lag per 2001-01-01

7 kap. /Ny beteckning 8 kap. I:2001-01-01/
Straff m.m.

1 § Den som, vid handel på värdepappersmarknaden, i avsikt att otillbörligt påverka priset vid allmän omsättning av finansiella instrument

1. sluter avtal eller företar annan rättshandling för skens skull,
2. i hemlighet förenar överlåtelse av finansiella instrument med utfästelse att senare förvärva dessa till visst lägsta pris eller med villkor som begränsar rätten till fortsatt överlåtelse eller annars är avsedda att undandra instrumenten allmän omsättning,

döms för otillbörlig kurspåverkan till böter eller fängelse i högst två år.

Detsamma gäller, om någon, i annat fall än som avses i första stycket, vid handel på värdepappersmarknaden i avsikt att otillbörligt påverka priset vid allmän omsättning av finansiella instrument ingår köp- eller säljavtal, lämnar anbud om slutande av sådant avtal, vidtar annan liknande åtgärd eller föranleder någon annan till sådan rättshandling och åtgärden är ägnad att vilseleda köpare och säljare av finansiella instrument.

Är brottet med hänsyn till omfattningen av kurspåverkan eller övriga omständigheter att anse som grovt, skall dömas till fängelse i lägst sex månader och högst fyra år.

Ansvar enligt denna paragraf skall inte dömas ut, om gärningen är belagd med straff i brottsbalken eller om överträdelsen är ringa.
Lag (1996:1019).

2 § Om det finns anledning att anta att brott enligt 1 § har begåtts, skall 18 § insiderlagen (1990:1342) tillämpas.
Lag (1996:1019).

8 kap. /Ny beteckning 7 kap. U:2001-01-01/
Överklagande

1 § Finansinspektionens beslut enligt denna lag får överklagas hos

allmän förvaltningsdomstol. Inspektionen får bestämma att ett beslut skall gälla omedelbart.

Prövningstillstånd krävs vid överklagande till kammarrätten.
Lag (1995:85).

Lagar vilka träder i kraft 2001-01-01

SFS nr: 2000:1086, Finansdepartementet S7
Insiderstrafflag (2000:1086),Utfärdad: 2000-11-30

Otillbörlig kurspåverkan

9 § Den som, vid handel på värdepappersmarknaden, i avsikt att otillbörligt påverka priset vid allmän omsättning av finansiella instrument

1. sluter avtal eller företar annan rättshandling för skens skull,

2. i hemlighet förenar avyttring av finansiella instrument med utfästelse att senare förvärva dessa till visst lägsta pris eller med villkor som begränsar rätten till fortsatt avyttring eller annars är avsedda att undandra instrumenten allmän omsättning,

döms för otillbörlig kurspåverkan till fängelse i högst två år eller, om brottet är ringa, till böter eller fängelse i högst sex månader.

Detsamma gäller, om någon, i annat fall än som avses i första stycket, vid handel på värdepappersmarknaden i avsikt att otillbörligt påverka priset vid allmän omsättning av finansiella instrument ingår köp- eller säljavtal, lämnar anbud om slutande av sådant avtal, vidtar annan liknande åtgärd eller föranleder någon annan till sådan rättshandling och åtgärden är ägnad att vilseleda köpare och säljare av finansiella instrument.

Är brottet med hänsyn till omfattningen av kurspåverkan eller övriga omständigheter att anse som grovt, skall dömas till fängelse i lägst sex månader och högst fyra år.

Gemensam bestämmelse

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

Förverkande

11 § Vinning av brott enligt 2-6 §§ skall förklaras förverkad, om det inte är oskäligt.

Tillsyn m.m.

12 § Finansinspektionen övervakar att bestämmelserna i denna lag följs.

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

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

Anmälan om brott

14 § Finansinspektionen skall göra anmälan till åklagaren så snart det finns anledning att anta att brott enligt denna lag har begåtts.

SFS nr: 2000:1087, Finansdepartementet S7
Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav
av finansiella instrument
Utfärdad: 2000-11-30

SFS nr: 2000:1101, Finansdepartementet S7
Insiderförordning (2000:1101), Utfärdad: 2000-11-30

Bilaga 2 - Intervjufrågor

Nedan följer de frågor som vi har tänkt utgå ifrån på vårt möte med Er den 11 december. Samtliga frågor handlar om lagregleringen för otillbörlig kurspåverkan.

1. Vad anser Ni om lagregleringen för otillbörlig kurspåverkan? Är det bra att regleringen har införts och fyller den sin funktion?
2. Tycker Ni att området ska vara lagreglerat eller inte? Hade det varit mer lämpligt med självreglering? Tror Ni att marknaden är mest effektiv med eller utan lag? Argument.
3. Anser Ni att det saknas något i regleringen? I så fall vad?
4. Vilka svårigheter tycker Ni att det finns vid tolkningen av regleringen? Tolkningssvårigheter bl a vad gäller:
 - oklarhet vid tolkning av definition av handel på värdepappersmarknaden
 - oklarhet vid tolkning av definition på finansiella instrument, tillkomst av nya instrument
 - innehörden av otillbörligt, kurspåverkan, vilseledande av köpare- säljare/marknaden
 - krav på effekt?
5. Tillkomsten av lagregleringen för otillbörlig kurspåverkan utlöstes bl a till följd av två fall som uppmärksammats i verkligheten, Fermenta och Aranäs. Vad anser Ni om anledningen till att regleringen för otillbörlig kurspåverkan kom till? Vad hände i Aranäs och vad var det som gjorde att dessa händelser bidrog till att en lag stiftades?
6. Är lagregleringen stiftad i ett moraliserande syfte, borde kanske större vikt lagts vid ekonomiska och juridiska aspekter?
7. Vad anser Ni om de straff som är kopplade till lagregleringen? Är det rimligt att även ringa otillbörlig kurspåverkan ska straffbeläggas?
8. Vad är det man tittar på för att upptäcka otillbörlig kurspåverkan? Vilka kriterier ska uppfyllas för att ett ärende ska gå vidare till ytterligare inspektion? Hur ser bevakningssystemet ut?
9. Vilka kriterier gäller för börsstopp? (Ex vid handel med illikvid aktie)
10. Vad handlar de fall om som ligger under utredning just nu?
11. Hur tydligt måste ett fall vara för att det ska dömas i domstol? (krav på effekt, egen vinning etc)
12. Vad anser Ni om slutdomen för Alfaskop AB? Vad var det som avgjorde att den åtalade blev friad?
13. Har Ni märkt någon förändring vid förfaranden på den finansiella marknaden jämfört med innan regleringen infördes?
14. En stor del av den totala handeln med finansiella instrument sker genom mäklares handel med eget lager. Vad anser Ni om möjligheten till insyn vid denna typ av handel?
15. Ser Ni några problem med den ökade användningen av Internet vid handel med finansiella instrument? (Bl a handel mellan olika depåer) Vad kan göras för att förbättra kontrollen av den handel som sker via Internet? Vem anser Ni bör bära ansvaret för denna typ av handel?
16. Vad tror Ni om mörkertalet kring otillbörlig kurspåverkan?
17. I USA finns ett flertal fristående handelsplatser för finansiella instrument, d v s handel utanför börsen. Denna utveckling börjar även synas i Sverige till följd av nyheten om öppnandet av Offex Crossing AB. Vad anser Ni om denna utveckling? Kan lagregleringen för otillbörlig kurspåverkan tillämpas även för handel på denna typ av marknad?
18. Vad tycker Ni om de förändringar som skett i lagstiftningen rörande otillbörlig kurspåverkan? Är det något som Ni tycker borde vara annorlunda? Är det något särskilt område inom lagregleringen som Ni anser behöver ytterligare behandling?
19. Vi har genomfört en enkätstudie av ett flertal fondkommissionärer. Vi komponerade fem olika förfarande som kan tänkas ske på den finansiella marknaden. Vår uppgift till fondkommissionärerna var att de skulle ta ställning till om respektive förfarande var godtagbart eller inte. Syftet med undersökningen var att försöka få en bild av hur marknadens aktörer har uppfattat lagregleringen för otillbörlig kurspåverkan. Vilket resultat tror Ni att vi erhållit genom undersökningen?

Tack på förhand!

Bilaga 3 - Enkätfrågor

Vi studerar på Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet och skriver en uppsats om handel på den finansiella marknaden. Frågorna på denna enkät kommer att användas för att kartlägga marknadsaktörernas uppfattningar om lagregleringen för *otillbörlig kurspåverkan*. Med otillbörlig kurspåverkan menas den som vid handel på värdepappersmarknaden otillbörligt påverkar priset på ett finansiellt instrument.

Följande frågor berör handeln och dess godtagbarhet på den finansiella marknaden. De 6 frågorna består av olika möjliga förfaranden genom användandet av diverse finansiella instrument. Vänligen kryssa i det alternativ under varje fall som Ni tycker stämmer bäst. Era svar hanteras anonymt. Tack på förhand!

FRÅGA 1 :

Ett värdepappersinstitut har ett lager av en viss aktie. För att skydda sin aktieposition förvärvar/utfärdar institutet optioner på samma aktie. Därvid påverkas optionspriset på derivatmarknaden.

Anser Ni att värdepappersinstitutets förfarande strider mot lagregleringen om otillbörlig kurspåverkan?

JA

NEJ

FRÅGA 2 :

En bank förvaltar en aktiefond. Banken vill förbättra värdet av sin aktiefond vid ett rapporteringstillfälle. Precis innan årsskiftet köper banken flera aktier, vilka bildar deras aktiefond, på marknaden. Priset på aktierna höjs, vilket således också pressar upp värdet av aktiefonden. Vid rapporteringstillfället kan banken visa upp en högre värderad aktiefond.

Anser Ni att bankens förfarande strider mot lagregleringen om otillbörlig kurspåverkan?

JA

NEJ

FRÅGA 3:

Ett värdepappersinstitut äger en post av aktien A. En mäklare på värdepappersinstitutet bestämmer sig för att köpa ett stort antal köptioner (long call) ställt på aktien A genom ett fondkommissionsbolag. Mäklarens köporder genomförs men fondkommissionsbolaget utför samtidigt ett motsvarande köp av aktien A som ligger till grund för köptionen för "hedging" av de utfärdade optionerna. Fondkommissionsbolagets "hedging-köp" leder till en betydande kursstegring i aktien A. Värdepappersinstitutet gör en vinst på de redan tidigare ägda aktierna av samma slag.

Anser Ni att mäklarens förfarande strider mot lagregleringen om otillbörlig kurspåverkan?

JA

NEJ

FRÅGA 4:

Marknadspriset för en *illikvid* aktie X är för tillfället 100 kr. Ett företag äger en post i aktien X. Företaget lägger in en säljorder av aktien X genom mäklaren A på 105 kr. Samtidigt lägger företaget också in en köporder av samma aktie genom mäklaren B på 105 kr. Mäklarna A och B genomför sina marknadsorder. Resultatet blir att företaget köper tillbaka sina egna aktier och etablerar samtidigt ett nytt marknadspris för aktien X på 105 kr.

A) Anser Ni att företagets förfarande strider mot lagregleringen om otillbörlig kurspåverkan?

JA

NEJ

B) Anser Ni att företagets förfarande strider mot lagregleringen om otillbörlig kurspåverkan om handel i stället sker i en *likvid* aktie?

JA

NEJ

FRÅGA 5:

Mäklare A vill sälja terminer vilka är utställda på ett aktieindex och vilka ska inlösas nästa dag (dag 2). I slutet av dag 1 *säljer* mäklare A en post terminskontrakt och tar således en *short position* i terminskontrakten på aktieindexet. Inför öppnandet av marknaden i början av dag 2 lägger mäklaren A in en köporder på en stor post av aktier som bildar själva aktieindexet. Andra marknadsaktörer lägger in motsvarande säljorder för att jämna ut obalansen i utbudet och efterfrågan. Precis innan marknaden öppnar återkallar mäklare A emellertid sin köporder på aktierna. De andra marknadsaktörerna hinner inte reagera och deras säljorder verkställs vid öppnandet av marknaden. Således träffar en större säljorder marknaden vilket medför att aktiepriserna samt aktieindexet sjunker. Mäklaren A gör en vinst bestående av differensen mellan säljpriset på terminer i slutet av dag 1 och terminernas inlösenpris, vilket blir aktieindexets öppningsvärde på dag 2.

Anser Ni att mäklarens förfarande strider mot lagregleringen om otillbörlig kurspåverkan?

JA

NEJ

FRÅGA 6:

En privatplacerare har gjort blankningstransaktioner, d v s sålt först för att senare köpa till ett lägre pris. För att gardera sig mot en möjlig kursuppgång lägger privatplaceraren in en stop-loss-order som skall utföras om marknadspriset passerar en viss nivå.

A) Mäklaren på ett värdepappersinstitut är medveten om detta. Mäklaren uppmuntrar en kund att köpa en större post av den ifrågavarande aktien och lyckas därmed pressa upp marknadspriset till den nivån där stop-loss-ordern utlöses. Då denna order är mycket stor, höjs kursen ytterligare vilket även höjer värdet på den post som kunden köpte. Värdepappersinstitutet gör en vinst i form av provision och lyckad rådgivning.

Anser Ni att mäklarens förfarande strider mot lagregleringen om otillbörlig kurspåverkan?

JA

NEJ

B) Mäklaren köper aktier i eget lager och därigenom utlöser han stop-loss-ordern, vilken enligt ovan leder till en kursuppgång. Värdepappersinstitutet gör en vinst då aktien i eget lager ökar i värde.

Anser Ni att mäklarens förfarande strider mot lagregleringen om otillbörlig kurspåverkan?

JA

NEJ

FRÅGA 7:

En mäklare på ett värdepappersinstitut upptäcker att en akties köpkurs (bid) är 100 kr. På samma aktie finns en säljkurs (ask) för 1000 aktier på nivåerna 101 kr, 102 kr samt 103 kr. Alltså 1000 aktier på vardera säljkurs (101 kr, 102 kr och 103 kr). Mäklaren anser att han kan få övriga marknadsaktörer att tro att en ny kursbild har etablerats och lägger därför in en order att köpa 4000 aktier upp till 103 kr. Han får således köpa sammanlagt 3000 aktier (1000 på vardera säljkurs nivå) till en genomsnittskurs av 102 kr. Den nya kursbilden blir 103 kr köper (bid) och 104 kr säljer (ask). Strax efter byggs köp- och säljsidorna upp igen och det finns köpare till sammanlagt 5000 aktier på 103 kr. Handlaren drar då tillbaka sin köporder på 103 kr och säljer sina nyligen köpta 3000 aktier på 103 kr och gör därmed en vinst på en krona per aktie.

Anser Ni att mäklarens förfarande strider mot lagregleringen om otillbörlig kurspåverkan?

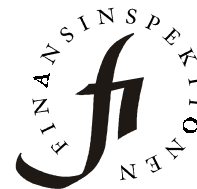
JA

NEJ

Tack för Er medverkan !

2001-04-16

Bilaga 4 - Domar avseende otillbörlig kurspåverkan



ÅTALSANMÄLNINGAR – OTILLBÖRLIG KURSPÅVERKAN. FRÅN 1 JANUARI 1997.

1. ALFASKOP AB.

Dnr 3250-97-316

4 personer misstänkta

Finansinspektionens åtalsanmälan 1997-10-29.

Förundersökning inledd enligt beslut av Så Yngve Rydberg.

Ansökan om stämning 1999-06-21. Stockholms TR, avd 14.

Huvudförhandling 21-23 augusti 2000.

Dom av Stockholms TR 2000-09-07. Mål nr B4573-99.

Åtalet ogillas. Så Yngve Rydberg har överklagat till Svea Hovrätt.

2. PERSTORP AB.

Dnr 167-99-702

5 personer misstänkta

Finansinspektionens åtalsanmälan 1999-02-12.

Förundersökning inledd enligt beslut av Så Yngve Rydberg.

Förundersökningen nedlagd 1999-11-08 enligt beslut av Så Yngve Rydberg.

3. SINTERCAST AB.

Dnr 2853-99-702

2 personer misstänkta

Finansinspektionens åtalsanmälan 1999-07-14.

Förundersökning inledd enligt beslut av Så Yngve Rydberg.

4. CELTICA AB.

Dnr 6911-99-702

1 person misstänkta

Finansinspektionens åtalsanmälan 1999-10-08.

Förundersökningen nedlagd 2000-07-19 enligt beslut av Så Staffan Granerfeldt.

5. POLYPLANK AB.

Dnr 5637-99-702

6 personer misstänkta

Finansinspektionens åtalsanmälan 1999-11-25.

6. AB INDUSTRIVÄRDEN

Dnr 3425-00-702

2 personer misstänkta

Finansinspektionens åtalsanmälan 2000-07-08.

7. GANDALF AB.

1 personer misstänkta

Dnr 2147-99-702

Finansinspektionens åtalsanmälan 2000-08-30.

8. Nokia, H&M och Boss Media (warrants)

1 personer misstänkt

Dnr 7007-00-702

Finansinspektionens åtalsanmälan 2000-10-03.

Bilaga 5 – Enkätresultat och anmälda fall hos FI

	Antal svar	Antal korrekta svar	Procentuell fördelning av svaren:		
			Korrekta	Fel	Blank
Fråga 1	22	21	95 %	0 %	5 %
Fråga 2	22	19	86 %	9 %	5 %
Fråga 3	22	16	73 %	14 %	14 %
Fråga 4 A)	22	19	86 %	5 %	9 %
Fråga 4 B)	22	13	59 %	23 %	18 %
Fråga 5	22	9	41 %	36 %	23 %
Fråga 6 A)	22	17	77 %	14 %	9 %
Fråga 6 B)	22	20	91 %	0 %	9 %
Fråga 7	22	16	73%	18 %	9 %
		Sammanlagt:	76 %	13 %	11 %

