

# Normbildning rörande otillbörlig kurspåverkan

Av professor PER SAMUELSSON

*Syftet med reglerna om otillbörlig kurspåverkan är att minska förekomsten av vissa beteenden som skadar de finansiella marknaderna och strider mot god sed. Ett nyckelbegrepp i förekommande normer är otillbörlighet. Tillämpningen av straffstadgandet i 9 § insiderstrafflagen kommer i realiteten att bestämmas av hur detta rekvisit tolkas. Otillbörlighetsrekvisitet ger förbudet en generalklausulliknande karaktär. Förbud mot otillbörlig kurspåverkan finns också i Stockholmsbörsens regler. Tillsammans bildar dessa normer ett komplext mönster, vars normbildningseffekter belyses i artikeln.*

## 1. Inledning

Låt mig inledningsvis säga några ord om strategin bakom denna artikel. Ambitionen är att ingående belysa innebörden av och samspelet mellan ett antal för de finansiella marknaderna centrala regler om otillbörlig kurspåverkan.<sup>1</sup> Artikeln vill även påvisa att de olika former av sanktioner (straff- och privaträttsliga) mot vissa oönskade beteenden, som inte klart definieras, förskjuter tyngdpunkten från normernas innehåll till de institutioner som har ansvar för deras tillämpning och därmed behörigheten att definiera handlingars förenlighet med normsystemet. Ett exempel på detta är Stockholmsbörsen som med stöd av begreppet *god sed* utformat regler som kompletterar straffbudet och som genom disciplinnämnden kan vitesbelägga beteenden som strider mot god sed.

Målsättningen med reglerna om otillbörlig kurspåverkan är att minska frekvensen av beteenden som är avsedda eller ägnade att skapa vinster som helt eller delvis betingas av aktörens förmåga att påverka prisbildningen i ett finansiellt instrument oberoende av tillgången till information och på ett sätt som inte motsvarar vad som skulle ha gällt om en normal marknadsutveckling fått råda.<sup>2</sup> Med normal marknadsutveckling kan i detta sammanhang förstås den värdeutveckling hos ett finansiellt instrument som omedelbart dikteras av utbud och efterfrågan och medelbart av reaktioner på att ny information offentliggörs.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Den pågående utvecklingen inom EU beaktas av utrymmesskäl inte i detta sammanhang. Ett direktivförslag föreligger på området, se *Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse)*, COM (2001) 281 Final, May 30, 2001.

<sup>2</sup> En legaldefinition av termen *finansiellt instrument* finns i 1 § 3 p. insiderstrafflagen.

<sup>3</sup> D. R. Fischel & D. J. Ross: *Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?* 105 Harv. L. R 503 (1991) diskuterar behovet av att klargöra vad som åsyftas

Regleringen av prismanipulation är ett exempel bland flera på hur oönskat beteende på de finansiella marknaderna motverkas genom initiativ på olika normbildningsnivåer. I detta fall finner vi åtgärder i form av strafflagstiftning och kontraktliknande bestämmelser av självregleringskaraktär. Huvudsyftet bakom straffstadgandet i 9 § insiderstrafflagen (2000:1086) är att skydda dessa marknader från sådana handlingar som saknar legitimt syfte och enbart är avsedda att vara vilseledande och prismanipulativa.<sup>4</sup> Förekommande självreglering, primärt i form av de medlemsregler som tillämpas vid Stockholmsbörsen, delar denna målsättning.<sup>5</sup>

## 2. Närmare om de problem som behandlas

Ett nyckelord i förekommande normer, såväl straffstadgandet som medlemsreglerna, är termen *otillbörlighet*. Tillämpningen av straffstadgandet kommer i realiteten att bestämmas av hur detta rekvisit tolkas. Eftersom det är allmänt hållet och har en utpräglad karaktär av värdeomdöme, ger det förbudet en generalklausulliknande karaktär.<sup>6</sup> För straffstadgandets vidkommande är detta otvivelaktigt konsekvensen, trots att rekvisitets uttalade syfte är att *minska* dess räckvidd.<sup>7</sup> Den principiella tolkningsproblematiken är därmed att det inte går att bestämma de rättsligt relevanta grunder som konstituerar otillbörlighet på ett normativt utslagsgivande sätt. Varje bestämning av tillämpliga grunder kommer i realiteten att framträda som en ny regel. Effekterna av denna regleringsteknik är att analysen förskjuts från reglerna till de institutioner som har den rättsskapande behörigheten att avgöra vilka handlingar som är otillbörliga. I sig innesluter denna glidning flera problem av betydande principiell dignitet. Inte minst rättssäkerhetsskäl, i termer av förutsebarhet, skapar dubier.

Eftersom normbildning om prismanipulation inte primärt sker genom straffprocessen, krävs i praktiken en precisering av godtagbart beteende genom andra organs försorg än domstolsväsendet, vilket från legalitetssynpunkt inger vissa betänkligheter. En fråga är i vilken mån en inom marknaden väl förankrad uttolkning av det överordna-

med begreppet "manipulation". För en analys av begreppet — givet amerikansk rätt — kan även hänvisas till F. H. Easterbrook: *Monopoly, Manipulation and the Regulation of Futures Markets*, 59 J. Bus. S. 103 (1986).

<sup>4</sup> Prop. 1990/91:42 s. 74; prop. 1995/96:215 s. 72, 96.

<sup>5</sup> Norexbörserna: *Norex Member Rules*, Version 1.1, January 2002 (förkortas "Reglerna" i det följande). Dessa gemensamma regler började tillämpas den 1 oktober 2001. Se [www.norex.com](http://www.norex.com) där de finns tillgängliga.

<sup>6</sup> Se Lagrådets yttrande angående innebörden av ett otillbörlighetsrekvisit i förslaget till lagstiftning om ansvarsgenombrott i aktiebolag, prop. 1990/91:198 s. 44. Lagrådet är kritiskt till bruket av ett otillbörlighetsrekvisit eftersom "det har en stark värdeladdning och knyter nära an till personliga åsikter i allmänt samhällsliga angelägenheter" (s. 44). Detta ovanligt skarpa ställningstagande är tankeväckande eftersom förslaget rörde en *civilrättslig* reglering. Lagrådets kommentarer i anledning av införandet av ett *straffbud* mot otillbörlig kurspåverkan var inte alls avvisande, vilket mot bakgrund av det äldre yttrandet är ägnat att förvåna, se prop. 1995/96:215 s. 143 f.

<sup>7</sup> Prop. 1995/96:215 s. 72.

de begreppet *god sed* skapar straffrättslig immunitet mot åtal för otillbörlig kurspåverkan. I vilken utsträckning innebär med andra ord det förhållandet att beteenden inte träffas av sanktioner på privaträttslig grund, att de är godtagbara även på den straffrättsliga nivån? Ur formell synvinkel är detta okontroversiellt (immunitet uppkommer inte), men det kan knappast råda något tvivel om att normbildningen på de finansiella marknaderna, från lagstiftarens och de övervakande organens sida, förutsätts sträva i riktning mot en koordinering av olika normativa nivåer. Vad som exempelvis är otillbörligt i civilrättslig mening förutsätts likna vad som är otillbörligt i straffrättslig mening. Dessutom skulle kunna hävdas att ett beteende som är förenligt med *god sed* aldrig kan vara otillbörligt.

En kompletterande aspekt är behovet av klara regler på de finansiella marknaderna. Varje oklarhet innebär att marknader och tillsynsorgan belastas med osäkerhet som kräver uppbyggnad av olika former av interna kontrollrutiner. Dessutom finns det en risk för att förtroendet för marknaderna undermineras om det är en utbredd uppfattning att normsystemet är oklart och svårtillämpat. Problematiken är välkänd från andra jurisdiktioner. Amerikanska domstolar har i några fall ogillat sanktionsyrkanden från SEC (*Securities and Exchange Commission*) med hänvisning till att myndigheten i sina egna föreskrifter inte tillräckligt tydligt preciserat vilka krav som skall gälla. I exempelvis *Checkosky v. SEC* ansåg domstolen att en avstängning av två personer inte kunde ske på den grunden att de lämnat otillbörliga redovisningsråd till en klient. Motiveringen var att SEC:s egen reglering på området var alltför oklar.<sup>8</sup> SEC misslyckades med att formulera innebörden av kriteriet "improper professional conduct", vilket skulle användas för att bedöma regelförenligheten hos det beteende som myndigheten kritiserat. Processen fortgick under mer än ett decennium och det fanns enligt domstolen inga tecken på att SEC inom en överskådlig tid skulle lyckas precisera innebörden av kriteriet. Detta fall aktualiserar insikten om att enskilda individer ytterst bär risken för en oklar reglering — och indirekt löper en betydande risk att tvingas bekosta klarlägganden av reglernas innehåll och tillämplighet — även på den svenska marknaden.

### 3. Otillbörlig kurspåverkan enligt insiderstrafflagen

#### a. Uppsåtskravet

Det finns olika bestämmelser i brottsbalken som straffbelägger åtgärder som innebär en påverkan på informationsflödet kring aktiebolag.<sup>9</sup> Genom 9 § insiderstrafflagen kriminaliseras vissa åtgärder som är riktade mot själva marknaden och där syftet med en gärning är att påverka kursen vid handel med finansiella instrument.

<sup>8</sup> 139 F.3d 221 (D.C. Cir. 1998).

<sup>9</sup> Prop. 1995/96:215 s. 70.

Stadgandet infördes i fullt medvetande om att det skulle kunna medföra tillämpningssvårigheter. Det straffbara området är inte entydigt definierat, vilket normalt anses som oacceptabelt med hänvisning till den straffrättsliga legalitetsprincipen. Insikten om dessa problem fördröjde för övrigt lagstiftning under en lång följd av år trots återkommande propåer om införandet av en straffsanktion.<sup>10</sup>

Uppsåtskravet i 9 § insiderstrafflagen är formulerat som en avsikt att otillbörligt påverka priset vid allmän omsättning av finansiella instrument.<sup>11</sup> Straffbarhet förutsätter ett direkt uppsåt att påverka marknadspriset. Denna avsiktliga påverkan måste dessutom vara otillbörlig. Kriminaliseringen omfattar genom stadgandets första stycke skenavtal och hemliga avtal. I det andra stycket straffbeläggs åtgärder som är ägnade att vilseleda marknaden. Delvis olika förutsättningar gäller således för straffbarhet enligt första respektive andra stycket.

Att döma av motiven eftersträvas ett objektiverat otillbörlighets- och uppsåtskrav, dvs. att det knyts till vissa bestämda handlingar.<sup>12</sup> Tillämpnings- och bevissvårigheterna skall lösas genom att vissa avtal "till sin natur" är sådana att de typiskt sett är otillbörliga samt att de, likaledes typiskt sett, har föregåtts av avsikt. Lagstiftningens syfte är att genom 9 § första stycket insiderstrafflagen beivra vissa typiska avtal och inga andra. Antas nu att en åklagare i ett konkret fall kan styrka bruket av exempelvis ett skenavtal, kan en domstol enligt det föregående motivuttalandet utgå ifrån att åklagarens bevisning är tillräcklig även med avseende på avsikten att otillbörligt påverka priset. Ur den tilltalades perspektiv innebär detta följaktligen uppkomsten av vad som något oegentligt kan benämnas åberopsbörda för en alternativ förklaring, som då skall göra troligt att avtalet inte ingicks med avsikt att otillbörligt påverka priset. Att så är fallet för skenavtal och andra hemliga avtal vållar inga principiella invändningar av legalitetskaraktär, men frågan är om det innebär någon reell objektivering av uppsåtet. Varje trolig förklaring som lämnas av den misstänkte undanröjer det till gärningen knutna typiska draget hos handlandet, som skapats genom att särskilt utpeka skenavtal och hemliga avtal som karakteristiska redskap för avsiktlig kursmanipulation.<sup>13</sup> Bedömningen är alltså inte entydigt anknuten till bruket av skenavtal eller hemliga avtal eftersom betydande avseende måste fästas vid en tilltalads förklaring till de transaktioner som föranlett åtal. Samtidigt kan det antagligen inte ställas så höga krav på åklagarens bevisning att den klarlägger det specifika motivet för handlingen och att detta motiv är odelat.

<sup>10</sup> Prop. 1995/96:215 s. 72.

<sup>11</sup> Amerikanska förhållanden berörs ingående i J. Anthony, A. Harrison, P. Linehan & J. Palker: *Securities Fraud*, 36 Am. Crim. L. Rev. (1999) 1095.

<sup>12</sup> Dessa handlingar avser inte att definiera uppsåt. Handlingarna föranleder presumptions- och inte klassifikationsverkan.

<sup>13</sup> Se 34 § AvtL om skenavtal inom avtalsrätten. Utgångspunkten är här att inte bara den ena parten utan också den andra är överens om att de ingår ett simulerat avtal, se K. Grönfors, *Avtalslagen*, Stockholm 3:e uppl. (1995) s. 211 f. Bakom ett skenavtal ligger som regel ett "äkta" avtal.

I Alfaskop-fallet hanterade tingsrätten denna problematik på följande sätt.<sup>14</sup> Bakgrunden var följande. Den 24 mars lämnade RP ett försäljningsuppdrag inför tolvslaget avseende 130 000 aktier i Alfa-skop med en lägsta säljkurs om 79 kronor. Detta uppdrag återkallades (med undantag för 5 000 aktier) samma dag klockan 12.02. Innan säljorden lades in var kursen 83 kronor. Tingsrätten menade att en kursförändring i sig inte medger slutsatser om avsikten trots att RP visste att en så omfattande säljorder skulle låsa kursen. Den enda avsiktsbestämning RP:s försäljningar gav stöd för var enligt tingsrätten att han faktiskt ville sälja. Samtidigt utesluts inte att exempelvis en kursförändring någon gång skulle kunna styrka avsikt.

Alfaskop- domen överklagades och åtalet om otillbörlig kurspåverkan bifölls av Svea hovrätt.<sup>15</sup> Utåt sett framstod transaktionen enligt hovrätten som normal, men genom "bombmattan" förhindrades varje kursuppgång. Att detta åtminstone var ett delmotiv medgavs av RP. Åtgärden var ägnad att vilseleda marknaden (se 9 § andra stycket insiderstrafflagen) och ansågs av hovrätten vara otillbörlig. Att så var fallet övertygades hovrätten om genom att ordern så snabbt återkallades. Detta förtog trovärdigheten av den förklaring RP lämnade för sitt handlande.<sup>16</sup> Hade han väntat till påföljande dag med att återkalla hade utgången kunnat bli en annan. Hovrätten hade då inte kunnat sluta sig till att avsikten att sälja i realiteten saknades och andra skäl för åtgärderna måste då sökas.

Uppsåtsfrågan berördes även i det omfattande Pinkerton-målet mot anställda vid Matteus Fondkommission.<sup>17</sup> En åtalspunkt rörde otillbörlig kurspåverkan genom skenavtal i Sintercast A-aktie. G gick så tillväga att han vid 21 tillfällen lade en säljorder på aktien till en viss kurs för att sedan lägga en köporder till samma kurs. Samtliga affärer har ägt rum till en högre kurs än närmast föregående avslut. Den förklaring G lämnade var inte i överensstämmelse med den som framkom av inspelade samtal, och tingsrätten ansåg det därigenom klarlagt att G manipulerade köpkursen med hjälp av skenaffärer.<sup>18</sup>

#### *b. Närmare om otillbörlighetsrekvisitets funktion*

Ett krav för straffbarhet enligt 9 § insiderstrafflagen är att den kurspåverkande åtgärden är otillbörlig. Som inledningsvis poängterades ger otillbörlighetsrekvisitet utrymme för vitt skilda tolkningar alltefter uttolkarens allmänna attityd till näringslivets seder och villkor. Lagmoti-

<sup>14</sup> Stockholms tingsrätt. Dom 2000-09-07 (B 4573-99).

<sup>15</sup> Svea Hovrätt. Dom 2001-10-30 (B 6675-00). Åklagaren justerade gärningsbeskrivningen och anförde att det otillbörliga syftet i första hand bestått i att RP haft för avsikt att få ner kursen i syfte att begränsa omfattningen av sitt återbetalningsåtagande och i andra hand att låsa kursen i syfte att förhindra en kursuppgång i aktien.

<sup>16</sup> Av visst intresse för bedömningen av domskälen är att Svea hovrätt som särskild ledamot adjungerade den auktoriserade revisorn Håkan Björklund.

<sup>17</sup> Stockholms tingsrätt. Dom 2001-01-25 (B 1432-99).

<sup>18</sup> A. a. s. 113.

ven förmår inte heller ge klara riktlinjer för tolkningen. Rekvisitets funktion får antas vara att markera en skillnad mellan legitima och illegitima marknadsoperationer. Att döma av lagmotiven kan vissa medvetet kurspåverkande åtgärder vara helt tillbörliga, t.ex. Riksbankens olika slag av marknadsoperationer i penningpolitiskt syfte eller legitima konsortialavtal. Överhuvudtaget är det så att den överväldigande majoriteten av alla transaktioner som genomförs är tillbörliga. Det var för övrigt Riksbanken som i sitt remissvar föreslog att ett otillbörlighetsrekvisit skulle införas.<sup>19</sup>

Förhållandet mellan uppsåt och otillbörlighet är som antytts svårbestämbar. Strikt talat tillkommer egenskapen att vara "otillbörlig" *handlingen* (dvs. en viss marknadsoperation) och inte *avsikten*. Avsikten skall med andra ord omfatta en på visst sätt klandervärd handling. Även om en handling bedöms som illegitim med avseende på dess art (skenavtal eller hemligt avtal) eller effekt på prisbildningen (ägnad att vilseleda) är det således otillräckligt för att uppfylla tillämpliga beviskrav om uppsåt.

Relationen mellan uppsåt och otillbörlighet fördunklas emellertid i betydande grad av det faktum att det som gör en viss handling otillbörlig inte sällan är *syftet* med densamma. I Pinkerton- domen berördes temat otillbörlighet i förhållande till ett skenavtal.<sup>20</sup> Tingsrätten ansåg att otillbörligheten av den aktuella prismanipulationen konstituerades av att manipulationen ingick som ett led i en plan (i syfte) att åstadkomma en förtjänst för släktingar och vänner.<sup>21</sup>

Av ett uttalande i ett inspelat telefonsamtal framgick att syftet med affärerna var att hålla kursen uppe inför börsens stängning (från 72,50 till 74,00). Sammantaget med ovannämnda förtjänstsyfte räckte detta för att tingsrätten skulle finna det klarlagt att gärningsmannen haft för avsikt att *otillbörligt* påverka priset på Sintercast-aktien. I allmänhet kan alltså sägas att problematiken beträffande förhållandet mellan uppsåt och otillbörlighet uppkommer just på grund av att den otillbörliga handlingen ibland förutsätter ett klandervärd syfte. Liksom varje annat syfte omfattas naturligtvis av logiska skäl ett sådant syfte av *avsikt*, varför det ligger nära till hands att blanda samman begreppen.

Gränsen mellan det tillbörliga och det otillbörliga får sökas utmed en skala av möjliga handlingar och transaktionstyper. Följden blir att det är förenat med betydande svårigheter att *ex ante* exakt ange var gränsen går mellan det tillbörliga ("tillåtna") och det otillbörliga ("förbjudna"). I detta sammanhang är Alfaskop-fallet i viss mån belysande. Åklagaren påstod att RP gjort sig skyldig till otillbörlig kurspåverkan i enlighet med bestämmelserna i 7 kap. 1 § andra stycket LHF (nuvarande 9 § andra stycket insiderstrafflagen). En säljorder av den omfattning RP lämnade innebar att varje köpintresse fångades upp

<sup>19</sup> Prop. 1995/96:215 s. 72.

<sup>20</sup> Stockholms tingsrätt. Dom 2001-01-25 (B 1432-99) s. 113.

<sup>21</sup> A. a. s. 112.

till den angivna kursen 79 kronor. Kursen låstes därigenom till detta belopp som lägsta säljkurs. RP medgav att säljorden inte enbart var avsedd att leda till en avyttring av aktier utan även att "försvara sig mot otillbörliga köp från motsidan".<sup>22</sup> Enligt tingsrätten framkom ingenting under målet som motsade detta syfte.

Tingsrätten satte likhetstecken mellan *otillbörlighet* och att gärningsmannens direkta avsikt varit att *åsamka skada eller förtjänst* genom kursmanipulationen.<sup>23</sup> Detta innebär en förskjutning från en bedömning av själva förfarandet, betraktat för sig, till den sannolika effekten av åtgärden. I hovrättens bedömning av Alfaskop-fallet utvecklas inga närmare ståndpunkter kring innebörden av otillbörlighetsrekvisitet. Åtgärden att lägga en dold säljorder som förhindrade en kursuppgång var ägnad att vilseleda och därmed otillbörlig. Motivet för handlandet blottades så att säga genom det observerbara handlandet från RP:s sida. Handlandet tillskrevs en specifik mening som i domstolens ögon konstituerade otillbörlighet.<sup>24</sup>

Lagmotiven anvisar ett tillvägagångssätt vid bedömningen av en given transaktion som stämmer väl överens med hovrättens sätt att resonera. En åtgärd är otillbörlig om den till det yttre framstår som ordinär, men som företas med avsikt att påverka kursen.<sup>25</sup> Det otillbörliga består alltså enligt detta synsätt inte i vilka ekonomiska effekter som uppkommer genom en viss åtgärd, utan om gärningsmannens syfte varit att påverka kursen. I specialmotiveringen anges även att otillbörlighet normalt föreligger om en åtgärd i sin helhet betingas av syftet att gärningsmannen skall göra en förtjänst på en senare affär.<sup>26</sup> För att en förtjänst skall kunna påräknas av gärningsmannen krävs en kursmanipulativ åtgärd, och det är precis denna extraordinära åtgärd som aktualiserar brott.

Enligt motiven gäller visserligen att straffbestämmelsens huvudsyfte är att skydda marknaden, men detta hindrar inte att förfarandet kan framstå som otillbörligt i förhållande till en enskild part, exempelvis om någon avser att förvärva en större aktiepost och gärningsmannen åstadkommer mindre affärer till överkurs i nära anslutning härtill med syfte att rigga kursen.<sup>27</sup> Departementschefens resonemang tycks förutsätta att det kan finnas en bristande ömsesidighet mellan marknaden som skyddsobjekt och enskilda placerare. Det är inte nödvändigt att se saken så. Varje åtgärd som enbart är inriktad på att styra

<sup>22</sup> Stockholms tingsrätt. Dom 2000-09-07 (B 4573-99) s. 10.

<sup>23</sup> A. a. s. 11.

<sup>24</sup> Svea Hovrätt. Dom 2001-10-30 (B 6675-00) s. 5. Hovrätten likställer marknaden med köpare och säljare. Detta ger en alltför inskränkt definition av marknaden. Även andra som baserar beslut på basis av aktiekurser omfattas av lagens skyddsintresse. Hit kan räknas kreditgivare och borgenärer i vid mening vilka är motparter till ett företag som är utsatt för prismanipulation. Detta understryker närmast det rimliga i hovrättens domslut och utgör heller ingen grund för kritik mot domskälen.

<sup>25</sup> Prop. 1995/96:215 s. 95.

<sup>26</sup> A. a. s. 96.

<sup>27</sup> A. a. s. s.

marknadspriset i en bestämd riktning utgör alltid en risk för att marknaden och därmed enskilda åsamkas skada.

Vad gäller otillbörlighetsrekvisitet torde varje extraordinär åtgärd, eller sekvens av sådana åtgärder, som syftar till att påverka marknadspriset i en bestämd riktning kunna bedömas som otillbörlig. Detta gäller oberoende av om det som en följd av agerandet uppkommer en skaderisk eller inte. Med termen "extraordinär" avses sådana åtgärder som inte är motiverade av det rådande marknadspriset och allmänt tillgänglig information. Men innebär inte detta att omfånget av det straffsanktionerade området blir för stort? För att straff skall kunna ifrågakomma enligt 9 § första stycket insiderstrafflagen krävs att en viss metod använts, nämligen skenavtal eller hemliga avtal. Detta begränsar i sig omfattningen av det straffbara området högst väsentligt. Problematiken uppkommer främst i förhållande till 9 § andra stycket insiderstrafflagen, men där kommer kravet på *vilseledande* att få en viss begränsande effekt. Frågan här blir om uttrycket vilseledande kan ges ett empiriskt innehåll.

*c. Ägnad att vilseleda marknaden*

Enligt lag och lagmotiv är det enligt 9 § andra stycket insiderstrafflagen en förutsättning för straffbarhet att åtgärden har varit ägnad att vilseleda marknaden. Brottet är emellertid inget effektdelikt, dvs. det krävs inte att priset faktiskt har påverkats för att straffbarhet skall inträda. Det är i detta avseende tillräckligt att åtgärden varit *ägnad* att vilseleda marknaden.<sup>28</sup>

De åtgärder som avses är sådana som till det yttre framstår som helt ordinära men som företas i syfte att påverka kursen och därför skall ses som otillbörliga. För straffbarhet krävs att åtgärden skall ha varit ägnad att vilseleda köpare och säljare av finansiella instrument.<sup>29</sup> För att vilseledande skall kunna uppkomma måste det pris som blir följden av åtgärden framstå som missvisande eller bristfälligt som värdemätare av aktierna och indirekt av företaget ifråga, alltså medverka till att bibringa en form av kollektiv missuppfattning om kursställningens riktighet. Detta innebär att prissättningens roll som värdemätare sätts ur spel. Motiven säger emellertid uttryckligen att det vare sig är tillräckligt eller nödvändigt att kursen påverkas.

Om orderläget var sådant vid en tänkt försäljningstidpunkt att det på marknaden fanns aktörer som var villiga att köpa till en viss avvikande kurs är det svårt att se hur det kan vara vilseledande att sälja. I ett läge där en viss aktie exempelvis är illikvid och rådande aktiekurs inte återspeglar eller reagerar på ny information är det svårt att bedöma vad som konstituerar en åtgärd som vilseleder marknaden. Det tycks som om andra stycket för sin tillämpning förutsätter en effektiv

<sup>28</sup> A. a. s. s.

<sup>29</sup> Prop. 1995/96:215 s. 95.

prisbildning och likvida aktier. I annat fall kan priset knappast utsättas för vilseledande påverkan.

I Alfaskop-fallet ansåg tingsrätten att låsningen av säljkursen till 79 kronor, genom den stora order RP lagt in, inte medförde någon beaktansvärd avvikelse från en normal säljkurs på 81–83 kronor. I stället rörde sig säljordern inom en normal prisvariation på marknaden. Härigenom var det inte visat att avsikten varit att skada vare sig motparten eller andra aktörer på börsen. Slutsatsen blev att RP inte otillbörligt påverkat priset genom sitt agerande.<sup>30</sup> Hovrätten ansåg däremot att hans agerande var ägnat att vilseleda marknaden. Denna ståndpunkt är, som redan berörts, knappast att beskriva som kontroversiell.

#### **4. Ansvar för medverkan**

För finansiella intermediärer är regleringen rörande otillbörlig kurspåverkan särskilt problematisk. Orsaken är att den placerare som vill utföra en transaktion ofta behöver en finansiell intermediär för att kunna genomföra den. Tillgången till handelssystemen och marknadsplatserna är inte obegränsad. Den fråga som uppkommer är i vilken mån en intermediär kan ådras ansvar genom att utföra en begärd transaktion. Därtill kommer omfattningen av den undersökningsplikt som åvilar intermediärer.

Ett konkret fall kan belysa problematiken närmare. Anta att Banken AB (Banken i det följande) på uppdrag av en privatperson sålde 2 000 A-aktier i C AB den 30 december år 2001. Kursen sjönk från 93 kronor till 80,50 kronor som en följd av dessa transaktioner. Kundens kontaktperson vid bankens lokalkontor i Ystad var en privatrådgivare. Bankens beslut att under vissa restriktioner genomföra de begärda transaktionerna fattades av chefsmäklaren för SAXESS-handeln vid Bankens huvudkontor i Stockholm. Kursnedgången uppmärksammades av Stockholmsbörsen som rapporterade händelserna till Finansinspektionen vilken i sin tur överlämnade ärendet till åklagarmyndigheten. Händelsen kan tjäna som illustration inför analysen av medverkansansvaret för otillbörlig kurspåverkan och den korresponderande undersökningsplikten.

Hur ser då medverkansansvaret ut i en situation som den skisserade? En mellanhand måste enligt den konventionella synen åtminstone ha misstänkt att en uppdragsgivare hade för avsikt att påverka kursen. Dessutom krävs att man kan anta att han skulle ha genomfört uppdraget även om han haft en säker insikt om säljarens syfte. Ett sådant hypotetiskt eventuellt uppsåt hos den medverkande anses i allmänhet räcka för fällande dom. Enbart en misstanke om att säljaren haft ett sådant syfte räcker däremot inte för att en medverkande skall anses ha det uppsåt som straffstadgandet i 9 § insiderstrafflagen förut-

<sup>30</sup> Stockholms tingsrätt. Dom 2000-09-07 (B 4573-99) s. 11.

sätter.<sup>31</sup> En sådan misstanke kan endast utgöra oaktsamhet hos en medverkande och är därför inte tillräcklig för att ansvarsbestämelsen i insiderstrafflagen skall bli tillämplig.

I NJA 1988 s. 383 åtalades en revisor för medverkan till en uppdragsgivares uppsåtliga bokföringsbrott. I hovrätten dömdes revisorn för medhjälp till samma brott mot bakgrund av att han upplysts om svårigheterna med bokföringen och att bristerna i bokföringen mycket lätt kunnat iakttas. HD ansåg, med i stort sett samma sakliga underlag som hovrätten, att revisorn endast varit oaktsam när det gällde att skaffa sig insikt om felaktigheter i bokföringen, eftersom han i realiteten inte kände till dessa felaktigheter. HD ansåg att revisorn borde ha undersökt bokföringen bättre eftersom indikationer på en onormal bokföring fanns. Det oaktsamma främjandet av bokföringsbrottet bedömdes som ringa och påföljden bestämdes till böter. Den medverkandes uppsåt gjordes alltså enbart beroende av om en aktuell insikt funnits eller inte. Enbart en misstanke om att allting inte stod rätt till var inte tillräcklig för den medverkandes uppsåtsansvar. HD är numera ofta återhållsam när det gäller användandet av eventuellt uppsåt för att fälla till ansvar. Någon formulering av ett s.k. eventuellt uppsåt användes inte heller i NJA 1988 s. 383. Slutsatsen härav är att det straffrättsliga ansvaret för medverkan till otillbörlig kurspåverkan kan förväntas kräva att mellanhanden *insett* säljarens syfte.

Därutöver gäller att ett sänkt uppsåt- eller oaktsamhetskrav för en medverkande i förhållande till det uppsåt som krävs av gärningspersonen strängt taget inte är förenligt med legalitetsprincipen. Ett sådant undantag från brottsbalkens medverkansregler kan egentligen inte göras utan att det explicit framgår av straffstadgandet. Den i litteraturen gängse förklaringen att särskilda subjektiva rekvisit för gärningspersonen anses utgöra en omständighet av objektiv betydelse vid medverkan är inte tillfredsställande.<sup>32</sup>

Mot denna bakgrund är det svårt att se hur den traditionella synen på uppsåt och medverkan skulle kunna leda till att exempelvis börsmäklare tillskrivs uppsåt. Även om vederbörande har något slags misstanke eller insikt finns ingen säker insikt om åtgärdens syfte för uppdragsgivaren. I jämförelse med revisorsfallet är dessutom kontakterna mellan uppdragsgivare och uppdragstagare betydligt mindre utvecklade, vilket ytterligare minskar en sådan intermediärs exponering för medverkansansvar.

I analogi med insiderbrottet kan möjligen också hävdas att en intermediärs agerande som huvudregel vinner legitimitet om det föregås av en analys som syftar till att fastställa om den begärda transaktionen ryms inom det som med fog kan anses utgöra normal kurssätt-

<sup>31</sup> SOU 1994:68 s. 116.

<sup>32</sup> I. Strahl, *Allmän Straffrätt*, Stockholm (1976) s. 267 och N. Jareborg, *Straffrättens ansvarslära*, Stockholm (1994) s. 109.

ning.<sup>33</sup> Alternativet vore att ålägga mellanhänder en ospecificerad undersökningsplikt, vilket skulle skapa en ytterligare accentuerad osäkerhet om var gränsen mellan det förbjudna och tillåtna går. I en marknadssituation där agerandet måste ske omedelbart eller i vart fall med ytterst begränsad tid för att fullfölja sådana undersökningar, kan någon annan handlingsnorm knappast fastställas utan att ett av de ändamål som aktualiserat behovet av ett straffbud mot otillbörlig kurspåverkan äventyras. Detta ändamål är effektiv prisbildning.

När en mäklare beslutar sig för att genomföra en transaktion kan uppdragsgivarens syfte med transaktionen någon gång "smitta" en finansiell intermediär och aktualisera ett medverkansansvar. Enligt min mening kan dock en intermediär genom att låta transaktionen föregås av en analys tillägna sig ett individuellt motiv för att genomföra transaktionen, vilket får till följd att han inte längre är delaktig av uppdragsgivarens syfte vilket detta nu än må vara. Om detta individualiserade syfte gör att affären, ur intermediärens synvinkel, framstår som godtagbar och hans avsikt inte är att påverka prisbildningen på ett otillbörligt sätt, kan medverkansansvar inte längre göras gällande även om han inser att påverkan kommer att ske. Finner de överväganden som ligger till grund för beslutet att genomföra transaktionen dessutom stöd i ekonomisk analys, förefaller varje kritik av handlandet, ur det specialstraffrättsliga stadgandets perspektiv, vara oförenlig med dess ändamål att värna allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden och en effektiv prisbildning. Nu återstår då att se om samma överväganden gäller vid en tillämpning av avtalet mellan börsmedlemmar och Stockholmsbörsen.

## 5. Medlemsreglernas förbud mot otillbörlig kurspåverkan

### a. *Tolkning av medlemsreglerna*

Efter den genomgång av straffbudet som hittills utförts återstår att analysera innebörden av medlemsreglernas motsvarande förbud (4.6.2 Reglerna). Varje börsmedlem tecknar ett avtal med Stockholmsbörsen där medlemmen förpliktar sig att efterleva dessa regler under hot om avtalade sanktioner.<sup>34</sup>

Som redan påpekats omfattar den i sammanhanget relevanta bestämmelsen enbart börsmedlemmar och inte alla som köper och säljer aktier. Samtidigt bör åter erinras om att börsens marknadsövervakning kan uppdaga fall som innebär brott mot straffstadgandet utan att en medlem nödvändigtvis berörs av händelsen. Börsens marknadsövervakning rapporterar i dessa fall händelsen till Finansinspektionen för vidare utredning. Om det påkallas av omständigheter-

<sup>33</sup> Prop. 1995/96:215 s. 75.

<sup>34</sup> För en analys av *inregistreringskontraktet*, dvs. det avtal som ingås mellan ett bolag som noterar sina aktier och Stockholmsbörsen, se C. Norberg: *Börsens inregistreringskontrakt — en speciell form av avtal*. I samlingsverket *Variationer på ett obligationsrättsligt tema*, Lund (1998) s. 191 ff.

na företar börsen en egen utredning för att ta reda på om händelsen utgör ett brott mot 4.6.2 Reglerna eller god sed.

Ett klarläggande av det objektiva förklaringsinnehållet hos Reglerna är inte tillräckligt för att med säkerhet kunna uttala sig om lösningen av konkreta fall. Eftersom det finns en oklarhet beträffande detta avtalsdokuments bestämmelse om otillbörlig kurspåverkan, måste Reglerna göras till föremål för tolkning med stöd av ändamålssynpunkter på ett sätt som närmast för tankarna till lagtolkning. Detta innebär att förarbetena till 9 § insiderstrafflagen får viss betydelse för tolkningen av motsvarande stadgande i Reglerna. Även om börsens praxis vid tillämpningen av Reglerna principiellt inte får influera tolkningen och tillämpningen av 9 § insiderstrafflagen får nämligen det omvända ske.<sup>35</sup> Denna "ensidiga" påverkan skall emellertid inte överbetonas. När straffbudet skall tillämpas krävs en bestämning av dess innebörd i förhållande till det konkreta fall som är under bedömning. Att vi skulle vara föranlåtna att betrakta straffbudet i isolering och skilt från övriga marknadsnormer med samma eller liknande syftning är varken troligt eller önskvärt. En svårighet värd att beakta är att termen "otillbörlig" skapar vissa psykologiska associationer som kan vara en följd av mer eller mindre tydliga influenser från den allmänna förståelsen av termen inom de finansiella marknaderna. Att det faktiskt kommer att förekomma en ömsesidig påverkan mellan självreglering och straffbud förefaller mig oundviklig.<sup>36</sup>

På grund av avtalsförhållandets speciella karaktär förtjänar en närliggande aspekt att framhållas. Den överordnade strävan att upprätthålla marknadens förtroende för prisbildningen, och därmed intresset av att god sed iakttas, är ett intresse som delas av Stockholmsbörsen och dess medlemmar. Någon intressekonflikt råder alltså inte. Detta faktum har betydelse för den ändamålsdiskussion som slutligen fastställer gränserna för medlemmens ansvar för prisbildande transaktioner. Vikten av att följa god sed förenar således parterna i en gemensam målsättning och ingendera parten har några synbara skäl till att underminera detta mål. Tolkningsoperationen, som är tvingad att ta hänsyn till målsättningen, kommer därmed att färgas av ett ovanligt väl utvecklat och långtgående gemensamt partsintresse.

Innebörden av 4.6.2 Reglerna bör enligt min mening inte tillämpas oberoende av medlemmarnas berättigade intresse av att inte bli föremål för sanktioner från Stockholmsbörsens sida. Detta skapar en restriktion för en extensiv tolkning av bestämmelsen. En av avtalsrättens

<sup>35</sup> SOU 1994:68 s. 72.

<sup>36</sup> Ett exempel kan belysa detta. Anta att en åklagare tar del av en Fondhandlarförningens skrift om innebörden av straffstadgandet, *Otillbörlig kurspåverkan. Praktisk tillämpning av en ny lagbestämmelse*, Stockholm (1997). Om ett handlande beskrivs som tillåtet och " normalt " torde detta innebära att varje aktör som utför sådant handlande gör det i den berättigade tron att det är förenligt med god sed. För åklagaren torde utsikterna att styrka uppsåt till något otillbörligt rimligen vara mycket små.

absoluta begränsningar för vad som över huvud kan kvalificeras som tolkningsdata är nämligen kravet på synbarhet.<sup>37</sup> Motivet till denna avtalsförutsättning är att ingen skall kunna bli förpliktigad av något som de objektivt sett inte bort uppfatta. Detta i och för sig vaga subjektiva rekvisit har samma betydelse i förevarande sammanhang som inom den renodlade avtalsrätten. Denna ståndpunkt kan skärpas ytterligare. I mångt och mycket kan Reglernas funktion ur medlemmarnas synvinkel sägas vara att minska deras risk för att utsättas för sanktioner till följd av avvikelser från god sed. Stockholmsbörsens enskilt viktigaste sidoförpliktelse gentemot sin motpart medlemskollektivet är ur denna synvinkel produktion och koordination av adekvata normer.

Synbarhetsregeln tillgodoser mot denna bakgrund medlemmarnas behov av rättssäkerhet. Transformerad till det enskilda fallet är innebörden den att en börsmedlem inte kan anses förpliktigad till annat eller mera än vad medlemmen enligt en objektiv bedömning bort uppfatta som sin plikt enligt Reglerna. Eftersom medlemmen är tvungen att utföra alla sina rättshandlingar genom enskilda individer (anställda etc.) blir det i realiteten alltid fråga om att bedöma enskilda personers ageranden. I förhållande till Stockholmsbörsen bär sedan medlemmen ett principalansvar för all användning av SAXESS som sker i den egna verksamheten. Den i sammanhanget kanske mest betydelsefulla frågan är därför: Vad bör, enligt en objektiv bedömning, den anställde uppfatta som sin plikt närhelst han utför en transaktion i SAXESS för sin arbetsgivares räkning?

#### *b. Otillbörlig påverkan av kursen*

Varje transaktion med ett finansiellt instrument påverkar per definition dess marknadsvärde (prisbildningen eller kursen) i SAXESS. Huvudsyftet med en börs är just att genom tillhandahållandet av ett handelssystem underlätta för marknadsmekanismerna (utbud och efterfrågan) att mötas.

Det anförda innebär att det enda som enligt textens lydelse skiljer förbjudna transaktioner från tillåtna, givet antagandet att alla transaktioner i större eller mindre grad bidrar till kursbildningen, är att de är *ägnade att otillbörligt* påverka kursen. Det finns åtgärder som är mer eller mindre ändamålsenliga som medel för att påverka kursen och påföljder kan inte utmätas oberoende av denna lämplighet. En åtgärd kan därför vitesbeläggas även om den avsedda effekten (kurspåverkan) uteblir men skulle ha kunnat bli en följd. Däremot kan inte enbart avsikten att påverka kursen vara tillräcklig för att medföra en sanktion. För att konstituera ett avtalsbrott måste handlandet kunna leda till en prispåverkan.<sup>38</sup> Skrivningen "enskilt eller tillsammans" i 4.6.2 första stycket Reglerna innebär därutöver att två transaktioner av en och samma börsmedlem som var för sig inte är ägnade att medföra

<sup>37</sup> SOU 1994:68 s. 44 f.

<sup>38</sup> Prop. 1995/96:215 s. 95.

en sådan effekt likväl träffas av förbudet om de sammantagna är det. Bedömningen av ändamålsenligheten hos den valda metoden är av objektiv karaktär.

Eftersom *otillbörligheten* är fristående från kurspåverkan (effekten) är den att uppfatta som en egenskap hos transaktionen. Förbudsvillkoret om otillbörlighet kommer inom det relevanta området ensamt att reglera innebörden av begreppet god sed såvitt beträffar alla transaktioner som sker i SAXESS.

Genom att otillbörligheten anknyter till de omständigheter, under vilka en transaktion påverkar kursen, måste också omfånget av en börsmedlems avtalsenliga plikt på något sätt anknyta till det bakomliggande syftet med transaktionen. Problemet är att detta syfte i allmänhet tillhör ett annat rättssubjekt än börsmedlemmen. Dessa företag oftast transaktioner för en uppdragsgivares räkning och kan inte hållas ansvariga i samma utsträckning som när de handlar för egen räkning. Medlems genomförande av transaktioner för annans räkning kan beskrivas som en form av medverkan till genomförandet av uppdragsgivarens syfte. Av detta följer frågan om analysen kan hämta stöd i straffrättens allmänna principer om medverkansansvar.<sup>39</sup> Samtidigt har jag redan ansett mig kunna konstatera att det inte torde vara förenligt med gällande rätt och den juridiska diskussionen att klassificera en intermediärs handlande som sådan medverkan som kan medföra påföljd enligt insiderstrafflagen. Avtalsregeln förutsätter därför att andra kriterier tillämpas för medverkan än dessa, om slutsatsen skall bli en annan, nämligen att en intermediärs agerande konstituerar en avtalsstridig medverkan.

Det faktum att en transaktions otillbörlighet enligt 4.6.2 Reglerna aldrig kan avgöras utifrån dess faktiska kurspåverkan innebär tydligen att kurspåverkan som kriterium i sig är irrelevant för bedömningen av om en transaktion är avtalsstridig eller ej. En helt annan sak är att en osedvanlig kurspåverkan både kan och bör betraktas som en faktisk indikation på att en förbjuden transaktion möjligen har ägt rum. Det är förmodligen i de flesta fall så att själva storleken av kurspåverkan är det som väcker misstankar om ett brott mot medlemsavtalet eller på motsvarande sätt straffstadgandet i 9 § insiderstrafflagen. Normalt kan därför förutsättas att en transaktion som är ägnad att otillbörligt påverka prisbildningen även avspeglar sig i en osedvanlig effekt. Vill någon göra en vinst eller undvika en förlust genom en otillbörlig transaktion tycks det framträda ett slags presumtion med starkt intuitivt stöd för att transaktionen kommer att te sig extraordinär i prisbildningshänseende. Det underliggande antagandet är i så fall följande: Skiljer sig prisbildningen i SAXESS efter transaktionen inte nämnvärt från vad som hade varit fallet om transaktionen inte ägt rum, så har ingen heller gjort något otillbörligt.

<sup>39</sup> SOU 1994:68 s.115 f. Förarbetena berör den straffrättsliga dimensionen (medverkan i förhållande till brott mot otillbörlig kurspåverkan, enligt 7 kap. 1 § LHF).

Vad som däremot inte låter sig göras är följande. Anta att priset på en aktie som en följd av en viss transaktion över dagen sjunker med 20 procent (från att på morgonen ha handlats i kursen 100 görs dagens sista avslut till kursen 80). Stockholmsbörsens marknadsövervakning uppmärksammar kursfallet och initierar en utredning om misstänkt avtalsbrott. Stockholmsbörsen äger här under inga villkor anta (trots det starka intuitiva stödet för det) att transaktionen varit ägnad att otillbörligt påverka prisbildningen. Förklaringen är att om vi vet att otillbörlig påverkan av kursbildningen normalt ger extraordinär kurspåverkan samt observerar förekomsten av en sådan påverkan, så vet vi trots detta ingenting om påverkan är en konsekvens av ett otillbörligt syfte eller inte.

Den praktiska innebörden är alltså dels att kriterierna för avtalsbrott är oberoende av kurspåverkan, dels att också bevisbördan är det. Om ett avtalsbrott har skett eller ej är en fråga som kräver ingående utredning. Av Reglernas ordalydelse framgår att de omständigheter under vilka börsmedlemmens transaktion har påverkat kursen skall ställas i centrum för denna undersökning. Vi vet också att dessa omständigheter är specificerade i så måtto att de på något sätt måste anknyta till transaktionens syfte.

*c. Avsaknad av kommersiellt syfte*

Det framgår omedelbart att uttrycket ”kommersiellt syfte” i 4.6.2 Reglerna avser reglera förbudets och därmed pliktens omfång. Varje transaktion som saknar ett på så sätt kvalificerat syfte är oförenlig med Reglerna och därför förbjuden. Vad uttrycket beträffar kan först konstateras att det, i likhet med föregående förbudsbestämmelse, inte kan knytas till prisbildningseffekten. Detta beror på att alla transaktioner *de facto* har kommersiellt syfte såtillvida som de nödvändigtvis har betydelse för prisbildningen. Avtalstexten måste alltså också här åsyfta en kvalificering av omständigheterna (det vill säga i första hand syftet) med transaktionen. Samma medverkansproblematik som ovan berörts blir med andra ord också här aktuell.

En fullt möjlig språklig tolkning förutsätter att begreppet *kommersiellt* åsyftar ett reellt ekonomiskt utbyte mellan minst två skilda parter. Transaktioner som, i likhet med situationen mellan Credit Suisse First Boston och Nordiska Fondkommission, i realiteten innebär att ett rättssubjekt handlar med sig själv, skulle därmed inte vara motiverade av kommersiella skäl. I det perspektivet synes begreppet alltså närma sig betydelseområdet hos termen skenhandling i den betydelse som termen används i 9 § första stycket insiderstrafflagen. I ett lagförarbete till nämnda straffstadgande återfinns exempelvis följande i sammanhanget belysande konstaterande:

Över huvud fann vi det svårt [i Nobelutredningen, min anm.] att uteslutande med hänsyn till syftet straffbelägga normala transaktioner såsom köp el-

ler försäljning av värdepapper i de fall åtgärderna är allvarligt menade och inte utgör någon form av skenhandlingar.<sup>40</sup>

Mycket talar således för att förbudskriteriet ”avsaknad av kommersiellt syfte” i första hand måste tolkas såsom syftande på just skentransaktioner. Termen *sken* signalerar ju någonting som inte är verkligt eller allvarligt menat. I detta sammanhang bör också en sådan transaktion inkluderas som objektivt sett avviker från vad som verkligen avsetts oberoende av om den innebär ett ekonomiskt utbyte mellan två oberoende parter eller ej.

Uppmaningen i Insiderutredningen till bland annat Stockholms Fondbörs om att påbörja ett projekt med syfte att bättre precisera de förfaranden som bör bedömas som klandervärda har vid tidpunkten när detta skrivs endast följts genom ovan redovisade bestämmelse (4.6.2 Reglerna).<sup>41</sup> Någon konkret hållpunkt för börsledningens och Finansinspektionens övervakning av att intentionerna bakom 4.6.2 Reglerna förverkligas inom ramen för aktiehandeln kan alltså *inte* sägas ha skapats. Likafullt är det så att såväl medlemskollektivet som Stockholmsbörsen och Finansinspektionen har ett grundläggande intresse av att utveckla kravet på god sed även på detta område. Samtidigt är *otillbörlig kurspåverkan* en följd av sådana handlingar vars sanktionsvärde nära nog uteslutande betingas av aktörens avsikt med en viss transaktion eller serie av transaktioner. Normbildningen kan därför inte förväntas ske i en riktning som innebär ett definitivt klargörande av vilka handlingar som är otillbörliga och vilka som inte är det.

## 6. Stockholmsbörsen och god sed

Lagstiftaren ålägger varje börs en generell plikt att se till att medlemmars verksamhet på börsen är förenlig med god sed på värdepappersmarknaden. Skälet härtill är framför allt att marknadens förtroende för börsen anses vara en ofrånkomlig förutsättning för att börsverksamhet skall kunna bedrivas effektivt.<sup>42</sup>

Stockholmsbörsens skyldighet att utforma och genomdriva ändamålsenliga regler är en plikt att se till att börsmedlemmarna iakttar god sed i sitt handlande vid börsen. Stockholmsbörsen uppfyller denna plikt genom att avtalsvägen ålägga de enskilda börsmedlemmarna bland annat en skyldighet att handla i överensstämmelse med Reglerna. Bland dessa bestämmelser återfinns den ovan citerade bestämmelsen om förbudet mot otillbörlig kurspåverkan (4.6.2 Reglerna).

Förhållandet mellan Stockholmsbörsen och medlemmarna är av *kvasikontraktuell* karaktär. Det är nämligen inte särskilt träffande att betrakta avtalsinnehållet som ett uttryck för en verklig eller ens finge-rad gemensam partsavsikt. Börsen har nämligen en skyldighet att med avtalsstöd utforma regler och föreskrifter som följer upp och är sam-

<sup>40</sup> SOU 1994:68 s. 69.

<sup>41</sup> A. a. s. 72.

<sup>42</sup> Prop. 1997/98:71 s. 45.

ordnade med regleringen på värdepappersmarknaden i stort.<sup>43</sup> Följden blir att Reglerna inte kan anses täcka den fulla innebörden av och samtliga aspekter av god sed. Inte heller är det rimligt att anta att samtliga aspekter av Reglerna är ett uttryck för god sed. Frågor om parternas inbördes förhållanden kan följaktligen inte enbart lösas i enlighet med vad parterna själva vid tidpunkten för avtalet har, eller måste anses ha, avsett.

Den börsrättsliga innebörden av begreppet god sed har av lagstiftaren i huvudsak överlämnats till avgörande av intressenterna själva under överinseende av Finansinspektionen.<sup>44</sup> God sed på värdepappersmarknaden är sålunda ytterst en fråga om vad marknaden själv värdesätter och kan aldrig specificeras på annat sätt än så som marknaden själv uppfattar dess innebörd. Konsekvensen blir att det av lagstiftaren ställda kravet på Stockholmsbörsen primärt är utformat som ett krav på självsanering i kombination med självreglering. Börsen åläggs med andra ord att i samarbete med medlemmarna och under överinseende av Finansinspektionen i avtalets form utveckla ändamålsenliga regler för handeln vid Stockholmsbörsen.<sup>45</sup>

Merparten av detta normsystem kommer att få karaktären av avtalade ordningsregler. Från Stockholmsbörsens sida uppfyller man sin lagstadgade skyldighet genom att i Reglerna förpliktiga medlemmarna att iaktta vissa regler. Reglerna utgör hörnstenen i detta regelsystem och bör, med undantag för rent tekniska bestämmelser, betraktas som en mer eller mindre långt driven bestämning av situations-specifika innebörder av det allmänna kravet på god sed.

Det allmänna kravet på god sed får anses vara en självfallen, om än outtalad, beståndsdel av Reglerna. Men här måste frågan ställas vad som i så fall avses med begreppet god sed i denna kontext. Risken tycks överhängande att referensen till god sed antas ge en frihet att fritt stipulera vad som är godtagbart beteende i förhållande till ett faktiskt observerat beteende. Så kan emellertid inte vara fallet. En hänvisning till god sed ger inte börsen en rätt att fritt agera gentemot medlemmar. Inte heller har börsen genom Disciplinnämnden en obetingad rätt att sanktionera transaktioner efter allmänna etiska överväganden och bedömningar när dessa grunder inte kan subsumeras under Reglernas språkliga lydelse.

Det är således möjligt och förmodligen även högst rimligt att uppfatta situationen så att en av Stockholmsbörsens huvudförpliktelser enligt medlemsavtalet är att fortlöpande se till att Reglerna är samordnade med kraven på sundhet och god sed på värdepappersmarknaden. Medlemmarna bör kunna agera i förlitan på att den självreglering som fortlöpande initieras av Stockholmsbörsen är adekvat för

<sup>43</sup> Se 4 kap. 2 § LBC.

<sup>44</sup> Metoden är välbekant på områden där saneringsincitament återfinns hos intressenterna själva; som exempel kan nämnas begreppen "god revisorssed" (FAR) respektive "god advokatsed" (Advokatsamfundet).

<sup>45</sup> Se 4 kap. 2 § LBC.

sitt ändamål och de har alltså en berättigad förväntan om att en kompletterande normbildning inte sker genom en tillämpning *ad hoc* av kriterier som god sed. Följden av detta blir att 4.6.2 Reglerna i princip ger uttömmande uttryck för innebörden av god sed avseende prisbildande åtgärder inom Stockholmsbörsens område.

### 7. Disciplinnämnden och god sed

Även om det ur formell synvinkel torde vara så att en transaktion eller serie av transaktioner skall bedömas med utgångspunkt i Avtalet och de anslutande Reglerna är det inte givet att börsens Disciplinnämnd kommer att betrakta ett fall ur ett sådant inskränkt perspektiv. Tvärtom tyder Disciplinnämndens beslut i fallet Credit Suisse och Nordiska Fondkommission på att begreppet god sed spelar en övergripande roll för nämndens beslut även när ett handlande direkt faller under exempelvis 4.6.2 Reglerna.<sup>46</sup> Börsmedlemmarna har i så fall en generell plikt som är överordnad Reglerna. Bestämmelserna i reglerna är då att uppfatta som en specificering av de särskilda krav som följer av en mer generell skyldighet att iaktta god sed. Detta aktualiserar följande: Kan ett handlande vara oförenligt med god sed och enbart på den grunden möjligt att vitesbeläggas, utan att det samtidigt utgör ett brott mot Reglerna och exempelvis dess bestämmelse om otillbörlig kurspåverkan?

Disciplinnämnden skall enligt 4 kap. 8 § första stycket LBC handlägga ärenden om medlemmars och emittenters överträdelse av de regler som gäller vid börsen (disciplinärenden). Den oklarhet som uppstår är följande. Trots att ett beteende inte strider mot 4.6.2 Reglerna, skulle Disciplinnämnden likafullt självständigt i förhållande till 4.6.2 kunna göra en bedömning av om beteendet är förenligt med god sed. Finner nämnden då att så inte är fallet skulle vite kunna utgå. Problemet med disciplinärenden är i detta perspektiv att det inte blir möjligt för medlemmen att veta exakt på vilka grunder ett handlande eller förment avtalsbrott kommer att bedömas. I princip tycks motiven (och lagtexten) förutsätta att Disciplinnämnden inte bara skall bedöma den påstådda överträdelsen ur ett avtalsperspektiv utan ur ett samlat avtals- och författningsperspektiv eller till och med ur ett marknadsperspektiv. Detta innebär i så fall att brott mot en författningsbestämmelse som inte omedelbart kan klassificeras som ett avtalsbrott trots detta skulle kunna vitessanktioneras på avtalsrättslig grund. Begreppet god sed kommer att bli det nav som bedömningen kretsar kring, oberoende av vilken avtalsrättslig eller annan grund som åberopas av börsen när ett ärende hänskjuts till disciplinnämnden för prövning.

Eftersom reformen om hantering av disciplinärenden uttryckligen tog hänsyn till rättssäkerhetsskäl förefaller denna ordning inte främja sitt ändamål. Det ansågs ogörligt att tillgodose rättssäkerhets-

<sup>46</sup> Disciplinnämnden vid Stockholms Fondbörs, beslut 1999:1 (10 maj 1999).

aspekterna genom att precisera vilka ärenden som skulle hänskjutas till disciplinprövning. Orsaken till detta sades vara att börsernas organisationsformer skiftar för mycket.<sup>47</sup> Det skulle i stället ankomma på varje börs att ange hur dessa gränser skulle dras. Stockholmsbörsen har inte utformat några sådana riktlinjer, men detta kan inte få till följd att ett disciplinärende kan komma att avgöras på annan grund än den som följer av Avtalet.

Skall ett disciplinärende vidgas till att omfatta en allmän bedömning av huruvida en intermediärs handlande är förenligt med god sed, förutsätter detta följaktligen en intolkning i Reglerna av plikten att handla i överensstämmelse med god sed och att denna plikt är så distinkt att den kan anknytas till påföljdsbestämmelsen i Avtalet. Med hänsyn tagen till att begreppet i viss grad är vedertaget även av börsmedlemmarna, råder heller inget tvivel om att denna plikt, i likhet med Disciplinnämndens mening, utgör en underförstådd del av Avtalet.<sup>48</sup> Problemen uppstår först när ett misstänkt brott mot god sed vare sig är uppenbart eller kan hämta konkret stöd av en avtalad specificering. Det går nämligen inte att med ledning av begreppet god sed och Reglerna skapa sig en klar bild av vilken beteendestandard som förväntas om det inte är tillräckligt att anpassa handelsrutiner efter Reglerna. Detta problem diskuterades tämligen ingående ovan.

## 8. Avslutande synpunkter

Begreppet god sed kan beskrivas som en betydelsefull referenspunkt för normbildning på de finansiella marknaderna.<sup>49</sup> Finansinspektionen har det övergripande ansvaret för övervakning och kontroll. Vissa självreglerande organ, såsom Stockholmsbörsen, vidareutvecklar normsystemet inom ramen för sin verksamhet i samverkan med inspektionen. Att normerna kontinuerligt skall vara i alla delar adekvata är omöjligt att begära. Ingen utvecklad värdepappersmarknad kan förväntas förutse och reglera alla upptänkliga situationer. När svårbedömda situationer uppkommer ställs de övervakande organen inför möjligheten att använda dylika situationer för att statuera exempel och genom prejudikatliknande verksamhet komplettera normerna. Även om detta kan tyckas vara normalt och kanske även önskvärt finns det klara nackdelar. I en sådan regim bär enskilda personer tillsammans med institutionerna den fulla risken för den kompletterande normbildningen. Ett dilemma som därigenom uppstår är att inträffade händelseförlopp bara bristfälligt kan analyseras med stöd av de existerande reglerna. Ytterst kommer nämligen en skönsmässig bedömning med stöd av begreppet god sed att avgöra om ett visst handlande är klandervärt eller inte.

<sup>47</sup> Prop. 1997/98:71 s. 53.

<sup>48</sup> Se Å. Adlercreutz, *Avtalsrätt II*, 5 uppl. Lund (2001) s. 57 f.

<sup>49</sup> Vid en jämförelse med sundhetskravet i 1 kap. 7 § lag (1991:981) om värdepappersrörelse är god sed att uppfatta som det mer generella begreppet. Hur prövningen av sundhetskravet skall utformas antyds i prop. 1990/91:142 s. 156.

En rad effekter kan förutses om ett sådant normbildningsförfarande tillämpas. Å ena sidan kommer Stockholmsbörsen att sakna tillräckliga incitament att aktivt vidareutveckla normsystemet inom ramen för den betydande partslojalitet som kännetecknar förhållandet mellan Stockholmsbörsen och dess medlemmar. — Alla kan förväntas omhulda strävan efter att god sed skall tillämpas och normalt acceptera de reformer som börsen initierar. Normproduktion kan till och med beskrivas som ett centralt, kanske ett av de viktigaste, åliggandena för Stockholmsbörsen. Å andra sidan kommer det att finnas en stor skillnad mellan hur olika aktörer uppfattar innebörden och omfattningen av de kompletterande normer som följer av kravet på god sed. Somliga aktörer har hög riskaversion medan andra har låg. Den förstnämnda kategorin kommer att avstå från transaktioner som den andra kommer att genomföra. Detta kan ha en negativ inverkan på konkurrensförhållandena och skapa effektivitetsförluster.

Medlemsreglerna kan inom sitt tillämpningsområde betraktas som en konkretisering av god sed på de finansiella marknaderna. Det är dock inte möjligt att definitivt fastställa i vilken mån ett handlande av en börsmedlem kan bedömas enligt detta mer generella kriterium eller om Stockholmsbörsens Disciplinnämnd bara kan besluta om påföljder när ett brott mot en direkt avtalsförpliktelse kunnat beläggas. Reglerna torde dock ange gränsen för vad varje börsmedlem skall uppfatta som sin plikt vid utförande av prisbildande transaktioner. Stockholmsbörsens övervakningsuppgift är därför inskränkt till medlemmarnas efterlevnad av Reglerna. En bedömning av en medlems agerande utifrån det generella kriteriet god sed är därför *in dubio* identisk med börsmedlemmens skyldighet enligt Reglerna. Denna ståndpunkt finner indirekt stöd i det faktum att Stockholmsbörsen har närmast obegränsade möjligheter att konkretisera innebörden av god sed och låta denna objektivisering inkorporeras i Reglerna. Sker inte detta kan det heller inte finnas någon motsvarande plikt.

Möjligheten att genom en rättsvetenskaplig analys klarlägga innebörden av god sed förutsätter att det går att belägga existensen av sammanhängande och heltäckande regler som kan användas för att lösa konflikter mellan olika aktörers ståndpunkter om innebörden av god sed. Sådana kriterier kan bara etableras om det går att anknyta analysen till något djupare värde som i vart fall intuitivt vinner genklang hos dessa aktörsgrupper och därmed kan användas för att lösa den värdekonflikt som annars löper risk att uppkomma mellan dessa grupper. Min avslutande reflektion blir därför att både straffbudet och börsens självreglering lider av en till synes oundviklig förskjutning från tillämpningen av materiella regler till att vissa institutioner (domstolar, börsens disciplinnämnd osv.) får kompetens att *ad hoc* besluta om innehållet i god sed genom att praktisera gott omdöme. Slutsatsen blir att god sed och för den delen otillbörligt, skäligt m.fl. porösa och öppet omstridda begrepp, skapar en bro mellan juridiken

och mer allmänna moraliska resonemang vari juridiken är en naturlig del. När porösa begrepp av nämnda slag inte definieras eller ens *kan* definieras med bruket av sedvanliga rättsliga analysmetoder, kommer funktionen hos dessa begrepp vara att *lokalisera* lagen och därmed rättstillämpningen i en social verklighet där rådande moralföreställningar inom finansmarknadssektorn förväntas styra tillämpningen.

Förskjutningen från konventionell tolkning till skönsmässig tillämpning är så vitt jag kan bedöma en ofrånkomlig konsekvens av svårigheten att definiera (och i regler omsätta) innebörden av de förekommande meningsskapande begreppen god sed, otillbörlighet med flera. Om denna iakttagelse är korrekt, behöver en fördjupad analys göras av de behöriga institutionernas beslutsformer för att tillgodose berättigade anspråk på rättssäkerhet och effektivitet i normbildningen.